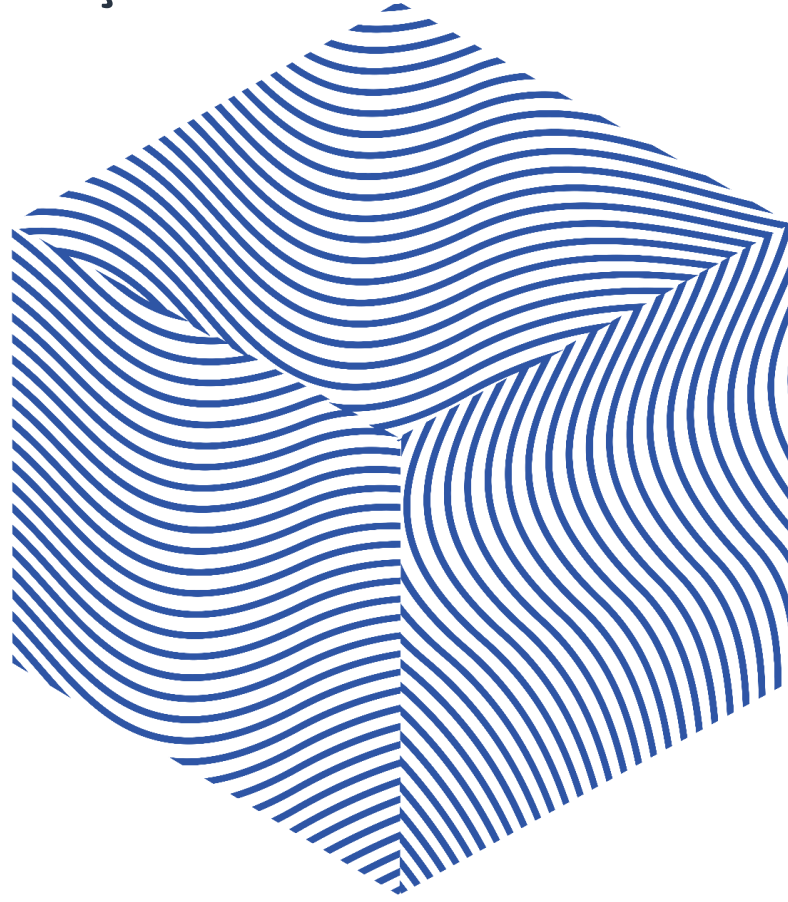


Baydöner Restoranlar A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

14 Ağustos 2023



İçindekiler

1	Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi	5
3	Finansal Durum	5
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi	8
4.1	Pazar Yaklaşımı	8
4.1.1	Yurtiçi Benzer Şirketler	8
4.1.2	Yurt dışı Benzer Şirketler	10
4.1.3	Çarpan Analizi Özet	11
4.2	Gelir Yaklaşımı	12
4.3	Sonuç	13
5	Görüş	14
5.1	Pazar Yaklaşımı	14
5.2	Gelir Yaklaşımı	14
5.3	Sonuç	14

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("**İş Yatırım**") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("**Halk Yatırım**") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Baydöner Restoranlar A.Ş. ("**Baydöner**", "**Şirket**") paylarının halka arzı kapsamında Halk Yatırım'ın hazırladığı 9 Ağustos 2023 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Konsorsiyum Lideri	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Borsa'da Satış
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	70.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%21,43
Halka Arz Metodu	%77,8 Sermaye Artırımı %22,2 Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	18.000.000 TL
Ek Satış	Yoktur
Satmama Taahhüdü	Pay Sahipleri ve İhraççı için 1 yıl
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır
Halka Arz Büyüklüğü	378.000.000 TL
Borsa'da Satış	15-16 Ağustos 2023
Halka Arz Fiyatı	21,00 TL
Bağımsız Denetçi	Gürel Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş.

