

**MOPAŞ**

# Mopaş Marketçilik Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi

15 Ocak 2025



<b>İçindekiler</b>	<b>Sayfa</b>
• Kısaltmalar	3
• Raporun Amacı & Etik İlkeler	4
• Yönetici Özeti	6
• Temel Yatırım Unsurları	9
• Riskler	11
• Şirket Profili	12
• Satışlar	17
• Finansal Analiz	19
• Değerleme Yöntemleri	29
• İndirgenmiş Nakit Akışı	33
• Piyasa Çarpanları	42
• Nihai Değer	45
• Sektör	46

## KISALTMALAR

## Kısaltma

A.Ş.	Anonim Şirket
AB	Avrupa Birliği
A.B.D.	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
AOSM	Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
AR-GE	Araştırma ve geliştirme
ÖBDR	Özel Bağımsız Denetim Raporu
BİST	Borsa İstanbul
CEO	İcra Komitesi Başkanı
CRR	Sermaye Yeterlilik Oranı (Toplam Yatırım/Satış)
EBITDA	FAVÖK-Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar
EBIT	Esas Faaliyet Karı
EV	Firma Değeri
EVA	Ekonomik Katma Değer
FVFM	Finansal Varlıklar Fiyatlama Modeli
FMCG	Hızlı Tüketim Ürünleri
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
İNA	İndirgenmiş nakit akımları
Info Yatırım	Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
KKO	Kapasite Kullanım Oranı
M.D.	Mevcut Değil
ROA	Aktif Karlılık
ROE	Özkaynak Getirisi
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
SMM	Satılan Malın Maliyeti
TL	Türk Lirası
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

## RAPOR ÖZETİ

### Raporun Amacı

Bu rapor, Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info Yatırım) ile Mopaş Marketçilik Gıda Sanati ve A.Ş. (Şirket) arasında 27.03.2024 tarihinde imzalanan 07.10.2024 tarihinde revize edilen halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

### Etik İlkeler

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları Uluslararası değerlendirme standartları kapsamında yürütüldüğünü, tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu ve aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde yürütülmüştür.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.

Bilerek aldatici, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır.

Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme projesi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.

Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.

Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız ve objektif tavsiyelere bağlı değildir.

Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

### Sınırlayıcı Şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler, Şirket adına Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. (2021-2022-2023-2024/09) tarafından hazırlanan bağımsız denetim raporuna, kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgilere, Bloomberg-Finnet-Rasyonet veri tabanına, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere ve diğer verilere dayanmaktadır.

Info Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmamıştır.

Tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Farklı tarihlerdeki finansal verilerle değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırılmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki, vergisel ve finansal durum tespit çalışması yapılmamıştır.

### Değerlemesi Yapılacak Varlık

Yapılan değerlendirme kapsamında Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

## Değerleme Tarihi & Rapor Tarihi

Değerleme tarihi 31 Aralık 2024 olup rapor tarihi 15 Ocak 2025'dir.

## Değerleme Para Birimi

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak TL kullanılmıştır.

## Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır.

Uluslararası değerlendirme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

## Sorumluluk Beyanı

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 Değerlemelerinde 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, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda 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.

## Fiyat Tespit Raporunun Hazırlanışı

İşbu fiyat tespit raporu Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili kararına istinaden gayrimenkul dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti verebilmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 06/10/2022 tarih ve 58/1477 sayılı kararında açıklandığı üzere Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar listesinde yer almaktadır. İşbu değerlendirme raporu Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği üyelerinin birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kuralları ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen etik ilkelerle uygun olarak hazırlanmıştır. Fiyat tespit raporunu hazırlayan Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirebilmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip personeli istihdam etmektedir. İşbu fiyat tespit raporunu hazırlayan ekip 15 yılın üzerinde kurumsal finansman ve danışmanlık tecrübesine ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 ve türev lisansına sahibi Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. kurumsal finansman yöneticileri Hüseyin Güler ve Temur Kayhan tarafından yönetilmiştir. Ekip liderleri değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahiptir.



