

DURUKAN ŞEKERLEME SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

Fiyat Tespit Raporu 28.08.2024



DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 141
Esenyol 34394 Şişli - İSTANBUL
Tic. Sic. No: 2910110783 Tic. Sic. No: 388440
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291-0110-7330-0019

İçindekiler

1. Giriş.....	6
2. Şirket'e Dair Özet Bilgi ve Değerleme Sonucu	8
2.1. Şirkete İlişkin Özet Bilgi	8
2.2. Değerleme.....	9
3. Durukan Şekerleme Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Şirket, Durukan Şekerleme")	10
3.1. Genel Bakış.....	10
3.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı.....	10
3.2.1. Mevcut Ortaklık Yapısı	10
3.2.2. Halka Arz Sonrası Planlanan Ortaklık Yapısı.....	11
3.3. Kilometre Taşları.....	11
3.4. Faaliyetler Hakkında Bilgi.....	14
3.4.1. Üretim Tesisi, Kapasite ve Ürünler	14
3.4.2. Ürün Satışları.....	16
3.5. Finansal Tablolar	19
3.5.1. Bilanço	19
3.5.2. Gelir Tablosu.....	20
4. Sektörel Bilgiler	21
4.1. Şekerleme Sektörü.....	21
4.2. Durukan Şekerleme'nin Avantajları, Fırsatları ve Zayıf Yönleri, Riskleri	23
5. Değerleme Yaklaşımları.....	24
5.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı)	26
5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı)	26
6. Değerleme	27
6.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri	27
6.1.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'nde Kullanılan Şirket Verileri.....	27
6.1.2. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'nde Kullanılan Benzer Şirketler Çarpanları	28
6.1.3. Yurt İçi Benzer Şirketler: BIST – Gıda ve İçecek Endeksi Şirketleri.....	28

6.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri	31
6.2.1. Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar	31
6.2.2. Makroekonomik Varsayımlar	32
6.2.3. Satışlar – Genel Görünüm	32
6.2.4. Satış Projeksiyonları.....	33
6.2.5. Satışların Maliyeti ve Brüt Kar	38
6.2.6. Faaliyet Giderleri.....	39
6.2.7. FAVÖK ve FAVÖK Marjı.....	40
6.2.8. Net İşletme Sermayesi.....	41
6.2.9. Yatırım Harcamaları.....	43
6.2.10. Vergi.....	43
6.2.11. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	43
6.2.12. Devam Eden Değer Büyümesi, Firma Değeri, Net Finansal Borç ve Şirket Değeri	44
7. Sonuç.....	46
EKLER	47

Kısaltmalar

KISALTMALAR	TANIMLAR
%	: Yüzde
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları / USD / ABD \$	: Amerika Birleşik Devletleri Doları
AOSM	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
Avro / Euro	: Avrupa Birliği para birimi
BİAŞ / Borsa / Borsa İstanbul / BIST	: Borsa İstanbul A.Ş.
CPI	: Consumer Price Index – Tüketici Fiyat Endeksi
Deniz Yatırım	: Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
FAVÖK	: Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
FD	: Firma Değeri
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KV	: Kısa Vadeli
Kurul / SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
Medyan	: Ortanca değer de denilmektedir. Bir veri grubunun küçükten büyüğe sıralanması halinde; ortadaki terimi ifade eder. Veri grubunda terim sayısı tek sayı ise ortadaki sayı, çift ise ortadaki iki sayının toplamının yarısı olarak hesaplanır.
Mr, mlr	: milyar
Mn, mn	: milyon
OSB	: Organize Sanayi Bölgesi
PD	: Piyasa Değeri
Ton	: 1.000 kilogram
SMM	: Satılan Malın Maliyeti
SPKn	: 10.12.2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

1. Giriş

Raporun Amacı

Bu rapor, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("DenizYatırım") ile Durukan Şekerleme Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Şirket, Durukan Şekerleme") arasında 15.05.2023 tarihinde imzalanmış olan Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III. 62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespiti amacıyla ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinde uygun olarak belirlenmesi amacıyla 15.01.2016 tarih ve G-030(268) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Deniz Yatırım tarafından hazırlanmıştır. Ayrıca Deniz Yatırım, Rapor Tarihi itibarıyla Sermaye Piyasası mevzuatı çerçevesinde Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar Listesi'nde yer almaktadır.

Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Meslek Kuralları ve Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket ortaklarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme hizmeti, ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisans belgelerine sahip değerlendirme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları doğrultusunda yerine getirilmiştir.
- 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.
- DenizYatırım önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen görevler kabul edilmemiştir.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme Raporu, Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi kapsamında hazırlanmaktadır. Bu sözleşme kapsamında elde edilecek ücretler, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler ile bunlara ilişkin açıklamalar talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar

Değerleme çalışmamızda kullanılan veriler,

- Güncel Bağımsız Denetim Anonim Şirketi tarafından hazırlanan; 30 Haziran 2024, 31 Aralık 2023, 2022, 2021 tarihleri itibarıyla solo finansal tablolar ve özel bağımsız denetim raporuna,
- Şirket'e ait izahnameye,
- Kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgilere,
- Talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ile bunlara ilişkin açıklamalara,
- Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin finansal sonuçlarına,
- DenizYatırım'ın analizlerine,

dayanmaktadır.

Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere DenizYatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin oluşmadığı varsayılmış olup bu bilgilerin güvenilir ve doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

DenizYatırım değerleme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

Kullanılan geçmiş yıllara ve ara dönemlere ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile farklı değerleme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vb. gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği varsayılmıştır.

Ülkemiz ve dünya ekonomisinde yakın gelecekte gerçekleşen olayların bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği varsayılmıştır.

Rapora konu olan değerleme çalışması, bilinen değerleme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Piyasa koşullarında meydana gelebilecek önemli değişimlerin Şirket'in değerini etkileyerek olumlu veya olumsuz yönde değişim yapabileceği bilinmelidir.

Değerleme Tarihi: 28.08.2024

Fiyat Tespit Raporunu ve Değerleme Çalışmasını Hazırlayan Ekibe İlişkin Bilgiler:

Konusunda uzman çalışma ekibi, Nurullah Erdoğan tarafından yönetilmiştir. Ekip lideri, SPK düzenlemesi uyarınca hazırlanan söz konusu raporu hazırlayabilmek için gerekli niteliklere ve 27 yıllık tecrübeye sahiptir. Kariyerine 1996 yılında Kent Yatırım'da başlamış ve 1999 yılında DenizYatırım Kurumsal Finansman Bölümüne geçmiştir. O tarihten beri Kurumsal Finansman Bölümünde çeşitli pozisyonlarda görev almıştır. Nurullah Erdoğan; Yıldız Teknik Üniversitesi, Endüstri Mühendisliği Bölümü lisans mezunudur.

Ekip lideri değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahiptir, ek olarak tarafsız ve önyargısız bir değerlendirme yapabilmesini sınırlandırabilecek herhangi bir etmen bulunmamaktadır.

İhsan Engindeniz, kariyerine 2007 yılında Türkiye Ekonomi Bankası A.Ş.'de Kurumsal Bankacılık Pazarlama ve Ürün Gelişimi Analisti olarak başlamış aynı yıl DenizYatırım'a geçmiştir. İhsan Engindeniz, 2007 yılından bu yana DenizYatırım Kurumsal Finansman Bölümünde çeşitli pozisyonlarda; halka arz, sermaye piyasası işlemleri, değerlendirme faaliyetlerinde görev almakta olup görevini, Kurumsal Finansman Bölümü bünyesinde Genel Müdür Yardımcısı olarak sürdürmektedir. Boğaziçi Üniversitesi'nde lisans öğrenimini İşletme alanında tamamlayan İhsan Engindeniz, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na (Sicil No: 26069, Belge No:205920) sahiptir.

Pınar Taştutan, kariyerine 2009 yılında Finansbank A.Ş.'de, Kurumsal ve Ticari Krediler Bölümü'nde Kredi Politikaları ve Kredi Kontrol Bölümü Yetkili Yardımcısı olarak başlamış ve 2011 yılında DenizYatırım'a geçmiştir. Pınar Taştutan, 2011 yılından bu yana DenizYatırım Kurumsal Finansman Bölümünde çeşitli pozisyonlarda, halka arz, sermaye piyasası işlemleri, özel sektör borçlanma araçları ihracı faaliyetlerinde görev almakta olup görevini Kurumsal Finansman Bölüm Müdürü olarak sürdürmektedir. Boğaziçi Üniversitesi'nde lisans öğrenimini İşletme alanında tamamlayan Pınar Taştutan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na (Sicil No: 129742, Belge No: 206256) sahiptir.

Çağatay Ünsal, kariyerine 2021 yılında Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'de Kurumsal Finansman Uzman Yardımcısı olarak başlamış, görevini Kurumsal Finansman Yetkilisi olarak sürdürmektedir. Koç Üniversitesi'nde lisans öğrenimini Ekonomi alanında tamamlayan Çağatay Ünsal Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na (Belge No: 916087) sahiptir.

2. Şirket'e Dair Özet Bilgi ve Değerleme Sonucu

2.1. Şirkete İlişkin Özet Bilgi

Şirket, Durukan Gıda Sanayi İthalat İhracat Pazarlama Ltd. Şti. unvanıyla Ankara'da 1987 yılında kurulmuştur. Şirket'in türü ve unvanı 13.06.2002 tarihinde ticaret siciline tescil edilen Esas Sözleşme değişikliği ile Durukan Şekerleme Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiş ve süresi, süresiz olarak belirlenmiştir.

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

Şirket, Ankara, Sincan 1. OSB'de 19.802 m² arsa alanının üzerine kurulu yaklaşık 31.000 m² kapalı alana sahip, mülkiyeti kendisine ait üretim tesislerinde ve pazarlama ve satış faaliyetlerinin yürütüldüğü İstanbul Şubesi'nde 30.06.2024 tarihi itibarıyla toplam 336 çalışanı ile faaliyetlerine devam etmektedir. Şirket'in üretim tesisi; 2024 Haziran ayı itibarıyla yıllık 6.000 ton/yıl top lolipop imalatı, 2.000 ton/yıl yassı lolipop imalatı, 3.500 ton/yıl bonbon şekerleme, 2.500 ton/yıl çiğnenebilir draje kaplanmış şekerleme, 6.500 ton/yıl yumuşak şeker (şerit çiğnenebilir şekerleme ve toffee), 200 ton/yıl butik çikolata ve 2.000 ton/yıl sıvı şekerleme olmak üzere toplamda 22.700 ton/yıl üretim kapasitesi bulunmaktadır.

Şirket'in tescilli marka haklarına dayalı ürünleri Jox, U, Pixi, MOM, Warning ve Super Duper ana markaları altında toplanmıştır. Şirket, kendi markalarının yanında PepsiCo-Frito Lay (Rocco markalı ürünler), BİM Birleşik Mağazalar A.Ş. ("BİM") (Çeşitli ürünler), Yeni

Mağazacılık A.Ş. ("A101") (Çeşitli ürünler) ve ABD, İngiltere, Rusya, Fransa, Almanya gibi ülkelerde yerleşik müşteriler için özel markalı ürün üretimleri gerçekleştirmektedir.

2.2. Değerleme

Durukan Şekerleme'nin pay başına değerinin tespit edilmesinde Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı) yöntemine yer verilmiştir.

Çarpan Analizi kapsamında Durukan Şekerleme paylarının değerinin tespit edilmesinde; Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. Söz konusu çarpanlar 28.08.2024 kapanış tarihi itibarıyla hesaplanmış, uç değerler dışarda bırakılarak medyan değerleri kullanılmıştır. Hesaplamalarda; FAVÖK tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır.

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

BIST'te işlem gören firmalara ek olarak yurt dışı piyasalarda işlem gören Şirket ile benzer faaliyet alanına sahip seçilmiş firmaların çarpanları bilgi amaçlı sunulmuş olmakla birlikte çarpan analizinden hesaplanan değerde yurt dışı çarpanlara ağırlık verilmemiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) yönteminde; 2024 – 2030 dönemlerini içeren projeksiyonlar kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiştir.

Değerlemede; payların ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranının 2,0 puan indirimli uygulanması dikkate alınmamış ve projeksiyon döneminde öngörülen fiyat değişimleri, kar marjları ve işletme sermayesi seviyeleri, 2021 – 2024/06 dönemleri gerçekleştirmeleriyle uyumlu bir perspektif ile oluşturulmuştur.

Sonuç olarak; İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Çarpan Analizi yöntemlerine göre Şirket Değeri hesaplanmıştır. **İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine %50, Çarpan Analizi'ne %50** ağırlık verilerek **Şirket Değeri 2.432 milyon TL ve Birim Pay Değeri 24,32 TL** olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %30 halka arz iskontosu uygulanarak **Halka Arz Şirket Değeri 1.700 milyon TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 17,00 TL** olarak belirlenmiştir.

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

3. Durukan Şekerleme Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Şirket”, “Durukan Şekerleme”)

3.1. Genel Bakış

Şirket, gıda ve şekerleme sektöründe sert şekerleme (top lolipop, yassı lolipop, bonbon, toz banmalı lolipop), yumuşak şeker (draje, şerit şeker, toffee), sıvı şekerleme, çikolata kategorilerini içeren ürün gruplarının üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir.

Şirket merkezi Ahi Evran OSB Mahallesi Dağıstan Cad. No:11 Sincan/Ankara adresinde olup, üretimin tamamı bu adreste bulunan mülkiyeti Şirket’e ait üretim tesisinde gerçekleştirilmektedir. Şirket’in üretim tesisi; 2024 Haziran ayı itibarıyla; 6.000 ton / yıl (sert şekerleme top lolipop) + 2.000 ton / yıl (sert şekerleme yassı lolipop) + 3.500 ton / yıl (sert şekerleme bonbon) + 2.500 ton / yıl (yumuşak draje şekerleme) + 6.500 ton / yıl (yumuşak şerit şekerleme, toffee) + 2.000 ton / yıl (sıvı şekerleme) + 200 ton / yıl butik çikolata olarak toplamda 22.700 ton üretim kapasitesi mevcuttur. Üretim kapasitesi önceki yıllarda ağırlıklı sert şeker ürün gruplarından gelse de son üç yılda yapılan yeni yatırımlar ile çığnenebilir, yumuşak ve sıvı şekerleme kapasiteleri, sert şeker kapasitesi seviyelerine gelmiştir.

Durukan Şekerleme; Şirket merkezi ile pazarlama ve satış faaliyetlerinin yürütüldüğü İstanbul Şubesi’nde 30.06.2024 tarihi itibarıyla toplam 336 çalışanı ile faaliyetlerini yürütmektedir.

Şirket’in tescilli marka haklarına dayalı ürünleri; Jox, U, Pixi, MOM, Warning ve Super Duper ana markaları altında toplanmıştır. Şirket, kendi markalarının yanında Pepsico-Frito Lay (Rocco markalı ürünler), BİM Birleşik Mağazalar A.Ş. (“BİM”) (Çeşitli ürünler), Yeni Mağazacılık A.Ş. (“A101”) (Çeşitli ürünler) ve ABD, İngiltere, Rusya, Fransa, Almanya gibi ülkelerde yerleşik müşteriler için özel markalı ürün üretimleri gerçekleştirmektedir.

Şirket satışlarını dağıtım kanalı bazında; modern kanal, geleneksel kanal ve ihracat olmak üzere 3 kanal üzerinden takip etmektedir. Şirket’in ürettiği ürünlerin çok sayıda satış noktasına belirli miktarda ve sıklıkta dağıtılması gerektiğinden dağıtım yeteneğine sahip müşteriler ile bölgesel ve ulusal düzeyde çalışılmaktadır. Modern dağıtım kanalı; mini marketler, süper marketler ve hiper marketler gibi zincir perakendecilerin daha yapılandırılmış ve sofistike bir sistemini ifade etmektedir. Geleneksel dağıtım kanalı, bakkal, büfe, eczane gibi bağımsız ve özerk işletmelerden oluşmaktadır. Şirket, sahip olduğu kalite ve güvence belgeleri çerçevesinde 2021, 2022, 2023 yıllarında ve 2024/06 döneminde 65 farklı ülkeye satış gerçekleştirmiştir.

Şirket, 2017 itibarıyla Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı onaylı Ar-Ge Merkezi’ne sahiptir. Her yıl Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı’na Ar-Ge Merkezi faaliyetlerini kapsayan yıllık faaliyet raporu sunulmaktadır. Bu faaliyet raporları kapsamında hakem ve komisyon denetimleri gerçekleştirilmektedir. Komisyon onayı doğrultusunda Ar-Ge Merkezi Belgesi devam etmektedir. Şirket; yeni ürün reçeteleri ve üretim süreçleri geliştirmiştir.

3.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket, SPK’nın hükümlerine göre kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş ve SPK’nın 16.12.2022 tarih ve E-29833736-110.03.03-30303 uygun görüşü ile kayıtlı sermaye sistemine geçmiştir.

Şirket’in kayıtlı sermaye tavanı 175.000.000 TL, çıkarılmış sermayesi 100.000.000 TL ve her bir payın itibari değeri 1,00 TL’dir.

3.2.1. Mevcut Ortaklık Yapısı

Şirket’in çıkarılmış sermayesi 100.000.000 TL olup tamamı muvazaadan ari bir şekilde ödenmiştir. Bu sermayenin her biri 1,00 TL itibari kıymetinde olup 100.000.000 adet paya ayrılmıştır. Bunlardan 30.000.000 adedi nama yazılı A Grubu ve 70.000.000 adedi hamiline

yazılı B Grubu paylardır. A Grubu payların Yönetim Kuruluna aday gösterme ve genel kurulda oy imtiyazı bulunmaktadır. B Grubu payların imtiyazı yoktur.