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Ferudun Tunçer	A	10.500.000	15,0	10.500.000	12,5
	B	24.500.000	35,0	22.500.000	26,8
Levent Yılmaz	A	10.500.000	15,0	10.500.000	12,5
	B	24.500.000	35,0	22.500.000	26,8
Halka Açık Kısım	B	-	-	18.000.000	21,4
TOPLAM		70.000.000	100,0	84.000.000	100,0

Kaynak: İzahname

Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanıma İlişkin Yüzdese Aralık
İşletme Sermayesi İçin İhtiyaç Duyulacak Fon Miktarı	35-45%
Kırmızı Et İşleme Ve Tereyağı Üretim Tesisinin Faaliyete Geçirilmesi	25-35%
Finansal Borçların Azaltılmasında Kullanılacak	15-20%
Şirketin Büyümesinin Finansmanı	15-30%

Kaynak: İzahname

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Baydöner Restoranlar A.Ş. (“Şirket”), 2007 yılında kurulmuş olan Şirket’in esas faaliyet alanını restoran işletmeciliği oluşturmaktadır. Şirket sahip olduğu “Baydöner”, “Bursa İshakbey” ve “Pide by Pide” markaları ile yeme-içme sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket AVM ve caddelerde yer alan şube ve bayileri (franchiseları) aracılığı ile et döner, İskender, pide, çorba, salata, patates kızartması, turşu, künefe vb. ürünlerin satışını yapmaktadır.

Baydöner markası altında hizmet veren 112 adet restoranın; 81 adedi yurt içinde Şirket tarafından şube şeklinde, 3’ü Şirket’in iştiraki APK Gıda tarafından olmak üzere toplam 31 adedi franchise sözleşmeleri uyarınca bayi (franchise) olarak (30 tanesi yurt içinde, 1 tanesi yurt dışında) franchise sözleşmeleri uyarınca işletilmektedir.

Bursa İshakbey markası altında tamamı yurt içinde hizmet veren 18 adet restoranın 16 adedi Şirket tarafından şube şeklinde, 2 tanesi bayi (franchise) olarak franchise sözleşmeleri uyarınca işletilmektedir.

Pide by Pide markası altında tamamı yurt içinde hizmet veren 28 adet restoranın 22 adedi Şirket tarafından şube şeklinde, 6 tanesi bayi (franchise) olarak franchise sözleşmeleri uyarınca işletilmektedir.

Baydöner markası ile masaya servis ve paket servis ve üçüncü taraf online platformlar aracılığı ile, Bursa İshakbey ve Pide by Pide markaları ile gel-al, self-servis, paket servis ve üçüncü taraf online platformlar aracılığı ile hizmet vermektedir.

Şirket sahip olduğu şube restoranlarda gerçekleşen satışların yanında, bayilerinden (franchise) de çeşitli gelirler (katılım bedeli, royalti ve pazarlama geliri, ürün satışı vb.) elde etmektedir. Şirket’in izahname tarihi itibarıyla üretim tesisi bulunmamakta olup, Şirket’in özel reçeteli ürünleri dahil mamul ve malzemeleri üçüncü taraf tedarikçilerden temin edilmektedir. Şirket’in 2022 yılında %100 bağlı ortaklığı olarak kurulan APZ Gıda tarafından “Kırmızı Et İşleme ve Tereyağı Üretim Tesisi” kurulması çalışmalarına başlamış olup, 2023 yıl sonu itibarıyla faaliyete geçmesi beklenmektedir.

Şirket’in satışlarının restoran bazında kırılım bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 4: Net Restoran Gelirleri

Net Restoran Gelirleri (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Baydöner Restoranları	132.317.113	213.163.575	605.335.381	110.972.976	211.114.168
İshak Bey Restoranları	571.980	26.804.000	73.055.542	13.835.806	24.047.700
PidebyPide Restoranları	379.126	6.943.328	62.712.237	13.284.798	17.094.776
TOPLAM	133.268.219	246.910.903	741.103.160	138.093.580	252.256.644

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

3 Finansal Durum

Şirket’e ilişkin bilanço ve gelir tablosuna aşağıda yer verilmektedir.

