

Şeker Yatırım

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

**Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara
İlişkin Hazırlanan Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu - 7**

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

21.08.2025

1- DEĞERLENDİRME RAPORUNUN KONUSU VE GEREKÇESİ

İş bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29/5. maddesi gereğince Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeleri içerecek şekilde hazırlanmıştır.

2- AÇIKLAMALAR

Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 5. fıkrasında yer alan; “*Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP’ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir.*” hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

İşbu Değerlendirme Raporu, Şeker Yatırım Menkul Değerler AŞ (“Şeker Yatırım” veya “Şirket”) paylarının ilk halka arzında halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeleri içermektedir. Global Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu 27.11.2023 tarihinde KAP’ta yayınlanmış olup (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1220383>), Şirket payları 06.12.2023 tarihinde Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamıştır.

3- FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN YÖNTEMLER

Şeker Yatırım Menkul Değerler AŞ.’nin pay başına halka arz fiyatının belirlenebilmesi amacıyla Global Yatırım Menkul Değerler AŞ tarafından 18.09.2023 tarihinde hazırlanan ve 27.11.2023 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda (KAP) yayınlanan Fiyat Tespit Raporu’nda Şirket’in 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihli Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS)’na göre hazırlanmış finansal tabloları baz alınmıştır.

Fiyat tespit raporunda aşağıdaki iki değerlendirme yöntemi belirtilen ağırlıklandırmalar yapılarak kullanılmıştır:

- **Pazar Yaklaşımı Kapsamında**
 - Piyasa Çarpanları Analizi (F/K) – %25
 - Yurt İçi Benzer Şirketler
 - Yurt Dışı Benzer Şirketler
 - Piyasa Çarpanları Analizi (PD/DD) – %25
 - Yurt İçi Benzer Şirketler
 - Yurt Dışı Benzer Şirketler
- **Gelir Yaklaşımı Kapsamında**
 - İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) – %50

Şirket’in değerlemesinde Özsermaye Artık Değer Modeli ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 1.053.149.161 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Halka arz öncesi çıkarılmış sermayesi 120.000.000 TL olan Şirket’in halka arz pay başına değeri 8,78 TL olarak hesaplanmıştır. %20,24 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 840.000.000 TL, pay başına değer ise 7,00 TL olarak hesaplanmıştır. Hesaplanan şirket değeri hesaplaması aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

TL	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlıklık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
Yurt İçi Benzer Şirket Özsermaye Değeri	1.332.885.226	%25	333.221.306
Yurt Dışı Benzer Şirket Özsermaye Değeri	1.014.397.013	%25	253.599.253
Özsermaye Artık Getiri Modeline Göre Özsermaye Değeri	932.657.203	%50	466.328.602
ÖZSERMAYE DEĞERİ			1.053.149.161
<i>İskonto</i>			<i>%20,24</i>
İSKONTOLU ÖZSERMAYE DEĞERİ			840.000.000
Pay Değeri			8,78
İskontolu Pay Değeri			7,00

Kaynak : Fiyat Tespit Raporu, KAP

Şirket'in piyasa değerinin hesaplanmasında aşağıdaki değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır:

3.1- Özsermaye Artık Getiri Modeli

Varsayımlar

Global Menkul Değerler A.Ş., Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin değerlendirme çalışmasında Şirket'in bağımsız denetim raporlarını, Şirket yönetiminin 2023-2032 yılları finansal tahminlerini ve diğer kamuya açık kaynakları inceleyerek değerlendirme yapmıştır. Buna göre Özsermaye Artık Getiri Modeli'ne göre Şirket'in varsayımları aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

- Şeker Yatırım'ın Borsa İstanbul Pay Piyasası işlem hacmi 2022 yılında 318,7 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiş olup 2023 yılında %69 yükselişle 537,1 milyar TL seviyesine 2024 yılında ise 2023 yılına göre %57 yükselişle 843,3 milyar TL seviyesine ulaşacağı öngörülmüştür.
- Şeker Yatırım'ın 2022 yılında 70,1 milyar TL seviyelerinde gerçekleşen VİOP işlem hacminin 2023 yılında %20 yükselişle 84,1 milyar TL seviyesine 2024 yılında ise 2023 yılına göre %35 yükselişle 113,6 milyar TL seviyesine ulaşması öngörülmüştür.