Ortak Adı	Grup	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
Uğur Durukan	A	15.000.000	15,00%	50.000.000	50,00%
	B	35.000.000	35,00%		
Mahmut Nedim Durukan	A	13.500.000	13,50%	45.000.000	45,00%
	B	31.500.000	31,50%		
Mehmet Ertuğrul Durukan	A	1.500.000	1,50%	5.000.000	5,00%
	B	3.500.000	3,50%		
Toplam	A	30.000.000	30,00%	100.000.000	100,00%
	B	70.000.000	70,00%		

3.2.2. Halka Arz Sonrası Planlanan Ortaklık Yapısı

Halka arz, Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 100.000.000 TL'den 132.500.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılacak 32.500.000 TL nominal değerli 32.500.000 adet B grubu pay ve mevcut ortaklarından Uğur Durukan'ın sahip olduğu 5.000.000 TL nominal değerli 5.000.000 adet B grubu pay, Mahmut Nedim Durukan'ın sahip olduğu 3.750.000 TL nominal değerli 3.750.000 adet B grubu pay, Mehmet Ertuğrul Durukan'ın sahip olduğu 1.250.000 TL nominal değerli 1.250.000 adet B grubu pay olmak üzere toplam 42.500.000 TL nominal değerli 42.500.000 adet B grubu payın halka arzı suretiyle gerçekleştirilecektir.

Halka arz edilen payların nominal değeri 42.500.000 TL olup, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine oranı %32,08'dir.

Halka arz sonrası planlanan ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Ortak Adı	Grup	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
Uğur Durukan	A	15.000.000	11,32%	45.000.000	33,96%
	B	30.000.000	22,64%		
Mahmut Nedim Durukan	A	13.500.000	10,19%	41.250.000	31,13%
	B	27.750.000	20,94%		
Mehmet Ertuğrul Durukan	A	1.500.000	1,13%	3.750.000	2,83%
	B	2.250.000	1,70%		
Halka Açık	B	42.500.000	32,08%	42.500.000	32,08%
Toplam	A	30.000.000	22,64%	132.500.000	100,00%
	B	102.500.000	77,36%		

3.3. Kilometre Taşları

Tarih	Gelişme
1987	Kuruluş Şirket Durukan Gıda Sanayi İthalat İhracat Pazarlama Limited Şirketi unvanı altında Ankara'da kurulmuştur.
1996	Sert Şekerleme Üretimine Başlaması Şirket ilk defa sert şekerleme üretimine başlamıştır.
1997	İlk Top Lolipop Seri Üretim Hattı Yatırımı İlk top lolipop seri üretim hattı kurulumu tamamlanmıştır.
1997	İhracat Faaliyetlerinin Başlaması

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 141
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
Y.No: 29110110783 Tic.Sic.No: 388440
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291-0110-7830-0001

	Şirket, ilk olarak 1997 yılında yassı lolipop ürünleriyle Balkanlar ve BDT ülkelerine ihracat satışlarına başlamıştır.
2004	Frito Lay Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Frito Lay") ile Özel Markalı Ürün (Private Label) Üretimi Anlaşması Yapılması Yapılan özel üretim anlaşması ile Şirket, Frito Lay markası olan Rocco lolipop ürünlerinin tek üreticisi olmuştur.
2011	Turquality Marka Destek Programına Girilmesi ve Yılın Girişimcisi Ödülü Şirket, TURQUALITY® Marka Destek Programına girmeye hak kazanmıştır. Durukan Şekerleme, tüm Türkiye’de Turquality belgesi sahibi olan 224 firmadan biri olmuştur. Aynı yıl, ODTÜ Girişimciler Derneği tarafından Yılın Girişimcisi ödülü alınmıştır.
2014-2015-2016	Güncel Adrese Taşınma Sonrası Yapılan Yeni Yatırımlar Şirket, sahip olduğu 2 adet top lolipop ve 1 adet yassı lolipop hatlarına, 2014-2015 yılları arasında yumuşak şekerleme kategorisinde bulunan draje ve sert şekerleme kategorisinde bulunan bonbon olmak üzere 2 adet hat ilave etmiştir. Draje ürünü, TÜBİTAK ile tamamlanmış bir projenin çıktısı olarak üretilen ilk üründür. Sert Kaplamalı Yumuşak Şeker Ürün ve Prosesinin Geliştirilmesi isimli bu proje kapsamında Ar-Ge çalışmaları neticesinde draje ürünü geliştirilmiş ve yatırımları yapılmıştır. 2016 Haziran ayı sonu itibarıyla proje başarıyla tamamlanmıştır. Yurt dışında bulunan üretici bir firmanın 45 yıldır ürettiği ve Amerika’da satış rekorları kıran “çiğnenebilir draje şeker” ürününün, Durukan Şekerleme tarafından ilgili dönemde 3 milyon Euro üzerinde bir yatırım geliştirilerek üretilmiştir. Bonbon hattının devreye alınması akabinde, ek ekipman yatırımları yapılarak geleneksel çift büküm ambalajlı yumuşak şeker üretimine başlanmıştır.
2017	Yalın Üretim Modelinin Benimsenmesi Şirket, 2017 yılında yalın düşünce tarzına dayalı yalın üretim modeli sistemine geçiş yaparak tüm iş süreçlerinde uygulamaya başlamıştır.
2017	Ar-Ge Merkezi Olmaya Hak Kazanılması 03.03.2017’de Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı’na başvuruda bulunup 07.04.2017 tarihinde kabul alarak “Ar-Ge Merkezi” olarak faaliyetlerine başlamıştır.
2019	Ar-Ge Merkezi Ödülünün Alınması Ankara Sanayi Odası-Sanayi ve Verimlilik Genel Müdürlüğü tarafından, verimlilik artırıcı, yenilikçi uygulamaların ve projelerin her alanda artmasını sağlamaya yönelik çalışmalar doğrultusunda, “Durukan Şekerleme Sanayi ve Ticaret A.Ş.” adına 07.02.2019 tarihinde Ankara Sanayi Odası 55. Yıl Ödül Töreni’nde “2018 Ar-Ge/ Ar-Ge Merkezi Ödülü” verilmiştir.
2020	Uluslararası Organik Belgelerin (TR, EC, NOP) Alınması Şirket, BIO (Avrupa Birliği’nde geçerli organik standardı), USDA (Amerika Birleşik Devletlerinde geçerli organik standardı) kapsamında organik lolipop ürünü geliştirilmiştir. Söz konusu ürün Magical Organic Moods (MOM) markası altında üretilmektedir. İlk üretim 2021 yılının sonunda yapılmıştır. Magical Organic Moods (MOM) markası hâlihazırda Türkiye’de organik sertifikalı şekerleme ürünlerinden biridir.
2020	Geleneksel Çift Büküm Ambalajlı Yumuşak Şeker Ekipmanları, Kutulu Draje Paketleme, Şerit Şeker Hatlarının Yatırımları Geleneksel çift büküm yumuşak şeker üretimi için yatırım yapılarak devreye alımlar tamamlanmıştır. Yatırımı tamamlanan hatlardan birisi de 2019 yılında tamamlanan TÜBİTAK 1501- Çiğnenebilir Şerit Yumuşak Şeker Ürün ve Prosesinin Geliştirilmesi projesinin ürünü olan çiğnenebilir şerit yumuşak şekerdir. Bunun yanında, draje ürünlerinin ihracata ve müşteriye

	özel kutulu şekilde üretimi amacıyla kutulu draje paketleme hattı devreye alınmıştır. TÜBİTAK ile gerçekleştirilen başka bir proje neticesinde şerit şeker ürünü geliştirilmiş ve hat yatırımı yapılarak devreye alınmıştır.
2021	Gıda Takviyesi Olan İlk Ürün Onayının Alınması COVID-19 ile değişen tüketici eğilimine hızlı bir şekilde cevap verme ihtiyacı sonucunda Super Duper markası altında vitaminli takviye edici gıda ürünleri geliştirilmiştir. Ankara Valiliği İl Tarım ve Orman Müdürlüğü'nün 16.03.2021 tarihli ve E-97832715-399-816238 sayılı uygunluk yazıları ile takviye edici gıda onayı alınarak Super Duper markası ile tüketicinin beğenisine sunulmuştur.
2022-2023	Yassı Lolipop Üretimi Kapasite Artışı Daha önceden 1 hattı bulunan yassı lolipop ürünlerinin üretimi için ikinci hat yatırımı yapılmış ve devreye alınmıştır. Yeni yassı hat yatırımı, pazarda sıklıkla görülen yassı lolipop ürünlerinden farklı, inovatif ve yenilikçi ürünler üretilmesine olanak sağlamaktadır. Yassı lolipoplar yeni teknolojiyle, 2 boyutlu olarak üzerinde tasarımlarını Şirket'in kendisinin oluşturduğu kabartmalar ile çıkmakta ve eğlence yönünü ön plana çıkaran ürünler olarak pazarda yerini almaktadır. Sıvı Şekerleme Üretim Tesisi Yatırımı Sıvı Şekerleme hattının 2023 yılında kurulumu tamamlanıp üretime geçilmiştir. Hattın kapasitesi mevcut durumda yılda 2.000 tondur. Hat kurulurken, bu kapasiteyi iki katına çıkarabilecek altyapı ve alan da ayrılmıştır. Sıvı şekerleme ürünü sayesinde yenilikçi bir kategoride üretim yapabilme fırsatı doğmuştur. Yatırım hat kapasitesinin büyük bir bölümünün satışı önceden planlanmıştır.
2022-2023	Çiğnenebilir Yumuşak Şeker Ürün Gruplarında Ek Yatırımların Yapılması 2022 yılında sipariş edilen ve 2023 yılında devreye alınan yeni hatlar ile draje kaplamalı ve çiğnenebilir yumuşak şeker kategorilerinde toplam kurulu kapasite 2.500 ton/yıl'dan 5.000 ton/yıl'a artırılmıştır.
2023	Şekersiz Ürün Kategorisinde Dünyada İlk Üretilen Olan Şekersiz Sakız Dolgulu Şekersiz Lolipop Üretim Hattının Kurulması Tüketicilerin sağlıklı ürün arayışı neticesinde son dönemde büyüyen bir kategori olan şekersiz şekerleme ürünlerinde çeşitli dolgular veya farklılaştırıcı özellikler çok fazla uygulanamamaktadır. Şirket, şekersiz lolipop ürünü içerisine şekersiz sakız dolgusu eklemeyi başarmıştır. Bu ürün hâlihazırda ABD başta olmak üzere Birleşik Krallık gibi önemli pazarlarda yerini almaktadır.
2023	Butik Çikolata Üretim Tesisi Yatırımının Tamamlanarak Faaliyete Geçirilmesi Ar-Ge çalışmaları büyük oranda tamamlanmıştır. 2023 yılının son çeyreğinden itibaren satış faaliyetlerinin başlaması hedeflenmektedir.
2023	Fabrikanın Büyütülmesi, Yeni Alanların Devreye Alınması, GES Yatırım Planları İçin Çalışmalar ve Sürdürülebilirlik Çalışmaları 2023 ve takip eden yıllarda fabrika kapalı alanının büyütülmesi, yeni şekerleme hatlarının yatırımının yapılarak devreye alınması ve güneş enerjisi için yatırım yapılması planlanmaktadır. Sürdürülebilirlik alanında Şirket bünyesinde Sürdürülebilirlik Komitesi kurulmuştur. Şirket'in su ayak izi hesaplanmıştır. Çevresel, toplumsal ve çalışan odaklı sürdürülebilirlik hedefleri üzerinde çalışmalar yürütülmektedir.
2023	Sermaye Artırımı Şirket'in 08.12.2023 tarihli olağanüstü genel kurul toplantısında, 35.000.000 TL olan sermayesinin 100.000.000 TL'ye çıkarılması kararlaştırılmış; söz konusu sermaye artırımı 15.12.2023 tarihinde tescil edilerek aynı tarih ve 10980 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 141
Esenyol 34394 Şişli - İSTANBUL
Tic. Sic. No: 2910110783 Tic. Sic. No: 388446
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291-0110-7830-0001

2024	Yumuşak Şekerleme Üretimi Kapasite Artışı Mevcutta 2.500 ton/yıl olan Yumuşak Şekerleme üretim kapasitesi, 4.000 ton/yıl daha artırılarak toplamda 6.500 ton/yıl'a çıkarılmıştır. Bu yeni yatırım, pazarda bulunan yumuşak şeker çeşitlerinden farklı, daha inovatif ve yenilikçi ürünlerin üretilmesine imkan sağlayarak ürün yelpazesini genişletmektedir.
------	--

3.4. Faaliyetler Hakkında Bilgi

3.4.1. Üretim Tesisi, Kapasite ve Ürünler

Şirket merkezi Ahi Evran OSB Mahallesi Dağıstan Cad. No:11 Sincan/Ankara adresinde olup, üretimin tamamı bu adreste bulunan mülkiyeti Şirket'e ait üretim tesisinde gerçekleştirilmektedir. Şirket'in üretim tesisi; 2024 Haziran ayı itibarıyla; 6.000 ton / yıl (sert şekerleme top lolipop) + 2.000 ton / yıl (sert şekerleme yassı lolipop) + 3.500 ton / yıl (sert şekerleme bonbon) + 2.500 ton / yıl (yumuşak draje şekerleme) + 6.500 ton / yıl (yumuşak şerit şekerleme, toffee) + 2.000 ton / yıl (sıvı şekerleme) + 200 ton / yıl butik çikolata olarak toplamda 22.700 ton üretim kapasitesi mevcuttur. Durukan Şekerleme; Şirket merkezi ile pazarlama ve satış faaliyetlerinin yürütüldüğü İstanbul Şubesi'nde 30.06.2024 tarihi itibarıyla toplam 336 çalışanı ile faaliyetlerini yürütmektedir.

Şirket merkezi/fabrika yerleşkesi



Ankara'da bulunan Fabrika'daki üretim tesislerinde 30.06.2024 tarihi itibarıyla bulunan ana hatlar aşağıda sıralanmıştır:

1. Sert Şeker
2. Draje Çiğnenebilir Yumuşak Şeker
3. Şerit Çiğnenebilir Yumuşak Şeker
4. Sıvı Şeker
5. Sap Üretimi
6. PVC Silindir Üretimi
7. Dolgu Sakız Üretimi
8. Butik Çikolata Üretimi

Ürün Grupları

Durukan Şekerleme'de üretilen mamul grupları sert şekerlemeler, yumuşak şekerlemeler, sıvı şekerlemeler ve butik çikolata olarak dörde ayrılmaktadır.

I. Sert Şekerlemeler

Sert şekerlemeler iki farklı formda üretilmektedir. Bu ürünlerin üretilmesi için 5 farklı sert şekerleme hattı, 3 farklı sert şekerleme pişirimi, 6 farklı ambalajlama, 5 farklı paketleme bölümü bulunmaktadır.

1) Lolipop Şekerlemeler

- a) **Yassı lolipoplar:** İki farklı çeşitte; 2 boyutlu kabartmalı lolipoplar ve standart yassı şekerlemeler olmak üzere üretilmektedir. İki ayrı üretim hattı mevcuttur.



- b) **Top lolipoplar:** Dolgusuz, sakız dolgulu, toz dolgulu meyve suyu katkılı, çift renk çift aroma, organik, şekersiz, vitamin ve mineral içerikli olmak üzere farklı formlarda üretilmektedir.



- 2) **Bonbon Şekerlemeler:** Pastil formunda, sakız dolgulu, sıvı dolgulu şekersiz, vitamin ve mineral içerikli olmak üzere farklı formlarda üretilmektedir.



II. Yumuşak Şekerlemeler

Yumuşak şekerlemeler altında 3 ayrı formda ürün bulunmaktadır. Bu ürünlerin üretilmesi için ortak pişirim, 3 farklı şekillendirme hattı, 4 farklı kaplama operasyonu, 5 farklı ambalajlama ve 6 farklı paketleme alanı ile çalışılmaktadır.

- a) **Draje Şekerlemeler:** Çiğnenebilir şekerlemenin 1- 0,5 gram ağırlığında ve yuvarlak formdaki ürünlerin özel bir kaplama ile 40 kat kaplanarak dışı çıtır, içi çiğnenebilir formda kaldığı bir üründür. Meyveli, sütlü lezzetlerin yanı sıra ekşi kaplamalı çeşitlere sahip olan bu kategori sayılı firma tarafından üretilmektedir.



- b) **Şerit Şekerlemeler:** Çiğnenebilir şekerlemelerin yassı ince formundaki haline verilen isimdir. Meyveli, sütlü, ekşili olmak üzere talep edilen birçok lezzette bu ürün üretilmektedir. 2 renkli ve 2 aromalı, kare, dikdörtgen gibi çeşitli, farklı uzunluklarda ve genişlikte ürünler üretilmektedir.



c) **Toffee Şekerlemeler:** Çiğnenebilir şekerlemenin, içi sıvı dolgulu ya da dolgusuz formudur. Çift büküm denilen bayramlık şeker formunda ambalajlanmaktadır.



III. Sıvı Şekerlemeler

Sıvı şekerlemeler, ekşi ve meyveli lezzetlerde şişelenerek satışa sunulmaktadır. Sıvı formundaki şekerin plastik şişelere dolumu ile üretimi gerçekleşir.



IV. Butik Çikolata

Butik çikolata üretim tesisinde dolgulu ve kaplamalı ürünler üretilmektedir. Çikolata kaplamalı kuru meyveler, sezonlara göre teması oluşturulan çikolatalar, hediye çikolatalar üretilmektedir. Durukan Şekerleme, doğal içerikli, organik ve şekersiz gibi farklı ürünleri üretebilecek personel ve üretim kapasitesine sahiptir.