Tablo 5: Bilanço

BİLANÇO				
(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Nakit ve Nakit Benzerleri	13.252.379	35.325.160	99.570.111	105.171.910
Finansal Yatırımlar	-	-	-	7.623.596
Ticari Alacaklar	22.368.602	22.050.826	29.248.331	31.996.425
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>14.225.686</i>	<i>453.576</i>	<i>134.930</i>	<i>244.802</i>

BİLANÇO				
(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	8.142.916	21.597.250	29.113.401	31.751.623
Diğer Alacaklar	5.628.908	997.988	1.072.831	3.676.405
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	5.030.730	-	-	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	598.178	997.988	1.072.831	3.676.405
Kiralama Alacaklar	2.557.606	4.479.855	6.294.192	3.742.780
Stoklar	8.454.924	23.748.890	84.615.846	92.942.028
Peşin Ödenmiş Giderler	3.326.521	1.217.519	5.106.970	11.444.888
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	23.273	-	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	1.762.399	11.314.006	2.502.142	315.163
Dönen Varlıklar	57.374.612	99.134.244	228.410.423	256.913.195
Diğer Alacaklar	8.397.600	1.166.059	1.452.464	1.518.277
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	7.555.925	-	-	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	841.675	1.166.059	1.452.464	1.518.277
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	8.020.220	8.450.000	12.000.000	12.051.477
Maddi Duran Varlıklar	21.819.700	133.575.222	250.892.125	246.719.472
Kullanım Hakları	61.158.620	78.511.168	153.843.231	236.711.879
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9.617.922	41.198.633	35.536.032	36.299.531
Kiralama Alacakları	4.250.989	4.148.899	1.412.760	2.276.763
Peşin Ödenmiş Giderler	9.500.000	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.370.682	-	-	-
Duran Varlıklar	124.135.733	267.049.981	455.136.612	535.577.399
TOPLAM VARLIKLAR	181.510.345	366.184.225	683.547.035	792.490.594
Kısa Vadeli Borçlanmalar	227.155	-	58.883.508	65.033.026
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	9.171.958	11.793.786	9.361.632	3.814.568
Diğer Finansal Yükümlülükler	44.488	58.665	3.129.261	2.487.647
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	37.639.577	35.777.188	62.498.023	77.507.501
Ticari Borçlar	32.975.063	51.005.668	87.804.633	85.702.774
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	9.673.285	464.581	-	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	23.301.778	50.541.087	87.804.633	85.702.774
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	716.632	7.498.406	17.952.759	28.020.493
Diğer Borçlar	472.753	584.721	1.118.132	3.152.271
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	142.602	-	-	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	330.151	584.721	1.118.132	3.152.271
Ertelenmiş Gelirler	2.589.952	19.462.726	14.772.877	9.572.568
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	2.750.157	2.874.780	1.575.526	1.005.434
Kısa Vadeli Karşılıklar	5.245.638	7.527.274	16.594.104	20.086.772
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	2.156.912	3.839.604	6.174.905	8.848.402
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	3.088.726	3.687.670	10.419.199	11.238.370
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	160.692	370.658	466.197	4.079.910
Kısa Vadeli Yükümlülükler	91.994.065	136.953.872	274.156.652	300.462.964
Uzun Vadeli Borçlanmalar	13.069.561	11.231.595	3.786.324	18.037.272
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	37.147.950	55.405.641	110.896.060	174.536.480
Ertelenmiş Gelirler	14.767.636	3.206.495	1.200.752	1.199.716
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.605.648	1.980.340	10.629.756	5.723.539
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	1.605.648	1.980.340	10.629.756	5.723.539
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	57.579	18.734.195	30.035.497	17.861.217
Uzun Vadeli Yükümlülükler	66.648.374	90.558.266	156.548.389	217.358.224
Ödenmiş Sermaye	22.500.000	45.000.000	70.000.000	70.000.000
Ortak Kontrole Tabi İşletme Birleşmelerin Etkisi	(21.841.966)	-	-	-
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(1.360.581)	81.683.173	153.548.978	155.298.313
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Aktüeryal Kazanç/ (kayıp) fonu</i>	(1.360.581)	(1.745.674)	(7.861.878)	(5.366.603)
<i>Yeniden değerlendirme ve Sınıflandırma Kazanç/Kayıpları</i>	-	83.428.847	161.410.856	160.664.916
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.233.043	1.364.838	2.996.565	5.118.065
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	19.787.573	(22.136.351)	(16.007.651)	24.920.891
Net Dönem Karı/Zararı	2.549.837	32.760.427	42.304.102	19.332.137
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	22.867.906	138.672.087	252.841.994	274.669.406
TOPLAM KAYNAKLAR	181.510.345	366.184.225	683.547.035	792.490.594