## MOPAŞ FİYAT TESPİT RAPORU

## Defansif Gıda Sektörü ve Enflasyon Üstü Büyüme

- 1 1996 yılında kuruldu. 1996 yılında kurulan Şirket hızlı tüketim perakendeciliği (FMCG-Fast Moving Consumer Goods) sektöründe faaliyet göstermektedir. Mağaza perakendeciliği ve e-ticaret kanallarında, **10 ana kategoride** olmak üzere **18.840** çeşit ürün ile müşterilerine hizmet sunmakta olup Şirket'in 30.09.2024 tarihi itibarıyla, **123** adet satış mağazası bulunmaktadır. Ayrıca, sebze-meyve operasyonları için Antalya ili Serik ilçesi ile Bursa ili Yenişehir ilçesinde ürün tedarik depoları bulunmaktadır. Şirket'in toplam hizmet alanı **140 bin metrekarenin** (satış ve mağaza depo ve lojistik depo) üzerinde olmakla birlikte Şirket bünyesinde Kırmızı-beyaz et operasyonlarını daha verimli bir şekilde yürütmek amacıyla Şirket'in işletmecisi olduğu **1.250 m2** kapalı alana entegre et işleme tesisi bulunmaktadır. Şirket bünyesinde Manisa İli Salihli ilçesinde **137.000 m2** topraksız jeotermal kaynaklı modern seracılık tesisi ve Tekirdağ ili Hayrabolu ilçesi OSB'de **6.023 m2** kapalı alana sahip süt işleme tesisi bulunmaktadır. Şirket operasyonları sebebiyle tüketilen enerjinin, kendi bünyesinde üretilmesi adına Tokat İli Artova ilçesinde toplam **2,5 MW** güneş enerjisi santrali tesis yatırımı tamamlanmış olup Tokat ili Niksar ilçesinde ise **5,03 MW** güneş enerjisi santrali kurulmak üzere çağrı mektubu alınmıştır. Yatırımın 2025 yılı içerisinde tamamlanması beklenmektedir.
- 2 **Artan kar marjları ve enflasyon üstü gelir büyümesi.** Şirket'in faaliyet kar marjlarının son üç yıl boyunca düzenli olarak arttığı ve mağaza başı gelirin enflasyon üstü oranlarda büyüme kaydettiği görülmektedir. **Ölçek ekonomisinin oluşturduğu verimlilik ve operasyonel süreçlerdeki iyileşme karlılık artışının ana sebebini oluştururken enflasyon üstü mağaza başı ciro büyümesi enflasyona karşı dirençli ve kar marjlarını iyileştirebilen gelir modeline işaret etmektedir.** Nielsen raporlarına göre Mopaş'ın 2022 ve 2023 yılları ve 2024 yılı ilk dokuz aylık dönemdeki hasılat büyüme oranlarının lokal ve ulusal zincirlere göre daha fazla artış göstermesi nedeniyle pazar payında da iyileşme görülmüştür. İstanbul ve Kocaeli dışında şubeleşilmemiş olması da ilerleyen dönemler için bir büyüme hikayesi sunmaktadır.
- 3 **Defansif sektör.** Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör defansif ve stabil kar marjları ile öne çıkan yapısı ile dikkat çekmektedir. **Gıdaya olan talebin kriz zamanlarında dahi azalmadan devam ediyor olması gıda fiyatlarının ise genel olarak gıda enflasyonu paralelinde yıllık ortalama enflasyonun üzerinde artıyor olması kriz zamanlarında dahi sektörün büyümesine olanak tanımaktadır. Bu nedenle sektör Türkiye'nin genç ve dinamik nüfus yapısı göz önünde bulundurulduğunda yüksek büyüme potansiyeli ve düşük risk yapısı ile ön plana çıkmaktadır.** Şirket'in son üç yıl içerisindeki büyüme dinamikleri ve artan kar marjları bu durumu ispatlar niteliktedir.
- 4 **Değerleme.** Şirket değerlemesi için İNA ve piyasa çarpanları yaklaşımları kullanılmış ve **8.050 mn TL halka arz değeri** tespit edilmiştir. Belirlenen değer 2024/09 gerçekleşen son 4 çeyrek EBITDA ve net kar rakamlarına göre **6,7x EV/EBITDA** ve **15,0x F/K** çarpanlarına işaret etmektedir. **Enflasyon üstü mağaza başı ciro büyümesi, 2024 yılı içerisinde şube sayısının artarak 127'ye çıkacak olması, artan kar marjları, inşa edilmiş ve edilecek GES'ler vasıtası ile sağlanacak enerji tasarrufu ve et-entegre ve süt ve süt ürünleri üretimi nedeniyle önemli bir büyüme beklentisi bulunması nedeniyle değerlendirme çarpanlarının makul olduğu kanaatindeyiz.**