3.4.2. Ürün Satışları

Şirket'in 30.06.2024 itibarıyla 67 adet ulusal marka tescilli markası bulunmaktadır. Ayrıca farklı ülkelerde tescilli 12 adet uluslararası markası, 4 adet de başvuru aşamasında olan uluslararası markası bulunmaktadır. Şirket'in tescilli marka haklarına dayalı ürünleri Jox, U, Pixi, MOM, Warning ve Super Duper ana markaları altında toplanmıştır. Şirket, kendi markalarının yanında Pepsico-Frito Lay (Rocco markalı ürünler), BİM Birleşik Mağazalar A.Ş. ("BİM") (Çeşitli ürünler), Yeni Mağazacılık A.Ş. ("A101") (Çeşitli ürünler) ve ABD, İngiltere, Rusya, Fransa, Almanya gibi ülkelerde yerleşik müşteriler için özel markalı ürün üretimleri gerçekleştirmektedir.

Şirket'in Marka Mimarisi:

U Markası: (i) U POPS, (ii) U TOO, (iii) U FRESH markalarından oluşmaktadır. Tüketici hedef kitlesi özellikle gençleri esas alan, havalı bir eğlence vadeden, anı deneyimleyen ve anın tadını çıkaran, paylaşmayı seven bir marka imajı yaratılması amaçlanmıştır. Draje, top loliop, bonbon ürün gruplarını kapsamaktadır.

JOX Markası: Jox markasıyla anneler ve çocuklar hedeflenmektedir. Ürün içeriklerinde doğal aroma ve boyalar kullanılır. Draje, top lolipop, bonbon, yassı lolipop, şerit şeker ürün gruplarını kapsamaktadır. Jox markası aynı zamanda Şirket'in yurt içi pazarda geleneksel kanalda odaklandığı ve örgün dağıtımına sahip olan markasıdır.

PIXI Markası: (i) Pixichews, (ii) Pixipops Gum ve (iii) Pixipops olarak üç alt markası ile eğlenceli ve dili boyayan ürünlerden oluşur. Top lolipop, bonbon, yassı lolipop, şerit şeker ürün gruplarını kapsamaktadır.

Sweet Route Markası: Özel günler, bayram ve kutlamalarda kişilerin sevdikleriyle birlikte geçirdikleri anlara mutluluk katan ürünlerden oluşması hedeflenmiştir. Bu marka altında toffee ürün grubu bulunmaktadır.

Magical Organic Moods (MOM): Şirket'in organik sertifikalı olarak satışa sunduğu tüm ürünlerin ana markasıdır. MOM markası altında E kodu, koruyucu madde içermeyen temiz içerikler ile üretilen, çevre dostu, mümkün olduğunca geri dönüştürülebilir ambalajlara sahip, kağıt saplı, meyve konsantreleri ile lezzetlendirilmiş ve meyve suları ile renklendirilmiş bir üründür. USDA, BIO ve Organik Tarım Standartları'na uygun üretilen ürünlerden biridir. MOM, marketler, hiper marketler, benzinlikler gibi satış noktalarında ve Trendyol, Hepsiburada gibi online satış kanallarında satılmakta ve yoğun talep görmektedir.

Super Duper Markası: Vitamin ve mineral bileşenlerinden oluşan, bağışıklık sistemine katkı sağlayan özellikleriyle hem çocuklara hem yetişkinlere ürün grubu sunmaktadır. Bu ürün grubunda pastil ve lolipoplar bulunmaktadır. Super Duper Kids Zero markası altında ise şekersiz, vitamin ve mineral ilaveli lolipop ürünleri bulunmaktadır.

Pretty Up Markası: Şekersiz lolipop ve Dünya'da ilk kez üretilen şekersiz sakız dolgulu şekersiz top ve yassı lolipopların markasıdır. Doğal renklendiriciler ve meyve aromaları içerir. Alerjen içermeyen, glutensiz ve vegan içeriği ile çocuk ve yetişkinleri hedeflemektedir. Bu ürün grubunda tüm şekersiz reçeteli ürün grupları bulunmaktadır.

Şirket satışlarını dağıtım kanalı bazında; modern kanal, geleneksel kanal ve ihracat olmak üzere 3 kanal üzerinden takip etmektedir.

(TL)	2021	%	2022	%	2023	%	06/2023	%	06/2024	%
İHRACAT	224.633.088	45%	462.728.554	55%	670.250.023	67%	255.979.362	60%	318.895.438	62%
Sert şeker	111.950.632	23%	146.678.246	17%	241.568.875	24%	48.464.211	11%	144.025.943	28%
Yumuşak şeker	23.927.576	5%	141.682.152	17%	229.936.097	23%	110.746.177	26%	88.976.486	17%
Draje	88.754.879	18%	174.368.157	21%	168.578.281	17%	83.246.164	19%	79.412.119	16%
Ticari ürünler	0	0%	0	0%	5.158.282	1%	486.451	0%	2.450.200	0%
Sıvı şeker	0	0%	0	0%	25.008.488	2%	13.036.359	3%	4.030.689	1%
YURTIÇİ	270.017.021	55%	379.052.368	45%	331.754.767	33%	172.563.629	40%	192.007.724	38%
Modern Kanal	34.373.851	7%	40.889.950	5%	76.157.029	8%	27.830.920	6%	97.895.785	19%
Sert şeker	18.129.494	4%	33.680.215	4%	52.203.072	5%	18.674.823	4%	78.161.903	15%
Yumuşak şeker	11.549.099	2%	0	0%	0	0%	0	0%	5.376.142	1%
Draje	1.330.886	0%	1.115.325	0%	2.269.400	0%	1.175.403	0%	1.281.825	0%
Ticari ürünler	3.364.371	1%	6.094.410	1%	20.320.432	2%	7.980.694	2%	13.075.915	3%
Sıvı şeker	0	0%	0	0%	1.364.125	0%	0	0%	0	0%
Geleneksel Kanal	235.643.170	48%	338.162.418	40%	255.597.738	26%	144.732.709	34%	94.111.939	18%
Sert şeker	132.605.415	27%	210.440.811	25%	211.905.097	21%	111.559.836	26%	73.391.383	14%
Yumuşak şeker	310.639	0%	10.759.702	1%	9.806.513	1%	5.817.292	1%	6.197.151	1%

Draje	10.618.157	2%	9.795.305	1%	12.670.040	1%	6.897.150	2%	12.297.479	2%
Ticari ürünler	91.936.141	19%	107.166.599	13%	19.032.882	2%	20.458.431	5%	782.615	0%
Arı yemi	172.818	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Sıvı şeker	0	0%	0	0%	2.183.207	0%	0	0%	1.443.311	0%
TOPLAM	494.650.109	100%	841.780.922	100%	1.002.004.790	100%	428.542.991	100%	510.903.162	100%
Satış iadeleri (-)	-5.219.345		-26.194.169		-22.422.773		-16.112.187		-5.294.498	
Satış iskontoları (-)	-354.487		-1.714.801		-695.754		-433.120		-243.130	
Net Satışlar	489.076.277		813.871.952		978.886.263		411.997.684		505.365.534	

*Arı yemi, arıların beslenmesini sağlayan gıda takviyesidir. Şirket bu kategoriyi 2020 yılında dönemsel olarak üretmiş, sonrasında devam etmeme kararı almıştır. 2021 yılında son sevkiyatlar gerçekleşmiştir.

İç piyasada modern kanal iş hacmini arttırmak için de birçok zincir mağaza ile projeler yürütülmektedir. Bu sayede modern kanal satış payı, yıllar içerisinde artış göstermiştir.

Şirket sert şeker kategorisinde ağırlıklı olarak iç piyasa satış kanallarına kapasite ayırırken, çığnenebilir yumuşak şeker ve çığnenebilir draje kategorilerinde ise ağırlıklı olarak ihracat kanallarına kapasite ayırmaktadır. Bu nedenle ürün grubu bazında satış kanalı dağılımı incelendiğinde bu yönde bir ağırlık ortaya çıkmaktadır. Şirket, ilerleyen dönemde organik veya şekersiz içerikleri ile üretilen sert şekerleme kategorileri ile ihracat kanalında büyümeyi hedeflerken, yeni devreye alınan kapasitelerin katkısıyla iç piyasa satış kanallarına daha fazla çığnenebilir draje ve yumuşak şeker kapasitesi ayırmayı hedeflemektedir. Bu sayede iç piyasa ve ihracat satış kanalları bazında ürün satış hacimlerinin dengelenmesi planlanmaktadır.

Satışlar (Ton) - Yurt içi	2021	2022	2023	2023/06	2024/06
Sert Şeker	1.939	2.894	2.583	1.217	2.045
Yumuşak Şeker	252	80	98	58	127
Draje	91	81	103	49	109
Çikolata	0	0	0	0	0
Sıvı Şeker	0	0	11	0	7
Toplam	2.282	3.055	2.795	1.325	2.288

Satışlar (Ton) - Yurt Dışı	2021	2022	2023	2023/06	2024/06
Sert Şeker	1.830	1.648	1.973	561	1.139
Yumuşak Şeker	215	1.066	1.640	727	653
Draje	614	770	1.142	454	568
Çikolata	0	0	0	0	0
Sıvı Şeker	0	0	113	51	18
Toplam	2.659	3.484	4.868	1.793	2.377

Satışlar (Ton) - Toplam	2021	2022	2023	2023/06	2024/06
Sert Şeker	3.769	4.542	4.556	1.778	3.183,59
Yumuşak Şeker	467	1.146	1.738	785	779,60
Draje	705	851	1.245	504	676,47
Çikolata	0	0	0	0	0,00
Sıvı Şeker	0	0	124	51	25,14
Sıkı Şeker	0	0	0	0	0,00
Jelly	0	0	0	0	0,00
Toplam	4.941	6.539	7.663	3.119	4.665

2021 yılında 489,1 milyon TL olan hasılat, 2022 yılında 2021 yılına kıyasla %66,4 artışla 813,9 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket'in ürünlerine artan talebin yanında Şirket'in yurt dışından yeni global markalarla anlaşması ve bu markalar için özel marka ürün üretimi gerçekleştirmesiyle satış tonajı artmış ayrıca daha katma değerli ve yüksek fiyatlı yumuşak şeker kategorisindeki satışlarının artması hasılatındaki artışın temel sebebi olmuştur. Şirket'in yurt

dışı satışları hem tutar hem ton bazında artmış olup döviz kurlarındaki yükseliş Şirket'in satışlarını artıran diğer önemli unsur olmuştur. Şirket'in hasılatı, 2023 yılında 2022 yılına kıyasla %20,3 artışla 978,9 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket'in 2023 yılında 2022 yılına kıyasla satış tonajı artmıştır. Bu duruma ek olarak yumuşak şeker kategorisindeki ürünlerin ve yurt dışı satışlarının toplam satışlar içerisindeki ağırlığının hem ton bazında hem de tutar bazında yükselmesi ve döviz kurlarındaki artış hasılatı artıran önemli unsurlar olmuştur. Şirket'in satışları 2024/06 döneminde 2023/06 dönemine kıyasla %22,7 artışla 505,4 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket, 2024'ün ilk yarısında yumuşak şeker üretim kapasitesini 2023 yıl sonuna kıyasla %160 artıran yatırımını tamamlamıştır. Bu dönemde Şirket'in sert şeker satışları zincir mağazalarla bayram sezonu anlaşmalarına bağlı olarak artış göstermiş olup yurt içi satışları yükselmiştir. Şirket, yurt dışında bir distribütör firmayla anlaşma yapmış ve Avrupa'daki müşterilere erişimi yükselmiştir. Bu duruma bağlı olarak Şirket'in yurt dışı satışları miktarsal olarak %32,5, tutarsal olarak %24,6 yükselmiştir.

Şirket'in satışlarında mevsimsellik bulunmaktadır. Gümrük birliği anlaşması kapsamında Avrupa Birliği'nin şekerleme ürünleri özelinde kota uygulaması bulunmaktadır. Bu uygulama kapsamında Şirket'in müşterileri aralık ayında alımlarını artırmaktadır. Ayrıca, yaz tatilinin bitişi ve okula dönüşle birlikte şekerleme ürünlerine olan talebin arttığı gözlemlenmektedir. Dolayısıyla Şirket'in satışlarında kasım aralık aylarında yoğunlaşma olmaktadır.

Finansal tablo dönemleri itibarıyla pandemi etkilerinin sona ermesiyle ihracat kanallarının açılması, yeni müşteri bağlantıları ve yeni ürünlerin satışıyla Şirket'in yurt dışı satışları hem nominal hem de reel olarak artmıştır. 2021, 2022, 2023 yıllarında sırasıyla yurt dışı satışlarının brüt satışlarına oranı sırasıyla %45,4, %55,0, %66,9'dur. 2023/06 ve 2024/06 dönemlerinde ise sırasıyla %59,7 ve %62,4'tür.

3.5. Finansal Tablolar

3.5.1. Bilanço

Aşağıda yer alan bilanço ile önceki dönemlere ait karşılaştırmalı tüm tutarlar, TMS 29 uyarınca Türk Lirasının genel satın alma gücünde meydana gelen değişimlere göre düzeltilmiş ve nihayetinde Türk Lirasının 30 Haziran 2024 tarihindeki satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir.

VARLIKLAR - Milyon TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.06.2024
Nakit ve nakit benzerleri	39,8	25,9	31,3	29,2
Finansal varlıklar	0,0	7,9	0,2	1,8
Ticari alacaklar	97,1	114,8	312,3	441,0
- İlişkili taraflardan alacaklar	0,7	0,0	0,0	18,0
- İlişkili olmayan taraflardan alacaklar	96,4	114,8	312,3	423,0
Diğer alacaklar	16,5	15,5	10,6	10,4
- İlişkili taraflardan alacaklar	0,0	0,0	0,8	1,0
- İlişkili olmayan taraflardan alacaklar	16,5	15,5	9,9	9,4
Stoklar	93,7	291,0	380,7	398,0
Peşin ödenmiş giderler	19,0	88,2	19,5	14,2
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	0,0	0,0	0,0	0,0
Diğer dönen varlıklar	12,6	31,4	39,9	48,4
Toplam dönen varlıklar	278,8	574,8	794,6	942,9
Diğer alacaklar	0,1	0,2	0,1	0,1
- İlişkili olmayan taraflardan alacaklar	0,1	0,2	0,1	0,1
Maddi duran varlıklar	836,3	797,3	814,9	821,1
Maddi olmayan duran varlıklar	35,0	31,7	33,4	34,3
Ertelenmiş vergi varlığı	0,0	0,0	0,0	0,0
Toplam duran varlıklar	871,5	829,2	848,4	855,5
TOPLAM VARLIKLAR	1.150,3	1.404,0	1.643,0	1.798,4

KAYNAKLAR - Milyon TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.06.2024
Kısa vadeli borçlanmalar	13,1	63,7	106,6	8,3
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	120,8	153,3	127,3	359,6
Kısa vadeli finansal kiralama borçları	4,7	14,7	29,3	37,7
Diğer finansal yükümlülükler	2,1	1,5	1,7	0,3
Ticari borçlar	9,5	89,1	226,7	223,2
- İlişkili taraflara borçlar	0,0	0,2	0,0	0,0
- İlişkili olmayan taraflara borçlar	9,5	88,9	226,7	223,2
Diğer borçlar	1,5	11,7	6,0	6,3
- İlişkili taraflara borçlar	0,0	0,0	1,1	0,3
- İlişkili olmayan taraflara borçlar	1,5	11,7	4,9	6,0
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin borçlar	5,0	8,3	12,0	16,3
Ertelenmiş gelirler	4,3	96,3	38,3	33,4
Kısa vadeli karşılıklar	2,6	3,5	4,0	4,6
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	1,9	2,8	2,5	2,0
- Diğer kısa vadeli karşılıklar	0,7	0,7	1,5	2,6
Dönem karı vergi yükümlülüğü	0,0	0,0	0,0	0,0
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	0,9	1,4	2,3	2,7
	115,0	72,1	110,5	55,6
Kısa vadeli yükümlülükler	164,4	443,5	554,1	692,3
Uzun vadeli borçlanmalar	103,0	45,7	77,2	36,7
Uzun vadeli finansal kiralama borçları	12,1	26,4	33,2	18,9
Uzun vadeli karşılıklar	3,6	3,2	2,5	4,8
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	3,6	3,2	2,5	4,8
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	92,9	59,6	55,8	109,2
Uzun vadeli yükümlülükler	211,6	134,9	168,8	169,6
Ödenmiş sermaye	35,0	35,0	100,0	100,0
Sermaye düzeltmesi olumlu farkları	385,6	385,6	401,7	401,7
Kar ve zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler	410,6	397,4	409,7	409,1
- Duran varlıklar yeniden değerlendirme artışları	412,3	397,6	409,2	409,2
- Tanımlanmış fayda planlarının yeniden ölçüm kazançları	-1,7	-0,2	0,5	-0,1
Kardan ayrılmış kısıtlanmış yedekler	1,8	1,8	6,7	11,4
Özel fonlar	0,0	0,0	0,0	0,0
Geçmiş yıl karları/ (zararları)	-71,7	-58,7	-80,3	-2,6
Net dönem karı	13,0	64,5	82,3	17,1
ÖZKAYNAKLAR	774,2	825,6	920,1	936,6
TOPLAM KAYNAKLAR	1.150,3	1.404,0	1.643,0	1.798,4

3.5.2. Gelir Tablosu

Aşağıda yer alan gelir tablosu ile önceki dönemlere ait karşılaştırmalı tüm tutarlar, TMS 29 uyarınca Türk Lirasının genel satın alma gücünde meydana gelen değişimlere göre düzeltilmiş ve nihayetinde Türk Lirasının 30 Haziran 2024 tarihindeki satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir.