Kaynak: İzahname

Tablo 6: Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU					
(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Hasılat	157.039.516	278.900.205	830.644.508	152.031.886	284.641.047
Satışların Maliyeti (-)	(148.319.807)	(230.307.571)	(666.736.541)	(119.959.076)	(236.001.762)
Brüt Kar/(Zarar)	8.719.709	48.592.634	163.907.967	32.072.810	48.639.285
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	(2.646.426)	(2.451.300)	(24.678.030)	(1.984.324)	(3.879.517)
Genel yönetim giderleri (-)	(16.887.314)	(23.159.734)	(54.570.674)	(10.731.993)	(31.832.696)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	8.628.112	10.265.518	10.124.385	3.958.977	7.301.255
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(6.139.469)	(8.094.524)	(26.079.505)	(10.131.529)	(6.399.733)
Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	(8.325.388)	25.152.594	68.704.143	13.183.941	13.828.594
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	68.223	2.342.942	3.538.448	35.460	-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(2.836.674)	(170.163)	(42.633)	(205.982)	1.928.871
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların karlarından paylar	(484.656)	200.240	1.489.015	-	51.477
Finansman Geliri/(Gideri) Öncesi Faaliyet Karı/(Zararı)	(11.578.495)	27.525.613	73.688.973	13.013.419	15.808.942
Finansman Gelirleri	33.302.539	29.716.441	18.054.530	43.025.794	10.730.679
Finansman Giderleri (-)	(16.322.968)	(18.862.781)	(41.418.045)	(6.612.470)	(18.884.270)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/(Zararı)	5.401.076	38.379.273	50.325.458	49.426.743	7.655.351
Dönem Vergi Gideri/Geliri	(3.126.745)	(6.332.487)	(14.686.505)	(2.468.847)	(1.121.313)
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	275.506	713.641	6.665.149	221.319	12.798.099
Dönem Karı/(Zararı)	2.549.837	32.760.427	42.304.102	47.179.215	19.332.137

Kaynak: İzahname

Şirket'in net finansal borçluluk durumu aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 7: Net Finansal Borçluluk Durumu

Net Borçluluk Durumu (31.03.2023)	Tutar (TL)
A. Nakit	67.503.610
B. Nakit Benzerleri	37.668.300
C. Alım Satım Amaçlı Finansal Varlıklar	7.623.596
D. Likidite (A+B+C)	112.795.506
E. Kısa Vadeli Finansal Alacaklar	-
F. Kısa Vadeli Banka Kredileri	65.033.026
G. Uzun Vadeli Banka Kredilerinin Kısa Vadeli Kısmı	3.814.568
H. Diğer Kısa Vadeli Finansal Borçlar	79.995.148
I. Kısa Vadeli Finansal Borçlar (F+G+H)	148.842.742
J. Kısa Vadeli Net Finansal Borçluluk (I-E-D)	36.047.236
K. Uzun Vadeli Banka Kredileri	18.037.272
L. Tahviller	-
M. Diğer Uzun Vadeli Finansal Borçlar	174.536.480
N. Uzun Vadeli Finansal Borçluluk (K+L+M)	(192.573.752)
O. Net Finansal Borçluluk (J+N)	228.620.988

Kaynak: İzahname

Şirket'in karlılık tablosuna aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 8: Karlılık Tablosu

Karlılık	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Brüt Kar Marjı	5,6%	17,4%	19,7%	21,1%	17,1%
Faaliyet Karı Marjı	-7,4%	9,9%	8,9%	8,6%	5,6%
Net Kar Marjı	1,6%	11,7%	5,1%	4,7%	6,8%

Kaynak: İzahname

Tablo 9: FAVÖK Hesabı

Şirket'in FAVÖK tablosuna aşağıda yer verilmiştir.

FAVÖK (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Brüt Kar	8.719.709	48.592.634	163.907.967	32.072.810	48.639.285
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri	(2.646.426)	(2.451.300)	(24.678.030)	(1.984.324)	(3.879.517)
Genel yönetim giderleri	(16.887.314)	(23.159.734)	(54.570.674)	(10.731.993)	(31.832.696)
FVÖK	(10.814.031)	22.981.600	84.659.263	19.356.493	12.927.072
FVÖK Marjı	-6,9%	8,2%	10,2%	12,7%	4,5%
Amortisman	(47.102.706)	(63.582.023)	(96.613.752)	(18.584.448)	(26.915.100)
FAVÖK	36.288.675	86.563.623	181.273.015	37.940.941	39.842.172
FAVÖK Marjı	23,1%	31,0%	21,8%	25,0%	14,0%

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 9 Ağustos 2023 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde pazar yaklaşımı (piyasa çarpanları) ve gelir yaklaşımı (indirgenmiş nakit akımları) yaklaşımı dikkate alınmıştır.