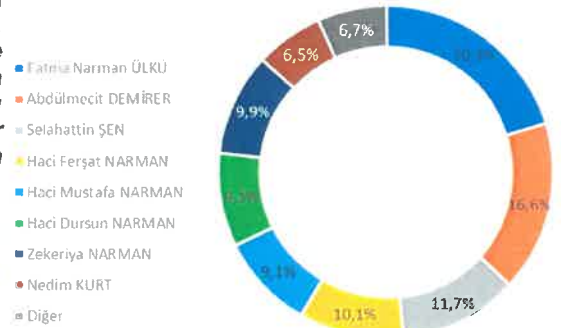
Gelir Tablosu (mTL)	2021	2022	2023	2024T
Net Satışlar	7.741	8.952	11.360	12.145
EBITDA	307	218	858	1.177
EBITDA Marjı	4%	2%	8%	10%
Net Kar	111	356	760	M.D

Değer	mTL
Piyasa Değeri	8.050
Net Borç	624
Firma Değeri	8.674
<b>Bilanço (mTL)</b>	<b>2024/09</b>
Dönen Varlıklar	2.511
Duran Varlıklar	2.765
Aktifler	5.276
Kısa Vadeli Borçlar	2.154
Uzun Vadeli Borçlar	1.087
Özkaynak	2.035
Finansal Borç	1189

Değer Çarpanları	EV/EBITDA
Yurtdışı Benzerler	14,8x
Yurtiçi Benzerler	9,2x
MOPAŞ	6,7x
BIMAS	19,8x
MGROS	9,3x
CRFSA	9,0x

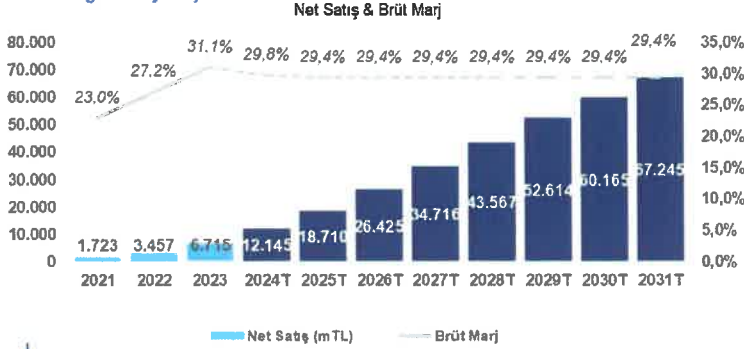
Piyasa Çarpanları	F/K
Yurtdışı Çarpanlar	23,6x
Yurtiçi Benzerler	15,2x
BIMAS	14,9x
MGROS	15,6x
CRFSA	- 10,7x
SOKM	- 72,3x

Ort. Yapısı (2024/09)