Kar veya Zarar Kısım - Milyon TL	2021	2022	2023	2023/06	2024/06
Hasılat	489,1	813,9	978,9	412,0	505,4
Satışların maliyeti (-)	-393,4	-651,8	-644,7	-326,1	-295,3
Brüt kar	95,7	162,1	334,2	85,9	210,1
Genel yönetim giderleri (-)	-19,3	-30,0	-64,2	-26,3	-36,3
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	-38,4	-52,1	-75,1	-34,2	-44,6
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	-5,4	-2,8	-3,7	-2,7	-2,6
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	53,8	43,4	62,4	32,4	32,4
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	-38,0	-64,7	-55,5	-23,6	-20,9
Esas faaliyet karı	48,3	55,9	198,0	31,5	138,1
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	0,0	0,0	0,1	6,8	2,2

Finansman faaliyetleri öncesi faaliyet karı	48,3	55,9	198,1	38,3	140,2
Finansman gelirleri	1,7	1,9	2,3	2,2	1,1
Finansman giderleri (-)	-82,1	-62,4	-138,2	-72,0	-93,8
Net parasal (kayıp) / kazanç	45,3	49,0	7,4	-5,0	37,9
Vergi öncesi karı	13,2	44,4	69,7	-36,5	85,5
Dönem vergi gideri	0,0	-6,0	-2,1	-1,5	-2,0
Ertelenmiş vergi gel/gid.	-0,2	26,0	14,7	46,2	-66,4
Dönem karı	13,0	64,5	82,3	8,3	17,1

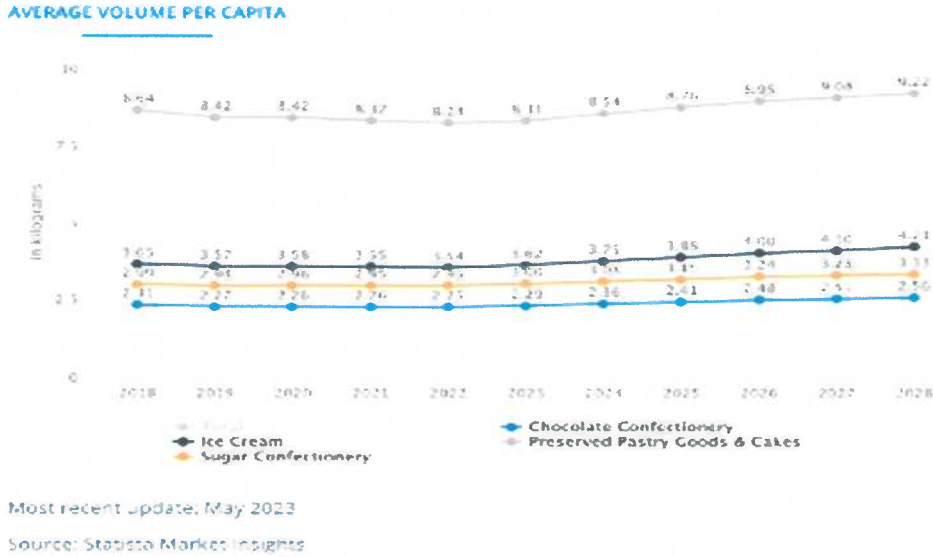
Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

4. Sektörel Bilgiler

4.1. Şekerleme Sektörü

Şekerleme gıdaları nispeten yüksek şeker içeriği ile gıda pazarındaki en güçlü satış segmentlerinden birini temsil etmektedir. Şekerleme ürünleri 2018 yılında dünyadaki gıda gelirlerinin %11'ini ve hacim satışlarının %5'ini oluşturmuştur. 2015-2020 yıllarında şekerleme ürünleri pazarı %3,65 oranında büyümüştür.¹ Pandeminin durulmasının da etkisiyle 2021 yılında beklenmedik bir artış ile %5'in üzerinde bir büyüme performansı gösteren şekerleme pazarı, 2022 yılında daha mütevazı bir artış ile %5'in altında büyüme göstermiş ve 203 milyar ABD dolarlık perakende değerine ulaşmıştır. Şekerleme ürünleri pazarı, 2023 yılında yeniden ivme kazanarak %4'lük bir büyüme performansı sergilemiş ve 211 ABD milyar dolarlık büyüklüğe ulaşmıştır. 2027 yılında pazarın 250 milyar doları aşması beklenmektedir.²

Aşağıda Tablo 1'de yer alan "Statista Market Insights" araştırmasına göre 2028 yılına kadar kişi başına şekerleme tüketiminin %11 oranında artması öngörülmektedir. Şekerleme pazarının, nüfus artışı sonucu pozitif bir ivme ile devam edeceği bu rapordan izlenebilmektedir.



Tablo 1: 2018-2028 yılları arasında kişi başına ortalama tüketim

Çikolata ve çikolata ürünleri, şekerli şekerlemeler (sakız, tatlılar, sert ve yumuşak şekerler) ve hamur işleri veya bisküviler, bu endüstrinin ana ürün segmentleridir. CAOBISCO'nun (Avrupa Çikolata, Bisküvi ve Şekerleme) yıllık raporuna göre, 2019 yılında Avrupa'daki toplam gıda

¹ Erişim Adresi, <https://www.businesswire.com/news/home/20211201005560/en/Sugar-Confectionery---Global-Market-Data-2015-2020-Trends-and-Growth-Projections-to-2026-for-Hard-Boiled-Sweets-Plain-Mints-CaramelToffee-Chewy-Novelty-Licorice-Sugar-free-and-Others---ResearchAndMarkets.com>, Erişim 8 Haziran, 2023.

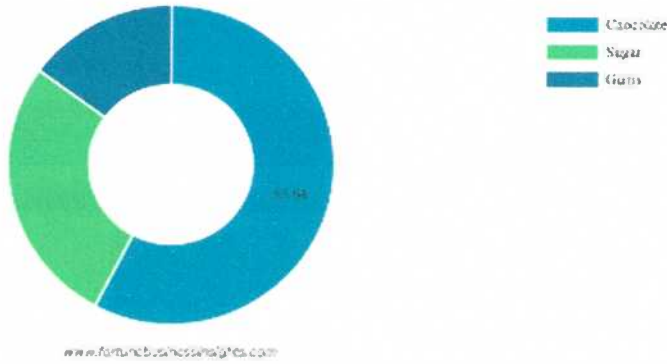
² Passport, Snacks in World, Ağustos 2022.

inovasyonunun %8,7'si bu sektörden gelmiştir.³ Sektördeki istihdamın %99'unu KOBİ'ler sağlamaktadır. 2019 yılında toplam şekerleme gelirinin ~%60'ını çikolata ve şekerli şekerlemeler oluşturmaktadır.

Fonksiyonel şekerleme pazarı yaş sınırı olmayan her segmentin tercih ettiği ürünlerden oluşmaktadır. Son on yılda yeni ürünlerin pazara sunulması ile Pazar istikrarlı bir şekilde büyümeye devam etmektedir. Data Bridge Pazar Araştırması, 2021'de 1,8 milyar ABD Doları değerinde büyüyen fonksiyonel şekerleme pazarının, 2022-2029 tahmin döneminde %9,10'luk yıllık büyüme oranı ile 2029'da 2,98 milyar ABD Doları değerine ulaşmasının beklendiğini ifade edilmektedir.⁴ Bu alandaki büyüme, Durukan Şekerleme'nin takip ettiği ve projeler geliştirdiği bir alandır.

Şekerleme pazarı, tür, bölge ve dağıtım kanalı olmak üzere üç temelde sınıflandırılmaktadır. Tür bakımından yukarıda da kısaca bahsedildiği üzere şekerleme endüstrisi, katı şekerlemeler (akide şekeri, lolipop vb.), sakızlar ve jöleler, karameller ve şekerlemeler, tıbbi şekerlemeler ve diğerleri olarak bölümlere ayrılmıştır. Global şekerleme pazar paylarına bakıldığında çikolata pazarın yarısından fazlasına hâkim olmaktadır. Kakaosuz şekerli mamuller ise hala pazarın büyük kısmını temsil etmektedir.

Global Confectionery Market Share, By Type, 2020



2023 yılına gelindiğinde tıbbi şekerlemeler grubu %40'dan fazla bir büyüme oranı ile en yüksek büyüme performansını gerçekleştirmiştir. Pandemi nedeniyle tıbbi ürünlere artan talebin bu ürün grubundaki satışlara ivme kazandırdığı söylenebilir. Tıbbi şekerlemeler grubunu %20'lere varan bir büyüme performansı ile sert şeker grubu takip etmektedir.⁵

Şekerleme sektörünün bölgesel dağılım anlamında ele alınması bakımından, 2022 yılında 61,4 milyar ABD Doları ile Batı Avrupa, perakende değerinden en yüksek pay alan bölgedir. Bunu 46,7 milyar ABD Dolarlık bir değer ile Kuzey Amerika takip etmektedir. Daha sonra sırasıyla Asya-Pasifik, Doğu Avrupa, Latin Amerika, Orta Doğu, Afrika, Avustralya ve Yeni Zelanda izlemektedir. Türkiye ise 2022 yılında 29,9 milyar TL değer üretmiştir. Asya-Pasifik bölgesinde ise en yüksek büyüme oranının görülmesi beklenmektedir.⁶ Çin, Japonya ve Hindistan'da artan genç nüfusun ve talebin, büyümeyi etkileyeceği öngörülmektedir.

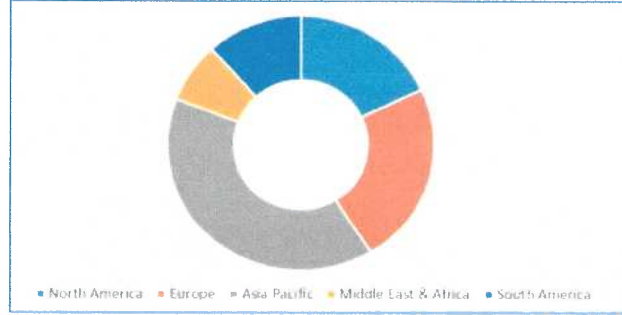
³ <https://caobisco.eu/facts/>

⁴ Erişim Adresi, <https://www.databridgemarketresearch.com/reports/global-functional-confectionery-market> Erişim, 6 Haziran, 2023

⁵ Euromonitor International 2022, Passport, Sugar Confectionery in Turkey-Analysis, s.3.

⁶ Erişim Adresi, <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/confectionery> Erişim, 8 Haziran, 2023.

Türkiye’de 2021 yılında şekerleme pazarı perakende satışlarda %14’lük bir değer payı büyümesi ve %2’lik hacimsel büyüme ile 3,9 milyar TL değere ve 89 bin tona ulaşılırken, ilaçlı şekerleme ürünleri perakende satışlarda şimdiye kadarki en yüksek büyüme kaydedilerek, %39’luk bir büyüme ile 310 milyon TL’ye ulaşmıştır.⁷



Trademap verileri uyarınca, Türkiye’de şekerli mamuller sektöründe toplamda 1 milyar ABD Doları tutarında bir ihracat gerçekleşmişken, bunun yaklaşık %74’ü kakaosuz şeker mamulleri sektöründen kalan %26’lık pay ise diğer şeker ve türevlerinden gerçekleşmiştir. Amerika’nın % 11 yüzdelik dilim içerisinde dünyanın en çok şeker ihracatı yapan ülkesi olarak yer aldığı, Türkiye’nin ise diğer dünya ülkelerine nispeten ihracatı fazla olan %1 yüzdelik dilimde yer aldığı görülmektedir. Türkiye en hacimli ihracatı ABD, Irak, Birleşik Krallık, İsrail ve Rusya’ya yapmaktadır ve ticaret hacmi yıllara sari artan bir trend göstermektedir⁸. Ticaret Bakanlığı’nın yayımladığı Şeker ve Çikolata Mamulleri Raporu’ndan faydalanılarak hazırlanan aşağıdaki verilere göre Türkiye, şekerleme ürünlerinde net ihracatçı konumundadır. 2022 yılında 3,3 milyar ABD Doları olan şeker ve çikolatalı şekerleme ihracat değeri, Türkiye’nin toplam ihracat gelirinin (254,2 milyar ABD Doları) %1,18’ini oluşturmuştur. Kakaosuz şekerli mamuller (GTIP 1704) ürünlerinin ihracatı 2022 yılında, 2021 yılına göre %10 büyüme kat etmiştir. Türkiye, dünya ithalat sıralamasında 63. Sırada yer almaktadır.

4.2. Durukan Şekerleme’nin Avantajları, Fırsatları ve Zayıf Yönleri, Riskleri

Avantajlar ve Fırsatlar

- Şirket’in Türkiye şekerleme sektöründe 1987 yılından başlayan uzun yıllara dayanan tecrübesi,
- Şirket’in başta ülke ekonomisine en büyük katkıyı sağlayan Marmara Bölgesi’ne olmak üzere ülkedeki bütün bölgelere satış kabiliyeti ve satış tecrübesi bulunması,
- AIB, BRC, IFS, Sedex gibi dünya çapında kalite güvence ve etik denetim standartlarında üretim yaptığını gösteren belgelere sahip olduğundan mevcut ve potansiyel müşteri portföyünün uluslararası şirketlerden oluşması,
- Şekerleme sektöründe en büyük tüketimin gerçekleştiği ABD, İngiltere, Rusya ve Ortadoğu gibi pazarlarda önde gelen şirketler ile yıllara yayılan işbirliği içerisinde çalışılması, Asya/Uzakdoğu Bölgesi’nde standartları en katı ülkelerden biri olan Japonya pazarına yönelik ürün tedarik edebilmesi,
- Güçlü Ar-Ge Birimi ve olanakları sayesinde katma değerli portföy çeşitliliği, inovatif ve fonksiyonel ürün gruplarının ortaya çıkarılması ve ticarileştirilmesi,
- Yeni trendleri takip ederek trendlere uygun olarak şekersiz şeker, organik şeker, vitamin takviyeli şeker gibi ürünleri geliştirebilme ve ticarileştirebilme becerisi

⁷ Euromonitor International 2022, Passport, Sugar Confectionery in Turkey-Analysis

⁸ <https://www.trademap.org/> Erişim, 8 Haziran 2023.

- Yeni yatırımlar için tesis büyüme alanlarının olması,
- YYS sertifikası ile ihracat işlemlerinde hızlı aksiyon alınabilmesi,
- Yalın üretim sistemlerine bağlı üretim yapma anlayışının benimsenmesi,
- Şirket'in yurt içinde sahip olduğu 63, uluslararası sahip olduğu 14 marka ile farklı satış kanallarına yönelik birden fazla marka ve çok çeşitli bir portföy ile satış yapabilme kabiliyetine sahip olması
- Son üç yılda 69 farklı ülkeye ihracat yapılarak pazar konsolidasyon riskinin azaltılması,
- Otomasyon projelerine ağırlık verilerek hata ve israfların en aza indirgenmesi,
- Yeni yatırımlarla portföye eklenecek ürünlerin mevcut ürün grupları ve müşteriler ile sinerji oluşturma potansiyeli

Zayıf Yönler ve Riskler

- Şirket'in tedarik ettiği hammadde ve yarı mamullerin döviz cinsinden olması ve döviz kurlarındaki oynaklığın yüksek olduğu dönemlerde Şirket'in bu maliyetleri, özellikle iç piyasa satışlarında ürün fiyatına kısa vadede yansıtamaması nedeniyle karlılığının olumsuz etkilenmesi,
- Şirket'in üretimi için gerekli olan ana hammaddelerden kristal toz şeker ve glikozun tedarikinde kontrollü ticaret amacıyla devletin uyguladığı kotalar ve kısıtlamalar dâhilinde alımlar yapılabilmesi
- Ekonomik belirsizlikler, haz amaçlı gıda tüketimlerinin yasal düzenlemelerle kısıtlanması,
- Şirket'in kullandığı bazı hammaddeleri kendi bünyesinde üretememesi veya doğrudan iç piyasadan tedarik edememesi nedeniyle bazı hammaddelerde dış pazara bağımlılık olması, dönemsel olarak Türkiye'de Şirket'in en önemli hammaddesi olan toz şekerin arzının azalması ve fiyat istikrarının olmaması riski,
- Tüketici beslenme alışkanlıkları ve sağlık kaygısının öngörülenden daha hızlı bir değişim göstermesi nedeniyle ürün geliştirmeye devamlı yatırım yapmak zorunluluğu,
- Şirket'in yurt dışı hedefli çalışması nedeniyle ihracat kanallarında işgücünün ucuz olduğu bölgeler ile rekabetin güçleşmesi, rakiplerin daha rekabetçi fiyatlar sunması,
- Üretimde kullanılan şeker, glukoz gibi tarımsal hammaddelerin bölgesel rekolte düşüklüğü veya farklı sebepler ile tedarik etme zorluğu yaşanabilmesi,
- Şirket'in yeni girdiği çikolata üretimi ile de bağlı olarak, Türkiye'de son yıllarda toplam çikolata ve şekerleme ürünlerinin üretiminin artması nedeniyle pazarda rekabet koşullarının ağırlaşması

5. Değerleme Yaklaşımları

Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) 105'te 3 temel değerleme yaklaşımı bulunmaktadır.

- Maliyet Yaklaşımı
- Gelir Yaklaşımı
- Pazar Yaklaşımı

Durukan Şekerleme'nin pay başına değerinin tespit edilmesinde kullanılacak değerleme yaklaşımının tespit edilmesi amacıyla; UDS 10.3'te belirtilen seçim sürecinde dikkate alınacak asgari hususlar değerlendirilmiştir.

UDS 60.1'e göre 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.

Maliyet yaklaşımı normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanamaz. Bu kapsamda Durukan Şekerleme'nin bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması, Şirket'in sürekli olması ve kuruluş döneminde olmaması nedenleriyle Durukan Şekerleme'nin pay başına değerinin tespit edilmesinde kullanılmamıştır.

UDS 105 40.1'e göre Gelir Yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. Gelir Yaklaşımı'nın uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı bir ağırlık verilmesi gerektiği durumları belirleyen UDS 105 40.3'ün b) bendinde belirtilen; gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması halinde bu yaklaşımın uygulanması değerlemeyi gerçekleştirenin takdirine bırakılmıştır.