4.1 Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı metoduyla yapılan değerlemede Halk Yatırım tarafından çarpan analizi metodu tercih edilmiş ve Firma Değeri/FAVÖK ("FD/FAVÖK") çarpanı kullanılmıştır. FAVÖK çarpanı şirketin operasyonel karlılığını dikkate almakta ve firma değeri hesaplanmasında kullanılmaktadır. Firma değerinden net finansal borcun çıkarılması ile piyasa değeri hesaplanmaktadır.

Çarpan analizi kapsamında benzer özellik gösteren şirketler BİST Gıda ve İçecek Endeksinde Yer Alan yurtiçi benzer şirketler ve yurtdışı benzer şirketler altında incelenmiştir. Çarpanların hesaplanmasında yurt içi çarpanları için 13.06.2023 kapanış tarihli Bloomberg Terminali ile yurt dışı çarpanları için 21.07.2023 tarihli Bloomberg Terminali verilerinin dikkate alındığı belirtilmiştir.

4.1.1 Yurtiçi Benzer Şirketler

Yurtiçi benzer madencilik şirketlerinin PD/DD, F/K, FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanları aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 10: Yurtiçi Benzer Şirketler Çarpanları

Şirket Adı	Piyasa Değeri (mn TL)	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
Anadolu Efes Biracılık ve Malt	52.520	2,07	13,23	5,19	0,98
Ulusoy Un	6.440	1,81	12,02	6,04	0,35
Ülker Bisküvi	13.502	2,07	13,33	4,85	0,96

Şirket Adı	Piyasa Değeri (mn TL)	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
Coca-Cola İçecek	75.497	3,59	15,94	3,79	1,42
Kereviş Gıda	7.222	2,08	6,99	5,79	0,66
Elite Naturel Organik Gıda	3.149	16,46	26,48	12,76	5,15
Tukaş Gıda	12.367	5,73	12,07	9,12	m.d.
Penguen Gıda	1.260	0,86	18,83	14,10	1,78
Konfrut Gıda	2.232	5,88	17,52	9,70	1,17
Merko Gıda	659	2,05	24,01	9,73	1,48
Selva Gıda	898	1,89	10,23	12,26	1,47
Banvit Bandırma Vitaminli Yem	8.837	4,30	m.d.	27,82	0,86
Kervan Gıda	4.848	3,02	11,99	9,64	1,22
Dardanel Önentaş Gıda	3.317	1,72	137,21	21,85	1,32
Oylum Sınai Yatırımlar	470	1,74	9,56	11,09	1,56
Fade Gıda Yatırım	1.114	1,96	3,54	45,45	6,67
Kütahya Şeker	2.723	1,85	5,85	10,82	4,60
Kristal Kola ve Meşrubat	1.428	3,48	21,76	23,95	m.d.
Ersu Meyve ve Gıda	287	4,25	m.d.	1951,88	4,16
Orçay Ortaköy Çay	675	3,19	m.d.	m.d.	m.d.
AVOD Kurutulmuş Gıda ve Tarım	1.029	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Yayla Agro Gıda	15.596	5,39	16,36	15,43	1,56
Pınar Entegre Et ve Un	2.812	0,99	7,88	11,18	1,26
Pınar Su	846	2,46	m.d.	16,94	1,65
Tat Gıda	5.065	4,27	17,43	14,37	1,82
Frigo-Pak Gıda Maddeleri	830	2,71	11,39	6,64	1,77
Kayseri Şeker	18.398	2,69	m.d.	m.d.	m.d.
Eksun Gıda Tarım	4.690	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Pınar Süt Mamülleri	3.192	0,86	8,91	10,13	0,65
Söke Değirmencilik	5.991	4,07	m.d.	m.d.	m.d.
Göknur Gıda Maddeleri	5.859	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Tetamat Gıda Yatırımları	496	269,01	m.d.	m.d.	20,11
Vanet Gıda Sanayi	320	6,28	21,02	m.d.	25,32
Selçuk Gıda Endüstri	196	2,36	12,22	m.d.	5,26

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
Ortalama	2,95	13,85	11,15	2,07
Medyan	2,46	12,22	10,47	1,48

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt içi benzer şirketlerin FD/FAVÖK medyan değeri (10,47) Şirket'in çarpan değerlemesinde kullanılmıştır. Bu çarpan değerine göre, Baydöner'in hesaplanan piyasa değeri aşağıdaki tablodaki verilmiştir.