SKY Hacimleri (MilyarTL)	2022G	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Pay İşlem Hacimleri	318,8	537,1	843,3	1.281,80	1.820,10	2.420,70	3.098,50	3.811,20	4.497,20	5.194,30	5.869,50
Büyüme	84%	69%	57%	52%	42%	33%	28%	23%	18%	16%	13%
SGMK İşlem Hacimleri	40,8	46,9	54	62,1	71,4	82,1	94,4	108,6	124,9	143,6	165,2
Büyüme	-86%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Repo-Ters Repo İşlem Hacimleri	40,4	46,5	53,4	61,4	70,7	81,3	93,4	107,5	123,6	142,1	163,4
Büyüme	-86%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Tahvil-Bono İşlem Hacimleri	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,9	1	1,1	1,3	1,5	1,7
Büyüme	132%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
ÖST İhraçları	1,7	1,8	2	2,3	2,6	3	3,5	4	4,6	5,3	6,1
Büyüme	8%	5%	10%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Viop İşlem Hacimleri	70,1	84,1	113,6	176,1	255,3	344,6	448	560	672	789,6	908,1
Büyüme	107%	20%	35%	55%	45%	35%	30%	25%	20%	18%	15%
Kaldıraçlı Alım - Satım İşlemleri	9,1	12,8	18,4	26,7	38,9	57,6	84,7	123,7	179,4	260,1	377,1
Büyüme	-59%	40%	44%	45%	46%	48%	47%	46%	45%	45%	45%
TOPLAM	481,4	729,7	1.085,30	1.611,00	2.259,70	2.990,20	3.823,50	4.716,10	5.603,00	6.536,50	7.491,10

Kaynak : Fiyat Tespit Raporu, KAP

Şirket'in komisyon ve hizmet gelirleri varsayımları aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

- Şirket'in pay piyasası komisyon gelirlerinin de hacimlere paralel artacağı öngörülmüştür. Şirket'in 2023 yılında 157,2 milyon TL, 2024 yılında 253,8 milyon TL,

projeksiyon sonunda ise 1.767 milyon TL'ye yakın pay piyasası komisyon geliri elde edeceği öngörülmüştür.

- VİOP komisyon gelirlerinin 2023 yılında %20 artarak 8,4 milyon TL'ye, 2024 yılında 2023 yılına göre %46,4 artışla 12,3 milyon TL seviyesine ulaşması öngörülmüştür. VİOP komisyon gelirlerinin projeksiyon sonunda ise 121,3 milyon TL'ye ulaşacağı varsayılmıştır.
- Şirket'in kredili müşterilerden ve müşterilerden elde edilen diğer faiz gelirleri Borsa'da artan hacimlerinin etkisiyle 2022 yılındaki toplam 80,7 milyon TL seviyesinden 2023 yılında toplam 233,4 milyon TL'ye 2024 yılında 282,7 milyon TL seviyesine ve projeksiyon dönemi sonunda ise toplam 421,15 milyon TL'ye ulaşabileceği öngörülmüştür.