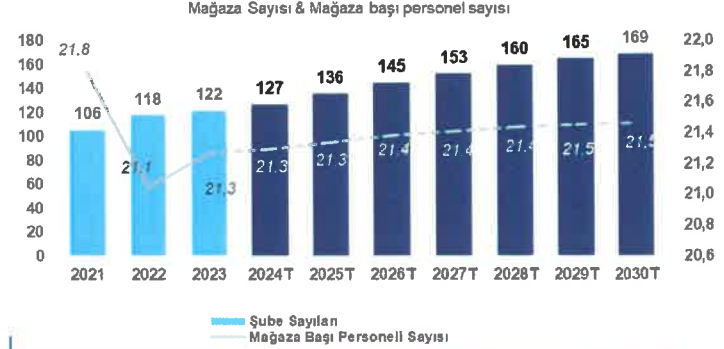
### Yatırım Tezi

**Grafik:1 Muhafazakar tarafa kalmak adına mopaş ve sera satışlarının brüt kar marjının projeksiyon dönemi boyunca 2023 yılının altında kalacağı varsayılmıştır.**



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

**Grafik:2 Mağaza başı personel sayısının projeksiyon dönemi boyunca son üç yıl ortalamasının üzerinde kalacağı varsayılmıştır.**



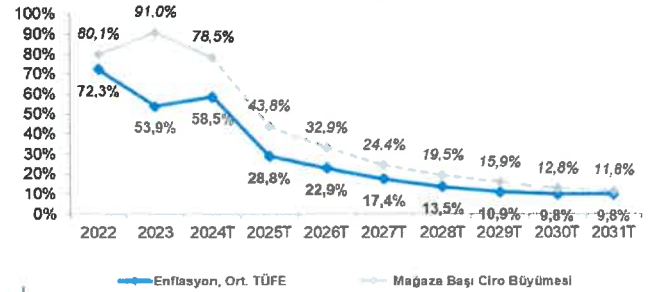
Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

**Grafik:3 2023 yılında enflasyonun %37 üzerinde büyüyen mağaza başı cironun 2024 yılında enflasyonun %20 üzerinde büyüyeceği varsayılırken söz konusu büyüme oranının projeksiyon dönemi boyunca azalarak %2'lere kadar ineceği öngörülmüştür.**



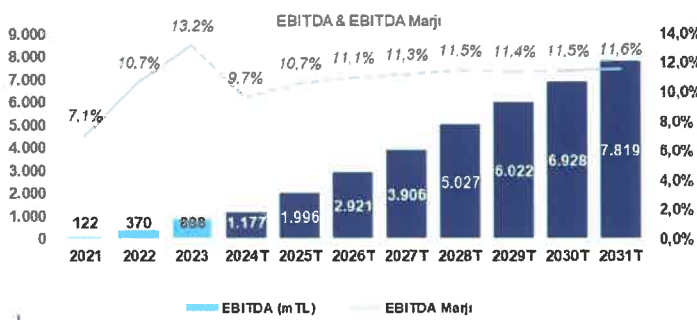
Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

**Grafik:4 Son üç yıl içerisinde ortalama enflasyonun %22,4 puan üstünde büyüme kaydeden mağaza başı cironun projeksiyon dönemi boyunca enflasyon üstü büyüme oranının son üç yıl ortalamasının oldukça altında %2-3 bandına yakınsaması öngörülmüştür.**



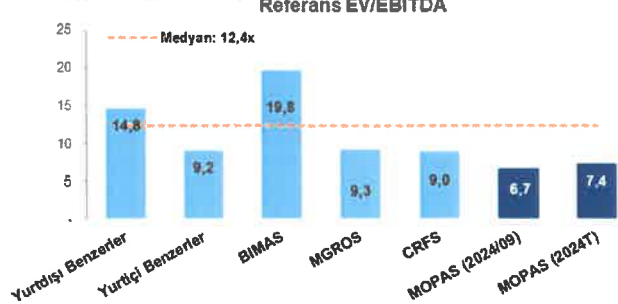
Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