Tablo 11: Yurtiçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Piyasa Değeri

Çarpan	Medyan	12 Aylık FAVÖK	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
FD/FAVÖK	10,47	183.174.248	100%	1.933.587.980

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurtiçi benzer şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanına göre piyasa değeri **1.933.587.980 TL** olarak hesaplanmıştır.

4.1.2 Yurt dışı Benzer Şirketler

Yurt dışı benzer şirketlerinin PD/DD, F/K, FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanları aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 12: Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpanları

Şirket Adı	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
Fairwood Holdings Ltd	2,10	31,87	3,51	0,63
Tam Jai International Co Ltd	1,48	16,19	2,36	0,65
Alsea Sab De Cv	5,98	23,42	6,07	1,19
Tang Palace China Holdings	2,06	m.d.	m.d.	0,46
Zamp Sa	0,76	m.d.	5,32	0,73
Cafe De Coral Holdings Ltd	2,10	52,37	5,40	0,93
Kyochon F&B Co Ltd	1,14	59,78	13,78	0,41
Arcos Dorados Holdings Inc-A	6,28	14,31	8,84	0,94
Collins Foods Ltd	3,08	104,89	9,80	1,45
Restaurant Brands Nz Ltd	2,73	24,96	9,70	1,36
International Meal Company A	0,68	m.d.	3,33	0,70
Nathans'S Famous Inc	m.d.	16,02	10,23	2,83
Carrols Restaurant Group Inc	1,86	m.d.	8,12	0,89
Shakey'S Pizza Asia Ventures	2,16	15,78	10,35	1,92
Jollibee Foods Corp	3,96	41,40	13,08	1,60
Wendy'S Co/The	10,91	24,72	13,80	3,80
Create Restaurants Holdings	8,14	111,74	16,54	2,32
Zensho Holdings Co Ltd	9,08	79,22	23,43	1,61
Yoshinoya Holdings Co Ltd	3,15	25,94	17,33	1,08
Restaurant Brands Intern	9,39	32,96	23,14	7,38
Domino'S Pizza Enterprises L	7,26	31,95	17,00	2,62
Mcdonald'S Corp	m.d.	26,44	20,37	10,86
Jubilant Foodworks Ltd	3,02	87,28	28,64	6,39
Dp Poland Plc	2,97	m.d.	66,30	1,89
Westlife Foodworld Ltd	24,55	124,44	m.d.	m.d.
Tofu Restaurant Co Ltd	7,71	23,53	11,61	2,49
Amrest Holdings Se	4,08	m.d.	m.d.	0,75
An-Shin Food Services Co Ltd	1,11	16,00	3,71	0,53

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
Ortalama	4,13	37,45	11,89	1,41
Medyan	3,02	26,19	10,29	1,14

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK medyan değeri (10,29) Şirket'in çarpan değerlemesinde kullanılmıştır. Bu çarpan değerine göre, Baydöner'in hesaplanan piyasa değeri aşağıdaki tablodaki verilmiştir.

Tablo 13: Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Piyasa Değeri

Çarpan	Medyan	12 Aylık FAVÖK	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
FD/FAVÖK	10,29	183.174.248	100%	1.900.982.964

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurtdışı benzer şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanına göre yapılan değerlemede piyasa değeri **1.900.982.964 TL** olarak hesaplanmıştır.

4.1.3 Çarpan Analizi Özet

Yurt içi benzer şirketleri çarpanlarına %50 ve yurt dışı benzer şirketleri çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir. çarpan analizi sonucu Şirket'in piyasa değeri **1.917.285.472 TL** olarak hesaplanmıştır.