HİZMET ve KOMİSYON GELİRLERİ (mn TL)	2022G	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Pay Piyasası Komisyon Gelirleri	93,1	157,2	253,8	385,8	547,8	728,6	932,7	1.147,20	1.353,60	1.563,50	1.766,70
VİOP Komisyon Gelirleri	7,0	8,4	12,3	20,6	32,0	46,0	59,8	74,8	89,8	105,5	121,3
SGMK+REPO Komisyon Gelirleri	0,0	0,02	0,03	0,03	0,03	0,04	0,04	0,05	0,06	0,07	0,08
BPP Komisyon Gelirleri	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4
Kaldıraçlı İşlemler Gelirleri	1,9	3,2	4,6	6,7	9,8	14,4	21,2	31	44,9	65,2	94,5
Kurumsal Finansman Gelirleri	11,8	11,9	16,6	20,7	25,3	32,6	31,2	34,9	43,5	48,1	51,7
Yabancı İşlemleri (sweet)	0,9	1,5	2,0	2,3	2,6	2,9	3,2	3,4	3,6	3,8	4
Kredili Müşterilerden Alınan Faiz Gelirleri	69,4	209,8	249,2	212,2	225	261,4	259,8	261,7	290,2	292,9	305,8
Müşterilerden Alınan Diğer Faiz Gelirleri	11,3	23,7	33,5	39,6	48	56,7	65,8	77,7	90,1	99,8	115,3
Varlık Yönetim Gelirleri	2,2	3,6	4,8	5,5	6,3	7,0	7,7	8,3	8,9	9,4	9,8
Saklama Komisyon Gelirleri	0,9	1,4	1,9	2,2	2,5	2,7	3,0	3,3	3,5	3,7	3,8
Diğer Gelirler	20,2	25,3	33,4	38,6	43,8	48,8	53,7	58,0	62,0	65,1	68,4
TOPLAM	219,7	446,9	613,1	735,2	944,1	1.202,30	1.439,30	1.701,60	1.991,60	2.258,40	2.542,90

Kaynak : Fiyat Tespit Raporu, KAP

Yukarıda verilen varsayımlar altında Şeker Yatırım'ın Özsermaye Artık Getiri Modeline göre piyasa değeri 932.657.203 TL ve pay başı fiyatı 7,77 TL olarak hesaplanmıştır.

3.2- Çarpan Analizi

Çarpan analizinde, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile doğrudan ilgili benzer faaliyet konusuna sahip yurt içinde ve yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketler içerisinde yer alan şirketler değerlendirilerek söz konusu şirketlerin medyan değerleri baz alınmıştır. Benzer şirket çarpanları hesaplamasında, Şirket değerinin objektif tespit edilmesi adına Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanı kullanılmıştır. Çarpan analizinde F/K çarpanı için 5-30 aralığındaki değerler ve PD/DD çarpanı için 1-10 aralığındaki değerler dışında kalan değerler, uç değer olarak kabul edilmiştir.

Benzer şirket analizinde F/K çarpanı ile yapılan değerlemede 2022/06-2023/06 dönemi son 12 aylık net dönem karı 56.979.069 TL yerine 2023 yılı proforma net dönem karı 97.603.461 TL kullanılmıştır. F/K çarpanı ile hesaplanan özsermaye değeri 2023 yılı için tahmin edilen sermaye maliyeti (6 aylık - %13) ile bugüne indirgenmiştir. Benzer şirketlerin medyan PD/DD çarpanı ise Şirket'in 30.06.2023 itibarıyla 341.136.075.-TL seviyesindeki özsermaye değeri üzerinden hesaplanmıştır.

Çarpan analizi yöntemiyle, Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. için yurt içi benzer şirket çarpanları %50 ve yurt dışı benzer şirket çarpanları %50 oranlarında ağırlıklandırılarak; Piyasa Değeri/ Defter Değeri (PD/DD) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarına göre, Şirket'in piyasa değeri 1.173.641.119 TL ve pay başı fiyatı 9,78 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemi	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık	Özsermaye Değeri (TL)
Yurt İçi Benzer Şirketler F/K Çarpanı Yöntemi	895.274.220	25%	223.818.555
Yurt İçi Benzer Şirketler PD/DD Çarpanı Yöntemi	1.770.496.231	25%	442.624.058
Yurt Dışı Benzer Şirketler F/K Çarpanı Yöntemi	1.246.683.742	25%	311.670.936
Yurt Dışı Benzer Şirketler PD/DD Çarpanı Yöntemi	782.110.284	25%	195.527.571
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)			1.173.641.119
Pay Başına Değer (TL)			9,78