Gelir Yaklaşımı'nın güçlü yönleri; yer verilen projeksiyonlar vasıtasıyla, sektör ve şirketin gelecek dönemlerdeki beklentilerine, büyüme – yatırım planlarına ve değere etki eden kilit faktörlere ilişkin bilgi sağlamasıdır. Ayrıca bu yöntem kilit değişkenlerin farklılaştırılması vasıtasıyla hassasiyet analizine de imkân vermektedir. Bu yöntemin dezavantajı ise varsayımlara duyarlı olması dolayısıyla farklı varsayımlar çerçevesinde farklı değerlendirme sonuçlarına ulaşılmasıdır. Buna göre değer, varsayımların güvenilirliği ve değişimlerine doğrudan bağlıdır.

Durukan Şekerleme'nin pay başına değerinin tespit edilmesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne (Gelir Yaklaşımı Yöntemi) yer verilmiştir. İNA kapsamında Projeksiyonlar oluşturulurken, Şirket'in devam eden makine ve ekipman yatırımının verimlilik katkısı ile satış hacmine sağlayacağı katkı konularında muhafazakar yaklaşım sergilenmiştir. Bunlara ek olarak; paylarının ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranının 2 puan indirimli uygulanması dikkate alınmamış ve Projeksiyon döneminde öngörülen fiyat değişimleri, kar marjları ve işletme sermayesi seviyeleri, 2021 – 2024/06 dönemleri gerçekleştirmelerine uyumlu olarak oluşturulmuştur.

UDS 105 20.1'e göre Pazar Yaklaşımı, varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105 20.2'nin b) bendinde belirtildiği üzere bu yaklaşımın kullanılmasına olanak sağlayan durumlardan biri de “değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi”dir. Borsa İstanbul'da ve yurt dışı piyasalarda Durukan Şekerleme'nin dahil olduğu sektör ve/veya üretim faaliyetinde bulunması sebebiyle Durukan Şekerleme ile benzerlik taşıyan şirketler işlem görmektedir. Söz konusu şirketler büyüklükleri ve işlem gördükleri pazarlar itibarıyla etkin olarak fiyatlanmaktadır.

Pazar Yaklaşımı Yöntemi'nin güçlü yönleri; mevcut piyasa koşullarını, yatırımcı beklentilerini, benzer şirketlerin değer seviyelerini ve gerçekleşen işlemler vasıtasıyla yatırımcıların ödemeye hazır olduğu değeri yansıtarak değerlemesi yapılan varlık için önemli emsaller sunmasıdır. Söz konusu yöntemin başlıca dezavantajları ise; değerlemenin; çarpan setinin alındığı pazara karşı duyarlı olması, benzer şirket olarak değerlendirilen şirketlerin gelişme evrelerini, pay grupları arasındaki kontrol primini, ileriye dönük gerekli yatırım miktarlarını ve faaliyet karlılığını dikkate almamasıdır.

Bu itibarla; Durukan Şekerleme'nin pay başına değerinin tespit edilmesinde UDS'nin yukarıda açıklanan ilgili maddelerine göre Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı'na yer verilmiştir.

5.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı)

Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) yöntemi; pay piyasalarının etkin işlediği varsayılarak halka açık olmayan şirketlerin işlem gören benzer nitelikteki şirketlerle karşılaştırılarak değerlerinin tespit edilmesi esasına dayanmaktadır. Bu yöntem kapsamında kullanılan başlıca çarpanlar aşağıda yer almaktadır.

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 finansal borcunun ("Net Borç" = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler – Nakit ve Nakit Benzerleri - Finansal Varlıklar) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla açıklanmış olan son 12 aylık faiz, amortisman, vergi öncesi karına ("FAVÖK") bölünmesiyle hesaplanır.

Firma Değeri / 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 Borç'unun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, yine aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık net satışlarına ("Hasılat") bölünmesiyle hesaplanır.

Fiyat / Kazanç (F/K): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına ("Kazanç" veya "Net Dönem Karı" veya "Ana Ortaklık Net Dönem Karı") bölünmesiyle hesaplanır.

Piyasa Değeri / Öz Kaynaklar (PD/A.O. Öz Kaynaklar): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan ana ortaklığa ait öz kaynaklarına ("A.O. Öz Kaynaklar") bölünmesiyle hesaplanır.

UDS 104 Değer Esasları, "UDS Tanımlı Değer Esası – Pazar Değeri" 30.6 maddeye göre değerlemesi yapılan varlık için mevcut verilere ve pazarla ilişkili koşullara göre en geçerli ve en uygun değerlendirme yönteminin veya yöntemlerinin tespit edilmesi gerekir. Uygun bir şekilde analiz edilmiş ve pazardan elde edilmiş verilere dayanması halinde, kullanılan her bir yaklaşımın veya yöntemin, pazar değeri ile ilgili bir gösterge sağlaması gerekli görülmektedir. Buna ek olarak UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.4 uyarınca değerlendirme çalışmasında yer alan bilgiler ve şartlar dikkate alındığında, özellikle tek bir yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat duyulduğu hallerde, değerlemeyi gerçekleştirenlerin bir varlığın değerlemesi için birden fazla değerlendirme yöntemi kullanması gerekmediği ifade edilmiştir. Bu kapsamda mevcut koşullar incelendiğinde operasyonel performansı yansıtmaması, piyasa katılımcıları tarafından sıklıkla kullanılması dolayısıyla doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat duyulması nedeniyle Durukan Şekerleme'nin paylarının çarpan analizi kapsamındaki değerinin tespit edilmesinde yalnızca FD/FAVÖK kullanılmıştır. Bu çerçevede dikkate alınan çarpanlar ile oluşturulan yaklaşımın mevcut şartlar ve var olan diğer yaklaşımlar göz önüne alındığında en güvenilir yöntem olduğu ve değerlendirme için en uygun yaklaşım olduğu düşünülmektedir.

5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı)

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre bir şirketin değeri, söz konusu şirketin var olduğu süre boyunca yaratması beklenen tüm nakit akımlarının bugünkü değeridir. Söz konusu nakit akımları; "projeksiyon dönemi" ile bu dönemden sonrasını ifade eden "devam eden değer" olmak üzere iki parçadan oluşmaktadır.

Projeksiyon dönemi nakit akımları ve devam eden değer Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ile indirgendikten sonra bulunan toplam değer şirketin “Firma Değeri”ni ifade etmektedir. Firma Değeri, şirketin özkaynak ve borçlanma yollarıyla sağladığı finansman kaynakları ile yarattığı toplam değerdir. Firma Değeri’nden son döneme ait “Net Finansal Borç”un düşülmesiyle “Şirket Değeri” ya da “Özkaynak Değeri”ne ulaşılır. Net Finansal Borç, şirketin son dönem bilançosunda yer alan kısa ve uzun vadeli “Finansal Borçlar”dan nakit, nakit benzerleri ile kısa ve uzun vadeli finansal varlıkların düşülmesiyle hesaplanmaktadır.

6. Değerleme

6.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi’ne Göre Şirket Değeri

Çarpan Analizi Yöntemi’ne göre Durukan Şekerleme’nin şirket değeri hesaplamasında kullanılan finansal veriler için TMS 29 uyarınca düzeltilmiş 30.06.2024 tarihli bilanço verileri ile 01.07.2023 – 30.06.2024 dönemine ilişkin Gelir Tablosu verileri kullanılmıştır.

6.1.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi’nde Kullanılan Şirket Verileri

6.1.1.1. Net Borç Pozisyonu

Durukan Şekerleme’nin net (finansal) borç pozisyonu 30.06.2024 itibarıyla 429,8 milyon TL’dir. Net Borç Pozisyonu hesaplamasında dikkate alınan bilanço kalemleri yükümlülük tarafında; Uzun ve Kısa Vadeli Finansal Borçlar, ilişkili taraflara diğer borçlardır. varlık tarafında ise; Nakit ve Nakit Benzerleri ve finansal varlıklar ve ilişkili taraflardan diğer alacaklardır.

Net Borç mın TL	30.06.2024
Nakit ve nakit benzerleri	29,2
Finansal varlıklar	1,8
İlişkili taraflardan alacaklar	1,0
Toplam	32,0
Kısa vadeli borçlanmalar	8,3
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	359,6
Kısa vadeli finansal kiralama borçları	37,7
Diğer finansal yükümlülükler	0,3
İlişkili taraflara borçlar	0,3
Uzun vadeli borçlanmalar	36,7
Uzun vadeli finansal kiralama borçları	18,9
Toplam	461,8
Net Borç (Nakit) Pozisyonu (Y-V)	429,8

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

6.1.1.2. FAVÖK

Durukan Şekerleme’nin Çarpan Analizi Yöntemi kapsamında dikkate alınan FAVÖK, tutarı aşağıdaki tabloda gösterildiği gibi hesaplanmıştır.

Finansal Veriler - Milyon TL	2024/06*
Net Satış	1.072,3
Brüt Kar	458,3
Genel yönetim giderleri (-)	-74,2
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	-85,5
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	-3,6
Faaliyet Karı**	295,0
Amortismanlar (+)	33,4
FAVÖK	328,4

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

*Son 12 aylık 01.01.2023 – 31.12.2023 (2023/12)” dönemine ait tutarlardan, “01.01.2023 - 30.06.2023 (2023/06)” dönemine ait tutarın çıkarılmış ve “01.01.2024 – 30.06.2024 (2024/06)” dönemine ait tutar eklenmiştir.

**Faaliyet karı hesaplanırken esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler dahil edilmemiştir.

Çarpan Analizi Yöntemi’nde dikkate alınan; Net Finansal Borç Pozisyonu ve FAVÖK verileri özet olarak aşağıda yer almaktadır:

Durukan Şekerleme - Özet Finansal Veriler – 30.06.2024	Milyon TL
FAVÖK	328,4
Net Finansal Borç	429,8

6.1.2. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi’nde Kullanılan Benzer Şirketler Çarpanları

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

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

BIST – Gıda ve İçecek Endeksi (XGIDA)’ne dahil olan tüm şirketlerin rapor tarihi itibarıyla hesaplanan çarpanları da bilgi amaçlı ayrıca sunulmuştur.

BIST’te işlem gören firmalara ek olarak yurt dışı piyasalarda işlem gören Şirket ile benzer faaliyet alanına sahip seçilmiş şirketlerin çarpanları bilgi amaçlı sunulmuş, ancak çarpan analizi yöntemi ile hesaplanan değerde, **yurt dışı çarpanlara ağırlık verilmemiştir.**

Benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları 28.08.2024 kapanış tarihi itibarıyla hesaplanmış, uç değerler dışarda bırakılarak medyan değerleri kullanılmıştır. Hesaplamalarda; FAVÖK tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0’ten büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır. Söz konusu uç değer seviyeleri; piyasada işlem gören benzer şirketlerin çarpan değerlerinin medyan değerini önemli ölçüde aşan seviyeler dikkate alınarak belirlenmiştir.

6.1.3. Yurt İçi Benzer Şirketler: Rapor Tarihi İtibarıyla 3 Milyar TL ve üzerinde piyasa değerine sahip BIST – Gıda ve İçecek Şirketleri

Çarpan Analizi’nde BIST – Gıda ve İçecek Endeksi (XGIDA) kapsamında işlem gören ve rapor tarihi 28.08.2024 itibarıyla yalnızca 3 milyar TL ve üstü piyasa değerine sahip değerlendirmeye dahil edilen BIST’te işlem gören seçilmiş BIST – Gıda ve İçecek Endeksi (XGIDA) şirketlerine ilişkin veriler ve Kent Gıda Maddeleri ve Sanayii Ticaret A.Ş.’ye ve bunlara göre hesaplanan çarpanlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Hesaplamalarda; son açıklanan gelir tabloları itibarıyla son 12 aylık FAVÖK tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0’ten büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır.

Sektör Şirketleri – 3 Mlr ve Üstü, Mn TL	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	FD/FAVÖK
Tat Gıda	3.269	2.952	6.222	-661	A.D
Dardanel	3.329	2.593	5.922	931	6,4
Altinkılıç	3.438	524	3.962	345	11,5
Pınar Et	3.746	709	4.455	245	18,2
Elite Naturel	3.859	93	3.952	204	19,4
Eksun Gıda Tarım	3.900	1.089	4.989	292	17,1
Seğmen Kardeşler	4.002	54	4.056	634	6,4
Pınar Süt	4.069	3.535	7.604	-92	A.D
Söke Değirmenci	4.839	2	4.841	529	9,2
Ulusoy Un	4.958	3.330	8.288	1.486	5,6
Ofis Yem Gıda	5.329	929	6.258	1.208	5,2
Kervan Gıda	5.983	3.190	9.173	953	9,6
Atakey Patates	6.428	-237	6.191	761	8,1
Bor Şeker	6.725	-431	6.294	1.021	6,2
Kerevitaş Gıda	9.248	3.389	12.637	3.151	4,0
Efor Çay	10.149	1.256	11.406	918	12,4
Göknur Gıda	11.207	1.386	12.593	1.455	8,7
Tukaş	11.896	1.042	12.938	2.022	6,4
Yayla Agro Gıda	12.576	4.954	17.531	1.825	9,6
Tetamat Gıda	14.140	-202	13.938	-3	A.D
Oba Makarnacılık	16.185	-1.692	14.493	692	20,9
Kayseri Şeker	16.351	8.792	25.143	693	36,3
Banvit	36.459	-1.682	34.777	4.625	7,5
Ülker	55.096	21.017	76.113	13.806	5,5
Coca Cola İçecek	170.123	21.170	191.293	22.603	8,5
Kent Gıda	211.200	81	211.281	1.187	178,0
Medyan					8,5

Kaynak: Rasyonet, 28.08.2024

Çarpan değerlerinde kırmızı renkle, gösterilen değerler uç değerleri aştığından medyan hesaplamasında kullanılmamıştır.

Çarpan olarak hesaplanan sayıların küsuratı bulunmamaktadır ve gösterim kolaylığı açısından virgülden sonra birinci basamağa kadar yuvarlanmıştır.

BIST – Gıda ve İçecek Endeksi (XGIDA)’ne dahil olan tüm firmaların rapor tarihi itibarıyla oluşan çarpanları bilgi amaçlı olarak aşağıda sunulmuştur.

Sektör Şirketleri, mn TL	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	FD/FAVÖK
Vanet Gıda	483	-3	480	0	A.D
Oylum Sınai	706	-4	703	165	4,3
Ersu Gıda	798	-51	747	38	19,9
Avod Gıda	799	466	1.266	151	8,4
Orçay Ortaköy	808	230	1.038	168	6,2
Selva Gıda Sana	1.009	281	1.291	46	27,8
Frigo Pak Gıda	1.028	-141	887	276	3,2
Kristal Kola	1.029	-10	1.019	161	6,3
Merko Gıda	1.108	-101	1.008	342	3,0
Selçuk Gıda	1.163	4	1.166	16	73,2
Fade Gıda	1.205	44	1.249	48	26,2
Penguen Gıda	1.225	730	1.955	49	40,0
Gündoğdu Gıda	2.196	98	2.294	93	24,8
Pınar Su	2.286	297	2.583	181	14,3
Dmr Unlu Mamuller	2.624	-371	2.252	90	25,0
Konfurt Gıda	2.640	181	2.821	214	13,2
Kütahya Şeker	2.907	-482	2.426	391	6,2
Tat Gıda	3.269	2.952	6.222	-661	A.D
Dardanel	3.329	2.593	5.922	931	6,4
Altinkılıç Gıda	3.438	524	3.962	345	11,5
Pınar Et	3.746	709	4.455	245	18,2
Elite Naturel	3.859	93	3.952	204	19,4
Eksun Gıda Tarım	3.900	1.089	4.989	292	17,1
Seğmen Kardeşler	4.002	54	4.056	634	6,4
Pınar Süt	4.069	3.535	7.604	-92	A.D
Söke Değirmenci	4.839	2	4.841	529	9,2
Ulusoy Un	4.958	3.330	8.288	1.486	5,6
Ofis Yem Gıda	5.329	929	6.258	1.208	5,2
Kervan Gıda	5.983	3.190	9.173	953	9,6
Atakey Patates	6.428	-237	6.191	761	8,1

Bor Şeker	6.725	-431	6.294	1.021	6,2
Kerevitaş Gıda	9.248	3.389	12.637	3.151	4,0
Efor Çay	10.149	1.256	11.406	918	12,4
Göknur Gıda	11.207	1.386	12.593	1.455	8,7
Tukaş	11.896	1.042	12.938	2.022	6,4
Yayla Agro Gıda	12.576	4.954	17.531	1.825	9,6
Tetamat Gıda	14.140	-202	13.938	-3	A.D
Oba Makarnacılık	16.185	-1.692	14.493	692	20,9
Kayseri Şeker	16.351	8.792	25.143	693	36,3
Banvit	36.459	-1.682	34.777	4.625	7,5
Ülker	55.096	21.017	76.113	13.806	5,5
Anadolu Efes	133.401	21.957	155.358	32.433	4,8
Coca Cola İçecek	170.123	21.170	191.293	22.603	8,5
Medyan					8,3

Kaynak: Rasyonet, 28.08.2024

Çarpan değerlerinde kırmızı renkle, gösterilen değerler uç değerleri aştığından medyan hesaplamasında kullanılmamıştır.

Çarpan olarak hesaplanan sayıların küsuratı bulunmaktadır ve gösterim kolaylığı açısından virgülden sonra birinci basamağa kadar yuvarlanmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler: Seçilmiş Şekerli Mamul Üreticileri

BIST'te işlem gören firmalara ek olarak yurt dışı piyasalarda işlem gören Şirket ile benzer faaliyet alanına sahip seçilmiş firmaların çarpanları bilgi amaçlı sunulmuş, ancak **çarpan analizi yöntemi ile hesaplanan değerde yurt dışı çarpanlara ağırlık verilmemiştir.**

Yurt dışı piyasalarda işlem gören, faaliyetleri, ürünleri ve ilişkili oldukları sektörler itibarıyla Durukan Şekerleme ile benzerlik gösteren; "şekerli mamul üreticileri"ne ilişkin veriler ve bunlara göre hesaplanan çarpanlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Hesaplamalarda; FAVÖK tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır.