4.2 Gelir Yaklaşımı

Halk Yatırım tarafından yapılan indirgenmiş nakit akımları analizi (“İNA”) Şirket tarafından sağlanan bilgiler baz alınarak 2023-2027 periyodu için hazırlanmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“AOSM”) hesaplamasında kullanılan parametreler aşağıdaki tablodaki açıklamalar çerçevesinde hesaplanmıştır.

Tablo 14: Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti

	2023	2024	2025	2026	2027
Risksiz Faiz Oranı 5Y	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Özsermaye Maliyeti	26,00%	26,00%	26,00%	26,00%	26,00%
Borç/Özkaynak Oranı	24,55%	24,55%	24,55%	24,55%	24,55%
Borçlanma Maliyeti	24,50%	24,50%	24,50%	24,50%	24,50%
Kurumlar Vergisi	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%
Düzeltilmiş Borçlanma Maliyeti	18,87%	18,87%	18,87%	18,87%	18,87%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	24,25%	24,25%	24,25%	24,25%	24,25%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Risksiz Faiz Oranı: Türkiye 5 yıllık gösterge tahvilinin projeksiyon dönemi boyunca %20 olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır,
- Piyasa Risk Primi (Rp): Piyasa ortalama getiri beklentisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farktır. Genel olarak piyasa ortalama getirisi olarak Borsa İstanbul 100 endeksinin belli bir döneme ait ortalama getirisi, risksiz faiz oranı olarak ise Hazineye ait tahvil faizi kullanılarak hesaplanır.
- $AOSM = Sermaye\ Maliyeti \times (1 - Borçluluk\ Oranı) + Vergi\ Sonrası\ Borçlanma\ Maliyeti \times (Borçluluk\ Oranı)$
- Böylelikle indirgenmiş nakit akımı (İNA) hesabında kullanılacak AOSM oranı %24,25 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in indirgenmiş nakit akımları analizine göre değerlemesinin yapılabilmesi için ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve daha sonra söz konusu serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek (Serbest Nakit Akımları x İskonto Oranı) bugünkü değerine indirgenmiştir. Projeksiyon dönemi 2023-2027 yılları arasında 5 yıllık dönemi kapsamaktadır.



Hazırlanan projeksiyonlara göre nakit akışı aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir.

Tablo 15: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (1/2)

Gelir Tablosu Projeksiyonu	2023	2024	2025	2026	2027
Net Satışlar	1.506.877.206	2.249.339.512	3.219.092.208	4.538.939.548	6.475.253.414
Büyüme Oranı (%)	-	49,3%	43,1%	41,0%	42,7%
FVÖK	188.567.321	325.348.005	501.979.728	752.140.139	1.132.160.089
FVÖK Marjı (%)	12,5%	14,5%	15,6%	16,6%	17,5%
Vergi Oranı	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%
Vergi Sonrası Faalyiet Karı	145.196.837	250.517.964	386.524.391	579.147.907	871.763.269
Amortisman	142.788.904	179.006.362	231.596.172	297.335.804	385.477.311
Brüt Nakit Akımı	287.985.741	429.524.326	618.120.563	876.483.711	1.257.240.580
İşletme Sermayesi İhtiyacı (-)	19.580.466	22.943.214	29.896.288	40.767.173	59.919.298
Kira Ödemelerine İlişkin Yükümlülükler (-)	125.282.530	164.134.853	208.847.451	262.683.683	330.266.718
Yatırım Harcamaları (-)	48.194.933	60.429.275	100.937.667	138.709.881	208.467.492
Serbest Nakti Akımları	94.927.812	182.016.984	278.439.157	434.322.974	658.587.072
İndirgeme Oranı	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%
İskonto Faktörü	80,5%	64,8%	52,1%	42,0%	33,8%
İndirgenmiş Nakit Akımları	76.401.666	117.904.568	145.163.819	182.242.741	222.412.912

Son Projeksiyon Dönemi SNA Değeri	691.516.425
Devam Eden Büyüme Oranı	5%
Kapitalizasyon Oranı	19,2%
Terminal SNA Değeri	3.592.600.465
İskonto Faktörü	34%
İskonto Edilmiş Sonsuz Değer	1.213.265.131
İndirgenmiş Nakit Akımı Toplamı	744.125.705
İndirgenmiş Devam Eden Değer	1.213.265.131
Firma Değeri	1.957.390.836
Net Finansal Borç (-)	(24.409.386)
Piyasa Değeri	1.981.800.222

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Nakit akışlarına göre özkaynak değeri **1.981.800.222 TL** olarak hesaplanmıştır.