Kaynak : Fiyat Tespit Raporu, KAP

3.3- Değerleme Yöntemi Sonucu

Şirket için değer tespiti çalışmasında Özsermaye Artık Getiri Modeli ve Çarpan Analizi olmak üzere iki yöntemle göre değer tespiti yapılmış ve her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılmıştır. Buna göre ağırlıklandırılmış Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri 1.053.149.161.-TL olarak hesaplanmaktadır. Söz konusu Halka Arz Öncesi Özsermaye Değerine %20,24 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 840.000.000.-TL seviyesinde Halka Arz İskontolu Özsermaye Değerine ulaşılmakta olup halka arz öncesi 120.000.000.-TL seviyesindeki ödenmiş sermayeye göre Halka Arz İskontolu pay başına değer 7.00-TL olarak tespit edilmiştir.

	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlıklık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
Yurt İçi Benzer Şirket Özsermaye Değeri	1.332.885.226	25,0%	333.221.306
Yurt Dışı Benzer Şirket Özsermaye Değeri	1.014.397.013	25,0%	253.599.253
Özsermaye Artık Getiri Modeli	932.657.203	50,0%	466.328.602
ÖZSERMAYE DEĞERİ			1.053.149.161
İskonto			20,24%
İSKONTOLU ÖZSERMAYE DEĞERİ			840.000.000
Pay Değeri			8,78
İskontolu Pay Değeri			7,00

Kaynak : Fiyat Tespit Raporu, KAP

4- HALKA ARZ SONRASI FİNANSAL VE OPERASYONEL PERFORMANS

Şirket 11.08.2025 tarihinde 30.06.2025 tarihli finansal tablolarını KAP'ta (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1476309>) ve internet sitesinde kamuya açıklamıştır. Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (KGGK) tarafından yayımlanan 23 Kasım 2023 tarihli “Bağımsız Denetime Tabi Şirketlerin Finansal Tablolarının Enflasyona Göre Düzeltilmesi Hakkında Duyuru” kapsamında Şirket'in 30.06.2025 tarihli finansal tabloları TMS 29 “Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama” standardı kapsamında enflasyon düzeltmesine tabi tutulmuştur.

Bu doğrultuda enflasyon muhasebesi uygulanmış finansal tablolar da seçilmiş finansallara ait özet bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Bilanço

TL	31.12.2024	30.06.2025
Dönen Varlıklar	1.919.537.010	1.705.508.639
Nakit ve Nakit Benzerleri	273.982.186	377.118.999
Finansal Yatırımlar	154.975.680	114.633.434
Ticari Alacaklar	1.483.809.429	1.198.784.543
Duran Varlıklar	428.527.614	488.558.722
Diğer Alacaklar	80.207.469	154.145.736
Finansal Yatırımlar	10.799.791	10.799.791
Maddi Duran Varlıklar	280.255.274	266.186.915
Ertelenmiş Vergi Varlığı	47.423.674	50.274.193
TOPLAM VARLIKLAR	2.348.064.624	2.194.067.361
KAYNAKLAR		
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.226.589.738	1.138.079.303
Kısa Vadeli Borçlanmalar	375.923.119	420.522.145

Ticari Borçlar	740.552.786	643.110.908
Diğer Borçlar	38.031.530	40.260.392
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	18.856.124	14.337.541
Uzun Vadeli Yükümlülükler	15.184.588	14.137.799
ÖZKAYNAKLAR	1.106.290.298	1.041.850.259
Sermaye	155.000.000	155.000.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	847.568.117	847.568.117
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	2.378.416	2.128.932
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-18.835.520	-21.946.803
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	65.252.158	74.253.372
Diğer Yedekler	66.640.214	74.253.372
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	50.418.805	-20.714.301
Net Dönem Karı	-62.131.892	-61.079.272
TOPLAM KAYNAKLAR	2.348.064.624	2.194.067.361