**Grafik:5 Mağaza başı satışların enflasyon üzeri büyümesi ve şube sayısındaki artış ile ölçek ekonomisinin getirdiği verimlilik EBITDA büyümesinin temel dinamiklerini oluşturmaktadır**



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

**Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans değerlerin altındadır...**



Kaynak: Bloomberg & Finnet

**Grafik:7 Projeksiyon dönemi boyunca pazarlama giderlerinin ciroya oranını ortalaması son üç yılın maksimum seviyesinin üzerinde alınarak muhafazakar bir yaklaşım benimsenmiştir.**



Kaynak: Şirket & Info Tahminleri

**Grafik:8 2024 yılında diğer yıllara ek olarak GES yatırımı planlanırken diğer yıllardaki yatırım harcamaları mağaza açılışları için yapılacak harcamalar ve idame yatırımlarından meydana gelmektedir.**



Kaynak: Şirket & Info Tahminleri

**Not: Yukarıdaki grafiklerde yer alan veriler TMS 29 uygulanmamış verilerdir.**

## Değerleme

**Halka arz iskontosu öncesi 10.191 mn TL adil piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosu sonrası 8.050 mn TL değere ulaşılmış ve pay başı fiyat 35,0 TL olarak belirlenmiştir.**

**INA'dan hesaplanan değere %50; yurtdışı çarpanlardan gelen değere %0 ve yurtiçi çarpanlardan gelen değere ise %50 ağırlık verilmiştir.**

**Halka arz fiyatı ile belirlenen Şirket değeri, 2024/09'da gerçekleşen EBITDA ve net kar verilerine göre 6,7x EV/EBITDA ve 15,0x F/K çarpanlarına işaret etmektedir.**

**2025 EBITDA beklentisine göre EV/EBITDA 4,3x olarak ölçülmektedir.**

## Değerleme Özeti

**%20 halka arz iskontosu.** Nihai değerde şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz INA'ya %50 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerde dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir. Şirket, hızlı tüketim perakendeciliği (FMCG-Fast Moving Consumer Goods) sektöründe faaliyet göstermektedir. Bu nedenle benzer şirketler belirlenirken yurtiçinde gıda perakendeciliği sektöründe faaliyet gösteren şirketler incelenmiş ve yurtiçi benzer şirketler tespit edilmiştir. Yapılan incelemeler sonucunda yurtiçi benzer şirketlerin BIMAS, BİZİM, CRFSA, KIMMR, GMTAS, MGROS ve SOKM olduğu belirlenmiştir. Benzer şirketler belirlenirken yurtdışında faaliyet gösteren şirketlere de odaklanılmış ve çarpan bölümünde belirtilen şirketler yurtdışı örneklem olarak belirlenmiştir. Özellikle yurtdışı firmaların farklı ülke riskleri, değişen vergi oranları, düşük CDS ve faiz oranları barındırması, yurtiçi fiyatlandırma davranışlarından oldukça farklı olması ve ölçek olarak daha büyük olmaları nedeniyle yurtdışı çarpanlardan gelen değere ağırlık verilmemiştir. **Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %21 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Şirket için halka arz iskontosu sonrası 8.050 mn TL piyasa değeri ve pay başı 35,0 değer tespit edilmiştir.** Bulunan değer cari **6,7x EV/EBITDA** ve **15,0x F/K** çarpanlarına işaret ederken yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin ortalama verilerinin altında bir çarpana ulaşılmıştır. Bununla birlikte Şirket'in 2025 yılı için önemli bir büyüme potansiyeli barındırması 2024 EBITDA beklentisine göre çarpanı öne çıkarmaktadır. **2025 yılında GES yatırımlarının maliyetleri düşürecek olması, yeni mağazaların devreye girecek olması, enflasyon üstü mağaza başı ciro büyümesi beklentisi, artan kar marjları, entegre tesisi ve süt ve süt ürünleri üretimi 2025 yılı EV/EBITDA çarpanını ön plana çıkarmaktadır. 2025 yılı EBITDA beklentisine göre halka arz değeri EV/EBITDA çarpanı 4,3x olarak hesaplanmıştır.**