4.3 Sonuç

Sonuç olarak:

Değerleme çalışması kapsamında gelir yaklaşımı ve pazar yaklaşımı yöntemi eşit ağırlıklandırılmıştır.

Bu kapsamda söz konusu ağırlıklandırma sonucunda Halk Yatırım tarafından hesaplanan piyasa değeri aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 16: Değerleme Sonucu

Yaklaşım Yöntemi (TL)	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	Ağırlıklı Özsermaye Değeri
Gelir Yaklaşımı	1.981.800.222	50%	990.900.111
Piyasa Yaklaşımı	1.917.285.472	50%	958.642.736
Yurt Dışı Benzer Şirketler	1.900.982.964	50%	950.491.482
BIST GIDA Şirketleri	1.933.587.980	50%	966.793.990
Halka Arz Öncesi Sermaye Değeri			1.949.542.847

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in ortalama halka arz öncesi özkaynak değeri **1.949.542.847 TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 17: Halka Arz Fiyatı

Sonuç	(TL)
Nominal Sermaye Tutarı	70.000.000
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	1.949.542.847
İskonto Öncesi Pay Başına Değer	27,85
Halka Arz İskontosu (%)	24,60%
İskonto Sonrası Özkaynak Değeri	1.470.000.000
Halka Arz Fiyatı	21,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden %24,60 iskonto oranı uygulanarak hisse başına halka arz fiyatı **21,00 TL** olarak hesaplanmıştır.

5 Görüş

İş Yatırım görüşü değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Pazar Yaklaşımı

- Sektör dinamiklerini yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul bulmaktayız.
- Çarpan analizi kapsamında benzer özellik gösteren gıda ve içecek alanında faaliyet gösteren şirketlerin yabancı ve yerli benzer şirketler olarak iki grup altında incelenmesini makul bulmaktayız.
- Şirket değeri hesaplamasında sıklıkla kullanılan FD/FAVÖK çarpanının medyan değerlerinin kullanılmasını makul bulmaktayız.
- Çarpan analizi kapsamında şirket gruplarına verilen ağırlıkların makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Çarpan analizi kapsamında benzer özellik gösteren şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının TFRS 16'ya göre olmasından ve kullanılan net borç hesabının TFRS 16'ya göre olmasından kaynaklı olarak, çarpan hesabında kullanılan FAVÖK değerinin de TFRS 16 uyarınca olması gerektiği görüşünde bulunmaktayız. TFRS 16 uyarınca FAVÖK kullanıldığında Şirket'in hesaplanan değerinin artacağı gözlemlendiğinden hesaplanan fiyatı makul bulmaktayız.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerinin ağırlıklandırmalarını makul bulmaktayız.

5.2 Gelir Yaklaşımı

- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini, risksiz faiz oranlarını ve borçlanma maliyetlerini makul bulmaktayız.
- AOSM hesaplamasında kullanılan vergi oranlarını makul bulmaktayız.
- Hasılat, brüt kar, faaliyet karı ve FAVÖK projeksiyonlarındaki artışların makul olduğunu düşünmekteyiz.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerinin ağırlıklandırmalarını makul bulmaktayız.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, indirgenmiş nakit akımları ve piyasa çarpanları yöntemi kullanılmıştır.

Halk Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yönetime göre (Piyasa Çarpanları, İndirgenmiş Nakit Akımları) Baydöner Restoranlar A.Ş.'nin şirket değeri hesaplanmıştır. Değerleme yöntemlerinin uygun görülen çarpanları ile ulaşılan değerlerin ağırlıklandırılması sonucu toplamları alınmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, Halk Yatırım tarafından konu alınan BİST'te işlem gören gıda ve içecek alanında faaliyetleri bulunan benzer şirketler çarpanları yönteminden elde edilen değere %25, yurt dışı benzer şirketleri çarpanları yönteminden elde edilen değere %25 ve indirgenmiş nakit akımları yöntemine %50 ağırlık verilerek piyasa değeri hesaplanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK:

Halk Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 21,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.