Kaynak : Şirket Finansal Raporları - KAP

Gelir Tablosu

TL	30.06.2024	30.06.2025
Satışlar	27.267.796.451	18.998.581.535
Satışların Maliyeti	-26.793.636.876	-18.563.037.470
Brüt Kar/Zarar	474.159.575	435.544.065
Pazarlama Giderleri	-34.662.896	-42.753.290
Genel Yönetim Giderleri	-229.770.057	-266.135.305
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	18.259.404	25.896.816
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-2.030.477	-2.025.234
Esas Faaliyet Kar/Zarar	225.955.549	150.527.052
Finansman Gelirleri	48.725.476	47.001.704
Finansman Giderleri	-62.745.366	-118.086.405
Net Parasal Kazanç / Kayıp)	-177.642.752	-113.263.424
Vergi Öncesi Kar/Zarar	34.292.907	-33.821.073
Vergi Gelir/Gideri	-68.691.159	-27.258.199
Dönem Vergi Geliri/ Gideri	-57.801.550	-30.001.799
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	-10.889.609	2.743.600
Dönem Kar/Zararı	-34.398.252	-61.079.272

Kaynak : Şirket Finansal Raporları - KAP

Şirket'in Global Menkul Değerler A.Ş. tarafından yazılan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan projeksiyonlar ve 30.06.2025 dönemi itibarıyla gerçekleştirmeler (TMS 29) takip eden tabloda özetlenmiştir.

HİZMET ve KOMİSYON GELİRLERİ (mnTL)	2025/06 (TMS 29)	2025T	Gerçekleşme Oranı
Pay Piyasası Komisyon Gelirleri	58,67	385,8	15,2%
VİOP Komisyon Gelirleri	18,67	20,6	90,6%
SGMK+REPO Komisyon Gelirleri	1,49	0,03	4961,1%
BPP Komisyon Gelirleri	2,90	1,00	290,4%
Kaldıraçlı İşlemler Gelirleri	1,94	6,7	29,0%
Kurumsal Finansman Gelirleri	0,47	20,7	2,3%
Yabancı İşlemleri (sweet)	0,19	2,3	8,3%
Kredili Müşterilerden Alınan Faiz Gelirleri	289,13	212,2	136,3%
Müşterilerden Alınan Diğer Faiz Gelirleri	56,98	39,6	143,9%
Varlık Yönetim Gelirleri	10,52	5,5	191,2%
Saklama Komisyon Gelirleri	2,28	2,2	103,8%
Diğer Gelirler	23,23	38,6	60,2%
TOPLAM	466,5	735,2	63,5%

Net Kar	-61,1	156,6	-
----------------	--------------	--------------	----------

Kaynak : Şirket Finansal Raporları ve Fiyat Tespit Raporu - KAP

5- SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Şirket'in 30.06.2025 tarihli finansal tabloları TMS 29 "Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama" standardı kapsamında enflasyon düzeltmesine tabi tutulmuştur. Fiyat Tespit raporunda 2025 yılına ait hizmet ve komisyon gelirlerine ait varsayımlar (varsayımlar enflasyon muhasebesi uygulamasına geçilmeden önce yapılmıştır) ve enflasyona göre düzeltilmiş (TMS 29) 30.06.2025 gerçekleştirmeler yukarıdaki tabloda gösterilmiştir.

Buna göre 2025/06 döneminde toplam hizmet ve komisyon gelirleri 466,5 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Fiyat Tespit Raporu'nda 2025 yılının toplam hizmet ve komisyon gelirlerinin 735,2 milyon TL seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmüştür. Dolayısıyla 2025/06 döneminde 2025 sonu itibarı ile projekte edilen toplam hizmet ve komisyon gelirlerinin %63,5'i gerçekleşmiştir. Şeker Yatırım, 30.03.2025 itibarıyla enflasyon muhasebesi uygulamasından kaynaklı oluşan 113,3 milyon TL net parasal kayıp sonrası 61,1 milyon TL net dönem zararı açıklamıştır. 30.06.2025 itibarıyla kaydedilen net zarar rakamı 2025 yılı için TMS 29 hariç tahmin edilen 156,6 milyon TL net kar rakamının altında seyretmektedir.

Kamuoyunun ve paydaşlarımızın bilgisine saygılarımızla arz olunur.

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Denetimden Sorumlu Komite

Hikmet Aydın SİMİT
Komite Başkanı

Gamze ZOR
Komite Üyesi