Yurt Dışı Seçilmiş Şirketler	Piyasa Değ. mn S	Ülke	Faaliyet
Cloetta B	644	İsveç	Cloetta AB İsveç merkezli şekerleme ürünleri üreticisi ve satıcısıdır. Draje, çikolatalı gofret, sakız toffee gibi ürünler üretip satışı gerçekleştirmektedir.
Wawel Sa	223	Polonya	Wawel SA Polonya merkezli bir şekerleme ürünleri üreticisidir. Çikolata, sakız, jelly gibi şekerli mamullerin üretimi ve satışını yapmaktadır.
Tootsie Roll Industries Inc	1.235	Amerika	Tootsie Roll, ABD merkezli şekerleme ürünleri üreticisidir. Şirket'in öz markalı ürünleri süper marketler, eczaneler, bakkallar gibi birçok noktada satılmaktadır.
Nestle Sa	281.126	İsviçre	İsviçre merkezli Nestle, bir yiyecek içecek ürünleri üreticisidir. Şirket, birçok özmarkası altında şekerleme ürünleri, kahve ürünleri, sütü ürünler gibi geniş bir yelpazede üretim ve satış gerçekleştirmektedir.
Mondelez International Inc (A)	95.176	Amerika	Mondelez ABD merkezli, şekerleme, çikolata, sakız gibi ürünler de dahil olmak üzere ambalajlı gıda üretim ve satışı yapmaktadır.
Lian Hwa Foods Corp	913	Tayvan	Lian Hwa Foods, Tayvan merkezli şekerli mamul ve ambalajlı gıda üreticisidir.
Srinanaporn Marketing Pcl	370	Tayland	Srinanaporn Tayland merkezli jelly şekerleme ve ambalajlı gıda üretimi gerçekleştiren bir şirkettir.
M Dias Branco Sa Industria E Comercio De Alimentos	1.719	Brezilya	Brezilya merkezli Dias Branco, kendi markasıyla da olmak üzere şekerleme ve ambalajlı gıda üreticisidir.
Lotus Bakeries Nv	9.979	Belçika	Belçika merkezli Lotus Bakeries bisküvi, waffle, kek, kurabiye gibi ürünlerin üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir.

Sektör Şirketleri – Yerel Para Mn	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	FD/FAVÖK
Cloetta B	6.562	1.991	8.553	987	8,7
Lian Hwa Foods Corp	29.167	4.136	33.303	1.232	27,0
Lotus Bakeries Nv	8.976	189	9.165	234	39,1
M Dias Branco Sa	9.509	354	9.863	1.091	9,0
Mondelez International Inc	95.176	18.846	114.022	7.512	15,2
Nestle Sa	236.638	59.473	296.111	19.491	15,2
Srinanaporn Marketing Pcl	12.576	715	13.291	969	13,7
Tootsie Roll Industries Inc	1.235	-116	1.119	119	9,4
Wawel Sa	861	-312	549	108	5,1
Medyan					9,4

Kaynak: Rasyonet, 28.08.2024

Çarpan değerlerinde kırmızı renkle gösterilen değerler uç değerleri aştığından medyan hesaplamasında kullanılmamıştır.

Çarpan olarak hesaplanan sayıların küsuratı bulunmaktadır ve gösterim kolaylığı açısından virgülden sonra birinci veya ikinci basamağa kadar yuvarlanmıştır.

6.1.3.1. Çarpan Analizi Yöntemi Sonucu

Durukan Şekerleme'nin 30.06.2024 ve bu dönemde sona eren son 12 aylık döneme ilişkin değerleme yöntemleri kapsamında dikkate alınan finansal verileriyle hesaplanan Çarpan Analizi Yöntemi'ne göre Şirket Değeri aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

Durukan Şekerleme - Özet Finansal Veriler – 30.06.2024	Milyon TL
FAVÖK	328,4
Net Finansal Borç	429,8

Benzer Şirket Grubu - Milyon TL	Ağırlık	Çarpan	Şirket Değeri
GIDA Şirketleri – Piyasa D. 3 mlr Üstü	100%	8,5x	2.350
FD/FAVÖK	100,0%		2.350

Çarpan Analizi Yöntemi - Sonuç - Milyon TL	Ağırlık
FD/FAVÖK	2.350
Çarpan Analizi Yöntemi - Mn TL	2.350

6.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri

6.2.1. Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar

Bu Rapor'un 1 numaralı bölümünün Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar alt başlığında yer alan hususlara ek olarak; İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nde yer alan; geçmiş finansal veriler, bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolardan, üretim ve satışlarla ilgili olarak oluşturulan; miktar, fiyat, gelir, gider, işletme sermayesi ve gelecek dönemlerde yapılması öngörülen yatırım harcamalarına ilişkin projeksiyonlar ("Projeksiyonlar") Şirket yetkilileri tarafından sağlanmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca her ürün grubu için Şirket'in üretim miktarı ile satış miktarının aynı olacağı varsayılmıştır.

Deniz Yatırım söz konusu Projeksiyonların değerinin İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemiyle tespit edilmesi kapsamında; Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'ni hesaplamış ve buna göre yapılan indirgeme ile 30.06.2024 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolara göre belirlenen Net Finansal Borç'u da dikkate alarak Şirket Değeri'ne ulaşmıştır.

6.2.2. Projeksiyonlarda Kullanılan Para Birimi

Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör ve alım-satım konu olan ürünlerin yüksek ağırlıklı olarak döviz ve/veya döviz bazlı (ABD Doları "USD") olarak fiyatlanmaktadır. Şirket 2021, 2022, ve 2023 yıllarında brüt satışlarının sırasıyla %45,4, %55,0 ve %66,9'unu yurt dışına gerçekleştirmiştir. 2023/06 ve 2024/06 dönemlerinde ise sırasıyla satışlarının %59,7 ve %62,4'ünü yurt dışına gerçekleştirmiştir. Şirket'in gider kalemlerinin fiyatlamaları da yüksek ağırlıklı olarak USD cinsinden veya USD bazlı olarak gerçekleştirilmektedir. Bu sebeplerle indirgenmiş nakit akımları analizinde baz alınan projeksiyonlar ve bunlara göre hesaplanan değerler ABD Doları cinsindendir.

Şirket'in finansal tabloları ile önceki dönemlere ait karşılaştırmalı tüm tutarlar, TMS 29 uyarınca Türk Lirasının genel satın alma gücünde meydana gelen değişimlere göre düzeltilmiş ve nihayetinde Türk Lirasının 30 Haziran 2024 tarihindeki satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir. Bu sebeple mali tablo kalemlerinin ABD Doları'na çevrilmesinde **30.06.2024 Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Döviz Satış kuru** baz alınmıştır.

Dönem	30.06.2024
Dönem Sonu USD/TL	32,8853

TCMB Döviz Satış Kurları - Kaynak: Rasyonet

6.2.3. Makroekonomik Varsayımlar

İNA değerlemesi için kullanılan makroekonomik verilerin tahmini için 2024 – 2030 yılları için Deniz Yatırım öngörülleri kullanılmıştır. ABD\$ /TL paritesi projeksiyonunda 2024 – 2030 yılları arasında Türkiye ve ABD için öngörülen enflasyonları üzerinden hesaplama yapılarak tahmin edilmiştir. Türkiye, ABD enflasyonları, ortalama ABD\$/TRY projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Makroekon. Tahminler	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
TL enflasyon yıl sonu	36,1%	64,3%	64,8%	45,0%	35,0%	25,0%	22,0%	20,0%	18,0%	16,0%
USD enflasyon yıl Sonu	7,0%	6,5%	3,4%	2,8%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

6.2.4. Satışlar – Genel Görünüm

Şirket satışlarını dağıtım kanalı bazında modern kanal, geleneksel kanal ve ihracat olmak üzere 3 kanal üzerinden takip etmektedir. Mevcut durumda üretilen mamul gruplarının satışları sert şekerlemeler, draje, yumuşak şekerlemeler, sıvı şekerlemeler ve butik çikolata olarak beşe ayrılmaktadır Şirket, sert şeker kategorisinde ağırlıklı olarak iç piyasa satış kanallarına kapasite ayırırken, çığnenebilir yumuşak şeker ve çığnenebilir draje kategorilerinde ise ağırlıklı olarak ihracat kanallarına kapasite ayırmaktadır. Bu nedenle ürün grubu bazında satış kanalı dağılımına incelendiğinde bu yönde bir ağırlık oluşmaktadır. Şirket, ilerleyen dönemde organik veya şekersiz içerikler ile üretilen sert şekerleme kategorileri ile ihracat kanalında büyümeyi hedeflerken, yeni devreye alınan kapasitelerin katkısıyla da iç piyasa satış kanallarına daha fazla çığnenebilir draje ve yumuşak şeker kapasitesi ayırmayı hedeflemektedir.

Şirket, 2023 yılında tamamlanan çikolata hattına ek olarak 2025 yılında sıkı şeker hattı yatırımı, 2026 yılında jelly hattı yatırımı yaparak üretilen mamul gruplarının çeşidini artırmayı ve ürün portföyünü genişletmeyi hedeflemektedir. Bununla birlikte indirgenmiş nakit akımları analizinde Şirket'in planlamalarını tamamladığı ve ilgili dönemlerde gerçekleştirilmeyi planladığı Jelly ve sıkı şeker yatırımları dikkate alınmamıştır.

6.2.5. Satış Projeksiyonları

Aşağıda yer alan tablolarda; Durukan Şekerleme'nin 2024 – 2030 dönemlerine ilişkin Şirket tarafından projekte edilen satış tutarları yer almaktadır. Satış gelirlerine ulaşmak için ürün grubu bazında satış miktarı ve birim satış fiyatı tahmin edilerek satış tutarına ulaşılmıştır. 2030 yılında satış miktarlarına ilişkin olarak herhangi bir büyüme öngörülmemiştir. Yurt içi ve yurt dışı satış fiyatları öngörülen USD enflasyonuna paralel olarak artırılmıştır.

Satış, mn USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Dön. Sonu Kap.	9.000	10.500	18.700	17.450	22.700	22.700	22.700
Efektif Kapasite	8.375	9.750	16.025	6.988	10.350	11.350	21.700
Satış (ton)	4.941	6.539	7.663	3.119	4.665	5.204	9.869
KKO (%)	59,0%	67,1%	47,8%	44,6%	45,1%	45,9%	45,5%
Yurt İçi	8,2	11,5	10,1	5,2	5,8	6,1	11,9
Yurt Dışı	6,8	14,1	20,4	7,8	9,7	11,7	21,4
İade İskontolar	-0,2	-0,8	-0,7	-0,5	-0,2	0,0	-0,2
Net Satışlar	14,9	24,7	29,8	12,5	15,4	17,8	33,1
Değişim		66,41%	20,28%				11,28%

*TMS 29 uygulanmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır.

Satış, mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Dön. Sonu Kap.	26.700	29.000	29.000	29.000	29.000	29.000
Efektif Kapasite	23.700	27.275	29.000	29.000	29.000	29.000
Satış (ton)	10.862	12.403	13.700	14.705	14.945	14.945
KKO (%)	45,8%	45,5%	47,2%	50,7%	51,5%	51,5%
Yurt İçi	12,9	14,4	15,8	16,7	17,2	17,5
Yurt Dışı	26,2	32,0	37,1	41,6	43,4	44,3
İade İskontolar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Satışlar	39,0	46,3	52,9	58,3	60,6	61,8
Değişim	17,28%	18,63%	14,19%	10,28%	3,91%	2,00%

Şirket'in satışlarının yurt içi ve yurt dışında öngörülen büyümesindeki temel etkenler satış miktarındaki ve fiyatlardaki artıştır. 2024 yılı için Şirket'in güncel satış fiyatları ve bütçe tahminleri kullanılırken, 2025 – 2030 dönemleri arasında öngörülen birim fiyatlar tahmin edilen enflasyon ile artırılmıştır.

Projeksiyon döneminde; Şirket'in ürün sepetindeki katma değerli ürünlerin ağırlığının artırması ve ürün portföyünün çeşitlenmesi ile ürün birim fiyatlarının enflasyonun üzerinde artması beklenmesine karşılık muhafazakar tarafta kalınarak tahmin edilen enflasyon oranı kadar artış öngörülmüştür.

Şirket'in efektif üretim kapasitesinin 2027 yılında 2023 yılına kıyasla yaklaşık %81,0 oranında artması planlanmaktadır. Şirket'in satış miktarının da artan kapasite ve ürün sepetinin değişmesine bağlı olarak artacağı öngörülmüştür. 2030 yılında kapasite kullanım oranının yaklaşık %51,5 seviyesinde olacağı varsayılmıştır. Projeksiyon dönemi olan 2024 – 2030 dönemleri arasında ise ortalama kapasite kullanım oranının muhafazakar yaklaşımla %48,3 seviyesinde olacağı öngörülmüştür.

Durukan Şekerleme satışlarında mevsimsellik bulunmaktadır. Gümrük birliği anlaşması kapsamında Avrupa Birliği'nin şekerleme ürünleri özelinde kota uygulaması bulunmaktadır. Bu uygulama kapsamında Şirket'in müşterileri aralık ayında alımlarını artırmaktadır. Ayrıca, yaz tatilinin bitışı ve okula dönüşle birlikte şekerleme ürünlerine olan talebin arttığı gözlemlenmektedir. Dolayısıyla Şirket'in satışlarında kasım aralık aylarında yoğunlaşma olmaktadır.

Sert Şeker

Sert şeker satışlarının 2021, 2022, 2023 yıllarında ve 2024/06 dönemi TMS 29 uygulanmış tutarları ve 2024 – 2030 dönemlerine ilişkin projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Sert Şeker. mn USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Dön. Sonu Kap.	6.500	8.000	11.500	11.500	11.500	11.500	11.500
Efektif Kapasite	6.500	7.250	10.625	4.875	5.750	5.750	11.500
Satış (ton)	3.769	4.542	4.556	1.778	3.184	3.182	6.366
KKO (%)	58,0%	62,7%	42,9%	36,5%	55,4%	55,3%	55,4%
Satışlar mn USD	8,0	11,9	15,4	5,4	9,0	9,2	18,2
Değişim		48,8%	29,4%				18,5%

*TMS 29 uygulanmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır.

Sert Şeker. mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Dön. Sonu Kap.	11.500	11.500	11.500	11.500	11.500	11.500
Efektif Kapasite	11.500	11.500	11.500	11.500	11.500	11.500
Satış (ton)	6.325	6.613	6.900	6.900	6.900	6.900
KKO (%)	55,0%	57,5%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%
Satışlar mn USD	18,6	19,9	21,1	21,6	22,0	22,4
Değişim	2,1%	6,8%	6,4%	2,0%	2,0%	2,0%

Şirket, 2023'ün ilk yarısında tamamladığı yatırım ile sert şeker üretim hatlarına ilişkin kapasite artırımlarını tamamlamıştır. Sert şeker satış miktarının 2027 yılına kadar kademeli olarak artacağı öngörülmüştür. 2027 yılından itibaren satış miktarında artış öngörülmemiştir. Bu çerçevede Şirket'in sert şeker üretim kapasitesinin kullanım oranının %60 seviyesine kadar yükseleceği, 2024-2030 ortalama kapasite kullanım oranının ise %58,3 olacağı varsayılmıştır. Şirket, 2023 yılında yurt dışındaki ünlü bir marka için şekersiz şekerleme üretimi yapmaya başlamış ve satışını gerçekleştirmektedir. Durukan Şekerleme, sert şeker kategorisinde yurt dışı satışlarını özellikle organik şekerleme, şekersiz şekerleme, vitamin ve mineral katkılı şekerleme gibi katma değerli ürünlere bağlı olarak artırmayı planlamaktadır. Şirket'in Pretty Up Markası, şekersiz lolipop ve Dünya'da ilk kez üretilen şekersiz sakız dolgulu şekersiz top ve yassı lolipopların markasıdır. Alerjen içermeyen, glutensiz ve vegan içeriklidir. Bu ürünün sert şeker satışlarını pozitif etkileyeceği öngörülmektedir. Şirket'in katma değeri yüksek ve tüketici trendlerine uygun ürünleri, artan satış kapasitesi ve mevcut ve artan bağlantıları, dağıtım ağı ve tecrübesiyle satışlarının projeksiyon döneminde kademeli olarak artacağı varsayılmıştır.

2023 yılı satışlarında katma değerli ürünlerin ağırlığı artmış, bu durum ortalama birim fiyatların 2022 yılına kıyasla hızlı yükselmesine sebep olmuştur. Şirket yönetimi tarafından sert şeker ürünü olan organik top lolipop ürününün birim satış fiyatının; organik olmayan klasik, katma değeri sınırlı olan lolipop ürününün satış fiyatının yaklaşık altı katı olduğu beyan edilmiştir. Bu çerçevede Şirket'in satış fiyatlarının; özellikle katma değerli ürünlere artan taleple beraber ürün sepetinin değişmesiyle 2025 – 2030 arasında fiyatların enflasyonun üzerinde artacağı öngörülmesine karşılık finansal modelde fiyatlar, enflasyona paralel olarak artırılmıştır. Yurt içinde ise 2024 yılının ikinci yarısı için fiyat tahmininde Şirket'in güncel satış fiyatı ve bütçe tahmini kullanılırken 2025 – 2030 arasında enflasyona paralel olarak artacağı tahmin edilmiştir.