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
<b>Metodolojiler</b>			
INA	9.172	50,0%	39,88
Yurtdışı Benzerler	18.467	0,0%	80,29
BİST Benzer	11.209	50,0%	48,73
<b>Halka Arz Piyasa Değeri</b>	<b>10.191</b>	<b>100%</b>	<b>44,31</b>
Halka Arz İskontosu	21,0%		
<b>Nihai Değer</b>	<b>8.050</b>		<b>35,00</b>

Değer Çarpanları	2024/09	2024T	2025T
EV/EBITDA	6,7	7,4	4,3
F/K	15,0	m.d.	m.d.
EV/Net Satış	0,8	0,7	0,5
PD/DD	4,0	m.d.	m.d.



## Temel Yatırım Unsurları

**Şirket, düşük borçluluk, sade bilanço yapısı, sürdürülebilir karlılık ve kar marjları, entegre iş modeli, pazar payında sağladığı iyileşme ile önemli bir konumda yer alıyor**

**Şirket son üç yılda müşteri sayısında ve pazar payında önemli büyümeler kaydetti**

**Düşük penetrasyon oranı büyüme için önemli bir potansiyel**

**Düşük işletme sermayesi ihtiyacı, düşük finansal borç ve artan kar marjları güçlü mali tablolara işaret etmekte**

**Entegre iş modeli marka algısını kuvvetlendirmekte**

**Değerleme görüşü.** Depo ve mağazaların sigortalanması, düşük alacak riski, entegre tesis yapısı ile sağlanan maliyet avantajı ve güçlenen marka algısı ile müşteri sadakatinin sağlanabilmesi, e-ticaret alt yapısının tamamlanmış olması, pazar payında ve müşteri sayısında görülen iyileşme, düşük penetrasyon oranının sağlayacağı potansiyel büyüme, artan kar marjları, düşük işletme sermayesi ihtiyacı, GES yatırımları ile enerji maliyetinde tasarruf, et-entegre ve süt ve süt ürünleri üretimi, düşük ilişkili taraf işlem hacmi ve düşük borçluluk ve enflasyonun üzeri mağaza başı gelir büyümesi Şirket'i yatırım için ön plana çıkarırken, defansif ve kur riskine karşı korunaklı sektör yapısı sektörü yatırım için ön plana çıkarmaktadır.

**Müşteri sayısında artış.** Şirket'in hem fiziki mağazalarındaki hem de dijital platformlardaki etkinliğinin artırılması, müşteri tabanının genişlemesine ve pazardaki konumunun güçlenmesine katkıda bulunmuş olup bunun bir sonucu olarak müşteri sayısında dönemler itibarıyla artış görülmüştür. 2021 yılsonunda 29,6 milyon adet olan müşteri sayısı, 2022 yılsonunda 34,2 milyon adede, 2023 yılsonunda da 37,5 milyon adede yükselmiştir. Söz konusu artış hem mağaza ağının genişlemesi hem de e-ticaret alanındaki gelişmelerle yakından ilişkilidir. 2024 yılı Eylül sonu itibarıyla bir önceki yılın aynı dönemine göre müşteri sayısı %7 oranında artarak 30,1 milyon olarak gerçekleşmiştir.

**Pazar payında iyileşme.** FMCG sektöründe önemli bir araştırmacı ve veri takipçisi olan Nielsen raporlarına göre Şirket'in organize perakendecilik sektöründe mağazalaşma oranı yanında perakende mağazalarındaki metrekaşe büyüklükleri ortalamaların üzerinde artmıştır. 2021 ile 2023 yılları arasında mağaza metrekaşe artış oranları incelendiğinde; lokal zincirler %1,5 artış göstermiş, ulusal zincirler ise %12,0 oranında artış sağlamıştır. Şirket ise 2021 ile 2023 yılları arasında %19,4 oranında mağaza metrekaşesini artırarak, perakende mağazalarında satılan ürün miktarını ve mağazalarındaki müşteri ağırlama kapasitesini yükseltmiştir. Mopas'ın 2022 ve 2023 yıllarındaki ve 2024 yılı ilk dokuz aylık dönemdeki hasılat büyüme oranlarının lokal ve ulusal zincirlere göre daha fazla artış göstermesi sebebiyle hem ulusal pazarda hem de lokal zincirler içindeki hasılat payı oranları da yükselmiştir. Şirket, gelecek dönem stratejisinde de diğer rakipler arasında pazar payını yükseltmeyi hedeflemektedir. Bu hedefe ulaşmak için yukarıda bahsedilen gelecek dönem stratejileri, yatırımlar, yeni mağaza açılışları, e-ticaret hacmini genişletme çalışmaları ve diğer faaliyetler önemli rol oynayacaktır.

**Düşük penetrasyon oranı.** Şirket'in 30.09.2024 itibarı ile sahip olduğu 123 adet şubenin tamamı İstanbul ve Kocaeli'nde kümelenmiş bulunmaktadır. Özellikle İstanbul Anadolu Yakası'nda henüz şubeleşilmemiş olması gelecek yıllar için önemli bir potansiyel olarak görülmektedir. İlgili yerlerde şubeleşme ile birlikte satışlarda hızlı büyümeler gerçekleşebilir.

**Artan kar marjları.** Son üç yıl içerisinde Şirket'in brüt kar marjları ve dolayısıyla EBITDA marjları düzenli olarak artış göstermiştir. Açılması planlanan yeni mağazaların etkisi ile ölçek ekonomisinin kendisini göstermeye başlayacak olması, GES yatırımlarının etkisi ile enerji maliyetlerinde gözlemlenmesi beklenen tasarruf etkisi ile EBITDA marjının ilerleyen dönemlerde daha da iyileşmesi beklenen projeksiyonda EBITDA marjı ortalamada %11,3 ile 2023 yılının altında tutulmuştur.

**Düşük işletme sermayesi ihtiyacı.** Şirket son üç yıl içerisinde işletme sermayesi ihtiyacını önemli oranda azaltmıştır. 2021 yılında %6,2 olan işletme sermayesi satış oranı 2024/09 itibarı ile %1,4 oranına kadar gerilemiştir. Düşük işletme sermayesi ihtiyacı daha yüksek değerlendirme çarpanlarının hak edildiği anlamına gelmektedir. Bu nedenle Şirket işletme sermayesi ihtiyacı yüksek tipik bir sanayi şirketine kıyasla daha yüksek bir değerlendirme çarpanından işlem görebilir.

**Entegre iş modeli.** Şirket bünyesinde kırmızı-beyaz et operasyonlarını daha verimli bir şekilde yürütmek amacıyla Şirket'in işletmecisi olduğu 1.250 m2 kapalı alanda büyükbaş ve küçükbaş hayvan karkasları parçalanarak satışa hazır hale getirildiği entegre et işleme tesisi, Manisa İli Salihli ilçesinde 137.000 m2 topraksız jeotermal kaynaklı modern seracılık tesisi ve Tekirdağ ili Hayrabolu ilçesi OSB'de 6.023 m2 kapalı alana sahip süt işleme tesisi bulunmaktadır. Bu entegre yaklaşım, tedarik zincirindeki verimliliği artırırken, Şirket'in mağazalarına hızlı ve düzenli ürün akışını sağlamaktadır. Bu durum Şirket'in kaliteli gıda ürünlerini satışa sunmasına, marka imajını ve itibarının müşteriler nezdinde artırılmasına ve müşterilerin ihtiyaçlarını tek bir yerden karşılayabilmesine olanak sağlamaktadır. Nitekim son üç yıl içerisinde yukarıda da ifade edildiği üzere müşteri sayısında önemli artışlar yaşanmıştır.