Yumuşak Şeker

Yumuşak şeker satışlarının 2021, 2022 ve 2023 yıllarında ve 2024/06 dönemi TMS 29 uygulanmış tutarları ve 2024 – 2030 dönemlerine ilişkin projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Yum. Şek. mn USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Dön. Sonu Kap.	1.250	1.250	2.500	1.250	6.500	6.500	6.500
Efektif Kapasite	625	1.250	1.563	625	2.250	3.250	5.500
Satış (ton)	467	1.146	1.738	785	780	1.300	2.080
KKO (%)	74,7%	91,7%	111,2%	125,7%	34,6%	40,0%	37,8%
Satışlar mn USD	1,1	4,6	7,3	3,5	3,1	5,1	8,1
Değişim		326,0%	57,3%				11,3%

*TMS 29 uygulanmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır.

Yum. Şek. mın USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Dön. Sonu Kap.	10.500	10.500	10.500	10.500	10.500	10.500
Efektif Kapasite	7.500	10.500	10.500	10.500	10.500	10.500
Satış (ton)	2.813	3.675	4.200	4.725	4.725	4.725
KKO (%)	37,5%	35,0%	40,0%	45,0%	45,0%	45,0%
Satışlar mın USD	11,1	14,8	17,3	19,8	20,2	20,6
Değişim	36,7%	33,5%	16,6%	14,8%	2,0%	2,0%

Şirket, yumuşak şeker üretim kapasitesini 2023'ün üçüncü çeyreğinde tamamladığı yatırımla 2022 yılına kıyasla iki katına çıkarmıştır. Şirket, 2024'ün ilk çeyreğinde bu üründe yeni kapasite yatırımını tamamlayarak devreye almıştır. Durukan Şekerleme'nin 2024 yılının ilk çeyreğinde tamamladığı yatırımla yumuşak şeker üretim kapasitesi 2023 yıl sonuna kıyasla %160 artmıştır. Şirket'in 2025 yılında gerçekleştirmeyi planladığı kapasite artırımı yatırımları bulunmaktadır. 2025 yılındaki yatırımın tamamlanmasıyla Şirket'in yumuşak şeker üretim kapasitesi 2023 yıl sonuna kıyasla yaklaşık 4,2 katına çıkacaktır. Şirket, yumuşak şeker kategorisinde şerit şeker ve toffee ürünlerinin satışını takip etmektedir. Yumuşak şeker satış miktarının 2028 yılına kadar kademeli olarak artacağı öngörülmüşken 2029 ve 2030 yılları için satış miktarında artış öngörülmemiştir. Şirket, satış miktarının artan kapasiteyle ve TÜBİTAK projesi kapsamında geliştirdiği şerit şeker ürününe olan yüksek talebe bağlı olarak artacağını öngörmektedir. 2028 yılında Şirket'in kapasite kullanım oranının %45,0 seviyesinde olacağı öngörülmüşken projeksiyon döneminde ortalama kapasite kullanım oranının %41,3 seviyesinde olacağı varsayılmıştır.

Yumuşak şeker ürününde Şirket, 2024 yılının ilk çeyreğinde yeni hat kurulumu sürecinde, yumuşak şeker ürününde yeni kapasite kurulumu sırasında geçici kapasite kaybı yaşamıştır. Bu sebeple 2024 yılının ilk yarısında satış miktarı ve kapasite kullanım oranında düşüş gerçekleşmiştir.

Şirket'in yumuşak şeker kategorisindeki satışları ağırlıklı olarak yurt dışına gerçekleştirilmektedir. Yurt dışında 2024 yılının ikinci yarısı için fiyat tahmininde Şirket'in güncel satış fiyatı ve bütçe tahmini kullanılırken 2025 – 2030 arasında enflasyona paralel olarak artacağı tahmin edilmiştir.

Yurt içinde 2024 yılı fiyat tahmininde Şirket'in güncel satış fiyatı ve bütçe tahmini kullanılırken 2025 – 2030 arasında enflasyona paralel olarak artacağı tahmin edilmiştir.

Draje

Draje satışlarının 2021, 2022 ve 2023 yıllarında ve 2024/06 dönemi TMS 29 uygulanmış tutarları ve 2024 – 2030 dönemlerine ilişkin projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Draje, mın USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Dön. Sonu Kap.	1.250	1.250	2.500	2.500	2.500	2.500	2.500
Efektif Kapasite	1.250	1.250	2.188	938	1.250	1.250	2.500
Satış (ton)	705	851	1.245	504	676	672	1.349
KKO (%)	56,4%	68,0%	56,9%	53,7%	54,1%	53,8%	54,0%
Satışlar mın USD	3,1	5,6	5,6	2,8	2,8	2,8	5,7
Değişim		84,0%	-1,0%				1,5%

*TMS 29 uygulanmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır

Draje, mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Dön. Sonu Kap.	2.500	4.800	4.800	4.800	4.800	4.800
Efektif Kapasite	2.500	3.075	4.800	4.800	4.800	4.800
Satış (ton)	1.500	1.845	2.280	2.760	3.000	3.000
KKO (%)	60,0%	60,0%	47,5%	57,5%	62,5%	62,5%
Satışlar mn USD	6,4	8,1	10,2	12,5	13,9	14,2
Değişim	13,3%	25,6%	26,0%	23,5%	10,9%	2,0%

Şirket, draje üretim kapasitesini 2023'ün ilk yarısında tamamladığı yatırımla iki katına çıkarmış olup 2026 yılına planladığı yatırımla, 2026 dönem sonundaki kapasiteyi 2023 yıl sonu kapasitesine kıyasla mevcut kapasiteyi %92 oranında artırmayı hedeflemektedir. Draje satışları ağırlıklı olarak yurt dışına yapılmaktadır. Projeksiyon döneminde de draje satışlarının ağırlıklı olarak yurt dışına gerçekleştirileceği öngörülmektedir. Şirket'in draje satış miktarının 2029 yılına kadar kademeli olarak artacağı öngörülmüşken, 2030 yılı için satış miktarında artış öngörülmemiştir. Şirket'in yurt dışı satış miktarının; artan kapasiteye, mevcut ve yeni müşterilerle kurulan yeni bağlantılar ile satış miktarını artırmak için gerçekleştireceği fiyat indirimlerine bağlı olarak yükseleceği öngörülmüştür. Şirket mevcut durumda özel markalı ürün üretimi gerçekleştirdiği Amerika'nın en büyük şekerleme şirketlerinden biri olan firmayla olan anlaşmasına ek olarak iki yeni firmayla özel markalı ürün üretimi gerçekleştirmek için anlaşma yapmıştır. Yurt dışında 2024 yılının ikinci yarısı için fiyat tahmininde Şirket'in güncel satış fiyatı ve bütçe tahmini kullanılırken Satış birim fiyatlarının 2025 - 2030 yılları arasında öngörülen enflasyona paralel olarak artacağını öngörülmüştür. 2024 yılı yurt içi fiyatları için Şirket'in güncel fiyatı ve bütçe tahminleri kullanılırken 2025-2030 yılları arasında yurt içi satış fiyatlarının enflasyona paralel şekilde artacağı öngörülmüştür. Şirket'in draje ürününde 2030 yılında kapasite kullanım oranının %62,5 seviyesinde olacağı tahmin edilirken projeksiyon döneminde ortalama kapasite kullanım oranının %57,7 seviyesinde olacağı varsayılmıştır.

Çikolata

Şirket'in çikolata satış tutarlarına ilişkin 2025 – 2030 dönemlerine ilişkin projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Çikolata, mn USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Dön. Sonu Kap.	0	0	200	200	200	200	200
Efektif Kapasite	0	0	150	50	100	100	200
Satış (ton)	0	0	0	0	0	0	0
KKO (%)			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Satışlar mn USD	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Değişim							

Çikolata, mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Dön. Sonu Kap.	200	200	200	200	200	200
Efektif Kapasite	200	200	200	200	200	200
Satış (ton)	20	20	20	20	20	20
KKO (%)	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Satışlar mn USD	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Değişim		2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Şirket, 2023'ün ilk yarısında Ar-Ge çalışmalarının neticesinde çikolata hattı yatırımını tamamlamıştır. Şirket, kaplamalı butik çikolata üretimi ve satışını gerçekleştirmeyi planlamaktadır. Şirket'in çikolata satış miktarının projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır. Muhafazkar tarafta kalınarak Şirket'in sınırlı bir kapasite kullanımıyla çikolata

satışlarına 2025 yılında başlayacağı projekte edilmiştir. Fiyatların enflasyona paralel olarak artacağı varsayılmıştır.

Ticari Ürünler

Şirket, dönemsel olarak ticari mal kategorisinde değerlendirilen çeşitli ürünleri dışarıdan tedarik ederek satışını gerçekleştirmektedir. Muhafazakar tarafta kalınarak 2024 – 2030 yıllarında ticari ürün satışı öngörüsü yapılmamıştır.

Sıvı Şeker

Şirket'in sıvı şeker satış tutarlarının 2024 – 2030 dönemlerine ilişkin projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Sıvı Şeker, mın USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Dön. Sonu Kap.	0	0	0	2.000	2.000	2.000	2.000
Efektif Kapasite	0	0	1.500	500	1.000	1.000	2.000
Satış (ton)	0	0	124	51	25	50	75
KKO (%)			8,3%	10,2%	2,5%	5,0%	3,8%
Satışlar mın USD	0,0	0,0	0,9	0,4	0,2	0,6	0,8
Değişim							-7,8%

*TMS 29 uygulanmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır

Sıvı Şeker, mın USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Dön. Sonu Kap.	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Efektif Kapasite	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Satış (ton)	205	250	300	300	300	300
KKO (%)	10,2%	12,5%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Satışlar mın USD	2,6	3,3	4,0	4,1	4,2	4,3
Değişim	228,6%	24,8%	22,4%	2,0%	2,0%	2,0%

Şirket, 2023'ün ikinci çeyreğinde sıvı şeker yatırımını tamamlamış olup satışlara başlamıştır. Projeksiyon döneminde satış miktarının kademli olarak artacağı öngörülmektedir. Kapasite kullanım oranının 2027 yılında %15 seviyesine kadar yükselmesi beklenirken, devam eden yıllar için ise miktarsal büyüme öngörülmemiştir. Projeksiyon döneminde yurt içi ve yurt dışı birim satış fiyatlarının sırasıyla beklenen enflasyon oranlarına paralel olarak artacağı öngörülmüştür.

Projeksiyonlara Dahil Edilmeyen Planlanan Yatırımlar

Sıkı Şeker

Şirket, sıkı şeker hattını 2025 yılında tamamlamayı ve satışına başlamayı planlamaktadır. Şirket, bu ürün kategorisinde katma değerli ve yükselen sağlıklı yaşam trendlerine uygun ürünler üretmeyi planlamaktadır ve bu ürünlerin yüksek talep göreceğini beklemektedir. Şirket yönetimi tarafından bu kategoride satılacak ürünlerin üretim süreçleri ve reçetelerinin Ar-Ge süreçlerinde önemli aşamalar kaydedildiği ve üretim için gerekli altyapı çalışmalarının mevcut olduğu beyan edilmiştir. **Bu üründen elde edilmesi planlanan gelirlere projeksiyonlarda yer verilmemiştir.**

Jelly

Şirket, ilk jelly hattı yatırımını 2026 yılında devreye almayı planlamaktadır. Jelly ürünü için Ar-Ge çalışmalarına ve söz konusu yatırımlar için fizibilite çalışmalarına başlanmıştır. Şirket'in Ar-Ge ekibi Almanya'da ilgili ürünün geliştirilmesi için eğitimlere katılmıştır. Şirket, hali hazırda jelly ürününe benzer jellynin daha kompleks bir formunu geliştirme sürecini tamamlamış bu sürece ilişkin TUBİTAK projesini başarıyla tamamlamıştır.

Şirket üretim kapasitesini 2026 yılının sonunda 2024, 2025 ve 2026 yıllarında yumuşak şeker ve draje ürünlerinde gerçekleştireceği yatırımlarla 2023 yıl sonuna kıyasla yaklaşık %55,1 oranında artırmayı planlamaktadır. 2024 yılı için planlanan yumuşak şeker kapasite artış yatırımı ilk çeyrek itibarıyla tamamlanmıştır. Yumuşak şeker ve draje yatırımlarına ek olarak Şirket, sıkı şeker ve jelly ürünlerine yatırım yapmayı planlamaktadır ancak bu yatırımlar projeksiyonlara dahil edilmemiştir. Dolayısıyla artan kapasite ve artan üretimin yaratacağı ölçek ekonomisinin marjları olumlu etkileyeceği öngörülmektedir. Yumuşak şeker ve draje ürünleri katma değeri ve karlılığı yüksek ürünlerdir. Artan kapasiteyle satılan ürün sepetinde karlılığı yüksek ürünlerin ağırlığı artacağı varsayılmış, değişen ürün sepetinin brüt kar marjına olumlu yansıtacağı öngörülmüştür.

Şirket, 2025 yılında çatı GES yatırımını tamamlamayı hedeflemektedir. Bu yatırım neticesinde enerji maliyetlerinin düşmesi ve brüt kar marjını olumlu etkilemesi beklenmektedir. Şirket yönetimi, artan üretimle birlikte Şirket'in tedarikçilerine karşı pazarlık gücünün artacağını ve avantajlı şartlar ile yapılacak tedarikin marjları pozitif etkileyeceğini öngörmektedir. Bu çerçevede brüt kar marjının 2027 yılında %36,0 seviyesinde dengeleneceği öngörülmüştür.

6.2.7. Faaliyet Giderleri

Durukan Şekerleme'nin faaliyet giderleri Pazarlama, Satış ve Dağıtım giderleri ile Genel Yönetim giderleri ve araştırma geliştirme giderlerinden oluşmaktadır.

Genel Yönetim Giderleri

Genel yönetim giderlerine ilişkin projeksiyonlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

GYG – mn USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Genel Yönetim Giderleri	-0,4	-0,7	-1,6	-0,7	-1,1	-1,1	-2,2
Genel YG/ Satışlar	-2,8%	-2,8%	-5,5%	-5,8%	-7,0%	-6,1%	-6,5%

*TMS 29 uygulanmış ve amortisman çıkarılmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır

GYG – mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Genel Yönetim Giderleri	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4
Genel YG/ Satışlar	-5,6%	-4,8%	-4,3%	-4,0%	-3,9%	-3,9%

Genel yönetim giderleri projeksiyonuna ilişkin olarak enflasyon, büyüyen operasyonlar dikkate alınarak projeksiyonlar oluşturulmuştur. Artan kapasite ve oluşacak ölçek ekonomisiyle genel yönetim giderlerinin satışlara oranının kademeli olarak azalarak %3,9 seviyesinde dengeleneceği varsayılmıştır.

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Paz. Giderleri – mn USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Pazarlama Giderleri	-1,1	-1,5	-1,9	-1,0	-1,3	-0,9	-2,3
Paz. Giderleri / Satışlar	-7,6%	-6,2%	-6,5%	-8,0%	-8,8%	-5,1%	-6,8%

*TMS 29 uygulanmış ve amortisman çıkarılmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır

Paz. Giderleri – mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Pazarlama Giderleri	-2,6	-2,9	-3,3	-3,6	-3,7	-3,8
Paz. Giderleri / Satışlar	-6,6%	-6,4%	-6,2%	-6,1%	-6,1%	-6,1%

2022 yılında Şirket'in ihracatındaki artış, global ölçekte yükselen navlun fiyatları, enerji maliyetleri Şirket'in ihracat ve navlun giderleri ile nakliye ve kargo giderlerinde artışa sebep

olmuştur. Ayrıca artan personel ücretleriyle personel giderleri de yükselmiştir. Şirket'in 2022 yılında; yeni pazarlara girerek yeni müşteri bağlantıları kurmak amacıyla katlandığı danışmanlık giderleri, ilan ve reklam giderleri ve seyahat giderleri artış göstermiştir. Pazarlama giderlerinin 2021, 2022 ve 2023 yıllarında ve 2024/06 döneminde satışlara oranı sırasıyla %7,6, %6,2 ve %6,5 ve %8,8'dir. Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri projeksiyonunda; TÜFE, satış tutarı ve miktarındaki artış, personel ücretleri, yurt dışı satışlarındaki artış buna bağlı olarak yükselecek giderler dikkate alınarak projeksiyon gerçekleştirilmiştir. Şirket'in pazarlama satış ve dağıtım giderlerinin satışlara oranının %6,1'de dengeleneceği öngörülmüştür.

Araştırma ve Geliştirme Giderleri

Araştırma geliştirme giderleri projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Net satışların %0,4'ü kadar araştırma geliştirme harcamalarının devam edeceği varsayılmıştır.

Ar-Ge - mn USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Ar- Ge Giderleri	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Ar -Ge / Satışlar	-1,1%	-0,3%	-0,4%	-0,7%	-0,5%	-0,4%	-0,4%

*TMS 29 uygulanmış ve amortisman çıkarılmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır

Ar-Ge - mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Ar- Ge Giderleri	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Ar -Ge / Satışlar	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%

Faaliyet Giderleri

Faaliyet giderleri projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Faal Gid. - mn USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Faal Giderleri	-1,7	-2,3	-3,7	-1,8	-2,5	-2,1	-4,6
Faaliyet Gid. / Satışlar	-11,5%	-9,4%	-12,3%	-14,4%	-16,3%	-11,6%	-13,7%

*TMS 29 uygulanmış ve amortisman çıkarılmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır

Faal Gid. - mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Faal Giderleri	-4,9	-5,4	-5,8	-6,2	-6,4	-6,5
Faaliyet Gid. / Satışlar	-12,6%	-11,6%	-11,0%	-10,6%	-10,5%	-10,5%

Şirket'in faaliyet giderlerinin satışlarına oranı 2021, 2022 ve 2023 yıllarında ve 2024/06 döneminde %11,5 %9,4, %12,3 ve %16,3'tür. Genel yönetim giderleri, pazarlama giderleri, araştırma geliştirme giderlerine ilişkin yapılan çalışmalarla oluşturulan projeksiyonların neticesinde Şirket'in faaliyet giderlerinin satışlarına oranının %10,5 seviyelerinde dengeleneceği öngörülmektedir.

6.2.8.FAVÖK ve FAVÖK Marjı

Satışlar, maliyetler ve faaliyet giderleri bölümlerinde açıklanan projeksiyonlar sonucunda öngörülen faiz amortisman ve vergi öncesi kar tutarları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

FAVÖK mn USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
FAVÖK	2,1	4,6	7,7	2,6	4,9	4,3	9,2
FAVÖK Marjı	13,9%	18,6%	26,0%	20,7%	31,6%	24,4%	27,7%

*TMS 29 uygulanmış tutarlar üzerinden hesaplanmış, esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler dahil edilmemiştir.

FAVÖK mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
FAVÖK	8,5	10,8	13,2	14,8	15,5	15,8
FAVÖK Marjı	21,9%	23,4%	25,0%	25,4%	25,5%	25,5%

Şirket'in 2021, 2022 ve 2023 yıllarında FAVÖK marjları sırasıyla %13,9, %18,6 ve %26,0'dır. FAVÖK marjının %25,5 seviyesinde dengelenmesi beklenmektedir.

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 141
Etiler 34394 Şişli - İSTANBUL
Tic.Sic.No:388440
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291-0110-7830-0001000000

Amortisman

Amortisman giderleri projeksiyonlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Amortisman mn USD	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/06*	2024 Y2	2024T
Amortisman	-1,1	-2,3	-1,9	-1,9	-1,0	-0,9	-2,0

*TMS 29 uygulanmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır

Amortisman mn USD	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Amortisman	-1,7	-1,8	-1,8	-1,5	-1,4	-1,3

Şirket'in mevcut varlıkları, sürdürme yatırımları ve yeni yatırımları göz önüne alınarak varlıklarının faydalı ömür süresine göre amortisman tahmini gerçekleştirilmiştir.

6.2.9. Net İşletme Sermayesi

2024 – 2030 dönemlerine ilişkin Şirket'in işletme sermayesi hesaplarına ilişkin projeksiyonlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

	Mn TL	Mn TL	Mn TL	Mn TL	Mn USD	Mn USD	Mn USD	Mn USD	Mn USD	Mn USD	Mn USD
İşletme Serm	2021*	2022*	2023*	2024/06*	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Ticari alacaklar	97	115	312	441	13,7	11,4	10,9	10,0	9,2	9,6	9,8
İlişkili olm. trf. Diğer alac.	17	16	10	9	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
Stoklar	94	291	381	398	11,9	15,8	18,6	20,9	23,0	23,9	24,4
Peşin ödenmiş giderler	19	88	20	14	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2
Diğer dönen varlıklar	13	31	40	48	1,2	1,6	1,9	2,1	2,3	2,4	2,5
Ticari borçlar	9	89	227	223	4,8	6,3	7,4	8,3	9,2	9,6	9,8
İliş olm. Trf. Diğer Borç.	1	12	5	6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Ertelenmiş gelirler	4	96	38	33	1,1	1,3	1,5	1,7	1,9	2,0	2,0
Diğer kısa vad. Yük.	1	1	2	3	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
İşlet Serm. İht. Mn TL	223	343	490	646							
İşlet Serm. İht. Mn USD	6,8	10,4	14,9	19,6	21,6	22,0	23,5	24,1	24,8	25,7	26,2
İşletme Serm. İht. Değişim		120	148	155	2,0	0,5	1,4	0,6	0,7	1,0	0,5
NİS / Satışlar	45,6%	42,1%	50,1%	63,9%**	64,8%	56,4%	50,7%	45,5%	42,5%	42,4%	42,4%

İşletme Serm - Gün	2021*	2022*	2023*	2024/06*	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Ticari alacaklar	72	52	116	159	150	107	86	69	58	58	58
İlişkili olm. trf. Diğer alac.	15	9	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Stoklar	87	163	216	246	225	225	225	225	225	225	225
Peşin ödenmiş giderler	18	49	11	9	11	11	11	11	11	11	11
Diğer dönen varlıklar	12	18	23	30	23	23	23	23	23	23	23
Ticari borçlar	9	50	128	138	90	90	90	90	90	90	90
İlişkili olm. Trf. Diğer bor.	8	50	13	13	13	13	13	13	13	13	13
Ertelenmiş gelirler	3	43	14	12	12	12	12	12	12	12	12
Diğer kısa vad. Yük.	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2

*TMS 29 uygulanmış ve 30.06.2024 TCMB USD döviz satış kuruna (32,89 TL) bölünmüş tutarlardır

**2024/06 dönemi net satışlarının 2 ile çarpılmasıyla hesaplanan yıllık tutar üzerinden hesaplanmıştır.

Şirket, mevcut durumda yurt dışı satışlarını 30 gün vadeyle gerçekleştirmektedir. Şirket, yurt içindeki müşterilerle ise 75 – 90 gün vadeyle çalışmaktadır. Ticari alacakların yurt dışı satışlarındaki artışa bağlı olarak kademeli olarak gerilemesi beklenmektedir.

Şirket'in diğer alacaklarını temel olarak vergi dairesinden kesinleşmiş KDV alacakları oluşturmaktadır. Geçmiş yıllara paralel olarak bu alacaklara ilişkin tahsil süresi 6 gün olarak öngörülmüştür.

2021, 2022 ve 2023 yıllarında stoklardaki yükselişin temel nedeni Şirket'in ürünlerine artan talep ve artan iş hacmidir. Bununla beraber Şirket'in ana hammaddeleri kristal toz şeker, glikoz

oranlanarak 2021, 2022, 2023 ve 30.06.2024 dönemi için diğer borç ödeme süresi hesaplanmıştır. Projeksiyon döneminde diğer borç süresinin 13 gün olacağı tahmin edilmiştir.

Şirket'in işletme sermayesinin satışlara oranının 2024 – 2030 yıllarında ortalama %49,2 seviyesinde olacağı öngörülmüştür.

6.2.10. Yatırım Harcamaları

Durukan Şekerleme, üretim süreçlerini iyileştirmek ve verimliliği artırmak amacıyla kuruluşundan bu yana düzenli olarak yatırımlarını devam ettirmektedir. Yeni üretim ve süreç yatırımlarının yanında Şirket'in faaliyetlerini sürdürebilmesi için her yıl satışlarının %1,50'si oranında sürdürme yatırımı harcaması yapması öngörülmüştür.

Şirket, 2024 yılının ilk çeyreğinde 2024 yılı için planladığı yumuşak şeker hattı yatırımını tamamlamıştır. Durukan Şekerleme'nin 2024 yılının ilk çeyreğinde tamamladığı yatırımla yumuşak şeker üretim kapasitesi 2023 yıl sonuna kıyasla %160 artmıştır. Şirket'in 2025 yılında gerçekleştirmeyi planladığı kapasite artırım yatırımı bulunmaktadır. 2025 yılındaki yatırım tamamlanmasıyla Şirket'in yumuşak şeker üretim kapasitesi 2023 yıl sonuna kıyasla yaklaşık 4,2 katına çıkacaktır. Şirket, 2025 yılında yumuşak şeker hattı yatırımına ek olarak çatı GES yatırımı için yatırım harcamaları gerçekleştirmeyi planlamaktadır.

Durukan Şekerleme, 2026 yılında draje hattı yatırımı gerçekleştirmeyi planlamaktadır. Bu yatırımla draje üretim kapasitesinin 2023 yıl sonuna kıyasla %92 oranında artması hedeflenmektedir.

Şirket'in çatı GES, yeni kapasite ve sürdürme yatırımlarıyla projeksiyon dönemi boyunca toplam 10,9 milyon USD yatırım harcaması yapacağı tahmin edilmiştir.

6.2.11. Vergi

Şirket'in vergi ödemeleri öngörülerinde paylarının ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranının 2 puan indirimli uygulanması dikkate alınmamıştır. Projeksiyon dönemi boyunca %25 olan kurumlar vergisi 1,00 puanlık imalatçı indirimi uygulanarak %24 olacağı varsayılmıştır.

6.2.12. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin özkaynak ve finansal borç maliyetlerinin hesaplanarak, ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasına dayanmaktadır. AOSM hesaplamasında; risksiz getiri oranı (Rf), risk primi (Rm – Rf = Risk Primi), Beta(β), kredi faiz oranı(Rd), kurumlar vergisi oranı (T) ile şirketin mevcut ya da hedeflenen finansal borç (D) ve özkaynak (E) büyüklükleri kullanılır. Risk primi (Rm – Rf), yatırımcılar tarafından beklenen getirinin (Rm), risksiz faiz oranından (Rf) farkı olarak ifade edilmektedir.

Buna göre AOSM maliyeti aşağıdaki formüle göre hesaplanır:

$$AOSM = [E/(E+D)] \times (Rf + (\beta \times \text{Risk Primi (Rm-Rf)})) + [D/(E+D)] \times [(Rd \times (1-T))]$$

Aşağıdaki tabloda her bir projeksiyon dönemi ve devam eden değer için hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve bileşenleri yer almaktadır:

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

Risksiz Getiri (Rf) olarak US900123CM05 ISIN kodlu 11.05.2047 Vadeli Eurobond'un 28.08.2024 tarihli indikatif getirisi dikkate alınmıştır.

Piyasa Risk Primi, genel uygulama itibarıyla %5,00-%6,00 aralığında kullanılmaktadır. Risk Primi, AOSM hesaplamasında %5,50 olarak dikkate alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında Beta – β değeri olarak 1,00 olarak dikkate alınmıştır.

Sonuç olarak; Risksiz Getiri, Risk Primi ve Beta ile hesaplanan **Sermaye Maliyeti %13,2'dir.**

Şirket mevcut durum itibarıyla bankalardan USD cinsinden %7,0 ile %8,0 arasındaki kredi faiz oranlarıyla finansmana ulaşabilmektedir. AOSM hesabında muhafazakar tarafta kalmak adına risksiz getiri oranının %15'i kadar prim eklenerek kredi faiz oranı belirlenmiştir. Bu itibarla Şirket'in Borçlanma Faizi %8,8 ve kurumlar vergisi oranı Şirket'in “imalatçı” statüsünde olması nedeniyle sahip olduğu 1,0 puan indirim ile %24,0 olarak öngörülmüştür. Buna göre Şirket'in vergi sonrası **Borçlanma Maliyeti %6,7'dir.**

30.06.2024 tarihli bağımsız denetimden geçmiş mali tablolara göre Özkaynak – Finansal Borç ağırlıkları sırasıyla %67,0 ve %33,0’tür. Söz konusu oranların gelecek dönemlerde de devam edeceği öngörüsü ile Sermaye Maliyeti ve Borçlanma Maliyeti mevcut Özkaynak – Finansal Borç oranlarına göre ağırlıklandırılarak; **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti %11,0** olarak hesaplanmaktadır.

6.2.13. Devam Eden Değer Büyümesi, Firma Değeri, Net Finansal Borç ve Şirket Değeri
İlgili bölümlerde açıklanan Serbest Nakit Akımlarının, projeksiyon dönemlerindeki Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetleri ile indirgenmesi sonucu hesaplanan; İndirgenmiş Nakit Akımları, Devam Eden Değer, Firma Değeri, Net Finansal Borç ve Şirket Değeri'ne ilişkin tablolar aşağıda yer almaktadır. Şirket'in bulunduğu sektör ve ürettiği ürünlerin niteliği dikkate alındığında 2030 ve sonrasındaki nakit akışlarının asgari enflasyon oranı kadar artması beklentilerine karşın, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi kapsamında Projeksiyonlar'ın son dönemi olan 2030'da enflasyon beklentisi %2,0 iken devam eden değer büyüme oranı muhafazakar yaklaşımla Serbest Nakit Akımları büyümesi %1,0 olarak dikkate alınmıştır.

Serbest Nakit Akımı	2021*	2022*	2023*	2023/06*	2024/0*	2024 Y2	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	14,9	24,7	29,8	12,5	15,4	17,8	33,1	39,0	46,3	52,9	58,3	60,6	61,8
Değişim		66,4%	20,3%				11,3%	17,9%	18,6%	14,2%	10,3%	3,9%	2,0%
SMM	-11,1	-17,8	-18,4	-8,1	-8,0	-11,4	-19,4	-25,6	-30,1	-33,8	-37,3	-38,8	-39,6
Brüt Kar	3,8	6,9	11,4	4,4	7,4	6,4	13,8	13,5	16,2	19,0	21,0	21,8	22,3
Brüt Kar Marjı	25,4%	28,0%	38,3%	35,2%	47,9%	36,0%	41,5%	34,5%	35,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%
Faaliyet Gideri	-1,7	-2,3	-3,7	-1,8	-2,5	-2,1	-4,6	-4,9	-5,4	-5,8	-6,2	-6,4	-6,5
Faaliyet Gider Marjı	11,5%	9,4%	12,3%	14,4%	16,3%	11,6%	13,8%	12,6%	11,6%	11,0%	10,6%	10,5%	10,5%
FAVÖK	2,1	4,6	7,7	2,6	4,9	4,3	9,2	8,5	10,8	13,2	14,8	15,5	15,8
FAVÖK Marjı	13,9%	18,6%	26,0%	20,7%	31,6%	24,4%	27,7%	21,9%	23,4%	25,0%	25,4%	25,5%	25,5%
Amortisman (-)	-1,1	-2,3	-1,9	-1,9	-1,0	-0,9	-2,0	-1,7	-1,8	-1,8	-1,5	-1,4	-1,3
Esas Faaliyet Karı**	1,0	2,3	5,8	0,7	3,8	3,4	7,2	6,9	9,1	11,5	13,3	14,1	14,5
Vergi (-)	-24%					-0,8		-1,6	-2,2	-2,8	-3,2	-3,4	-3,5
CAPEX (-)						-0,3		-2,4	-4,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9
İşletme Serm. – Değişimi (-)						2,0		0,5	1,4	0,6	0,7	1,0	0,5
SNA						1,3		4,1	2,5	9,1	10,1	10,2	10,9

*TMS 29 uygulanmış tutarlardır, SMM ve faaliyet giderlerinde amortisman dahil edilmemiştir.

**Esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler dahil edilmemiştir.

2024 Y2: 01.07.2024 – 31.12.2024 dönemini ifade etmektedir.

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

Sonuç olarak; 2024/06 - 2030 dönemi yıllık serbest nakit akımları ve 2030 sonrası devam eden değerlerin %11,0 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve %1,0 devam eden Serbest Nakit Akımı büyüme oranına göre hesaplanan Şirket Değeri 30.06.2024 tarihindeki değeri 72,6 milyon USD'dir. Hesaplanan değerlerin %11,0 AOSM oranıyla rapor tarihine taşınması sonucu Şirket Değeri, 73,9 milyon USD'dir. İndirgenmiş nakit akımları analizinin sonucunda Durukan Şekerleme'nin Şirket Değeri 2.514 milyon TL hesaplanmıştır.

7. Sonuç

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

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

EKLER

EK-1

SERMAYE PİYASASI KURULU

Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na

Eskişehir Yolu 8. Km No:156

06530 ANKARA

28.08.2024

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("**DenizYatırım**") ile Durukan Şekerleme Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("**Durukan Şekerleme**" veya "**Şirket**") arasında 15.05.2023 tarihinde imzalanan Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi çerçevesinde DenizYatırım, Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer, Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlamaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerine 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, Fiyat Tespit Raporu'nda 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.

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 141
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
V.No:2910110783 Tic.Sic.No:314546
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291-0110-7830-0013

İhsan Engindeniz
Genel Müdür Yardımcısı

Melda Finanser
Bölüm Müdürü

EK-2

SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 ANKARA

28.08.2024

Durukan Şekerleme Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 28.08.2024 tarihli Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurulu kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Kurul'ca kısmi veya geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş olarak, değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak en az 10 çalışana,
- Ayı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 141
Etiler/Beşiktaş/İstanbul
V.No:2910110783 Tic.Sic.No:388440
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291-0110-7830-0013

İhsan Engindeniz
Genel Müdür Yardımcısı

Melda Finanser
Bölüm Müdürü

EK-3

SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 ANKARA

28.08.2024

VII-128.1 sayılı Pay Tebliğinin 29/3 fıkrası uyarınca, Kuruluşumuzca son on iki ay içerisinde konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapılmamış olan halka arzlarla ilişkin fiyat tespit raporunun değerlendirildiği analist raporları aşağıda bulunan tabloda yer almakta olup söz konusu raporlar VII-128.1 Pay Tebliği 29/2 fıkrasında yer alan esaslar çerçevesinde ilan edilmiştir.

Şirket	Tarih	KAP'ta Yapılan Açıklama	Aracı Kurum İnternet Sitesinde Yapılan Açıklama
SKYMD	29.11.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1220895	https://www.denizyatirim.com/asset/AnnouncementsPdf/1701262788.pdf
AVPGY	12.12.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1224930	https://www.denizyatirim.com/asset/AnnouncementsPdf/1702386726.pdf
ODINE	11.03.2024	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1257588	https://www.denizyatirim.com/asset/AnnouncementsPdf/1711371208.pdf
AHSGY	20.08.2024	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1326391	https://www.denizyatirim.com/asset/AnnouncementsPdf/1725274826.pdf

Ayrıca Kuruluşumuzca hazırlanmış analist raporlarına konu halka arzları yürüten yetkili kuruluşların ya da konsorsiyum oluşturulması halinde konsorsiyum liderlerinin ya da eş liderlerinin Şirketimiz ilişkili tarafı olmadığını beyan ederiz.

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 141
Etiler/Beşiktaş/İstanbul
Tic. Sic. No: 2910110783 Tic. Sic. No: 388440
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291-0110-7830-0013

İhsan Engindeniz
Genel Müdür Yardımcısı

Melda Finanser
Bölüm Müdürü