**Müşteri yoğunlaşması yok.** Şirket'in müşteri ve tedarikçi yoğunlaşma riski bulunmamaktadır. Özellikle müşteri sayısı göz önünde bulundurulduğunda Şirket'in ticari alacak ve/veya tedarikçi riskinin olmadığı söylenebilir.

## Temel Yatırım Unsurları

**Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör defansif ve stabil kar marjları ile öne çıkmakta**

**Kredilerin tamamı TL olup olası kur artışları satışlara yansıtılabildiğinden faaliyet anlamında kur riski bulunmamakta**

**Şirket değişen alveriş trendlerini yakalayabilmek adına yatırımlarını tamamlamış bulunmakta**

**Mağaza kiralari enflasyona paralel artarken mağaza başı cirolar enflasyon oranlarının üstünde büyümekte**

**Defansif sektör.** Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör defansif ve stabil kar marjları ile dikkat çekmektedir. Gıdaya olan talebin kriz zamanlarında dahi azalmadan devam ediyor olması gıda fiyatlarının ise genel olarak gıda enflasyonu paralelinde yıllık ortalama enflasyonun üzerinde artıyor olması kriz zamanlarında dahi sektörün enflasyon üstü oranlarda büyümesine olanak tanımaktadır. Bu nedenle sektör Türkiye'nin genç ve dinamik nüfus yapısı göz önünde bulundurulduğunda yüksek büyüme potansiyeli ve düşük risk yapısı ile ön plana çıkmaktadır. Şirket'in son üç yıl içerisindeki büyüme dinamikleri ve artan kar marjları bu durumu ispatlar niteliktedir.

**Düşük kur riski.** Şirket'in satışını gerçekleştirdiği ürünlerin niteliği göz önünde bulundurulduğunda satış fiyatlarının gıda enflasyonu ile oldukça korale olduğu anlaşılmaktadır. Kur artışlarının enflasyona direk yansıdığı düşünüldüğünde olası kur artışlarının etkilerinin satışlara rahatlıkla yansıtılabildiği söylenebilir. Bu nedenle iş modelinin kur riskine karşı korunaklı bir yapıya sahip olduğu ifade edilebilir.

**GES yatırımları ile enerji maliyetinde tasarruf.** Şirket operasyonları sebebiyle tüketilen enerjinin, kendi bünyesinde üretilmesi adına Tokat İli Artova ilçesinde toplam 2,5 MW güneş enerjisi santrali tesisi yatırımı tamamlanmış olup Tokat ili Niksar ilçesinde ise 5,03 MW güneş enerjisi santrali kurulmak üzere çağrı alınmıştır. Yatırımın 2025 yılı içerisinde tamamlanması beklenmektedir. İlgili yatırım harcamaları projeksiyonda göz önünde bulundurulurken tasarruf etkisinin EBITDA marjlarına olumlu yansımaları beklenmektedir. Bununla birlikte projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilen EBITDA marjlarının ortalaması 2023 yılının altında kabul edilerek muhafazakar bir yaklaşım benimsenmiştir.

**Düşük ilişkili taraf işlem hacmi ve sade bilanço yapısı.** Mali tablolar düşük ilişkili taraf işlem hacmi ve sade ve anlaşılır bir bilanço yapısına işaret ederken Şirket'in Net Borç/EBITDA rasyosu 2024/09 itibari ile 0,5x ile düşük bir seviyededir. Bu durum olası yatırım fırsatları için Şirket'in hali hazırda önemli bir borçlanma kapasitesi olduğu anlamına gelmektedir.

**Mağaza kiralarının çoğunluğu enflasyona paralel belirlenmekte.** Şirket'in faaliyette bulunduğu mağazaların kira bedelleri ciroya göre belirlenen birkaç şube hariç enflasyona göre belirlenmektedir. Bu durum, enflasyon üstü mağaza başı ciro büyümelerinin elde edildiği düşünüldüğünde kar marjları için oldukça olumludur.

**E-ticaret alt yapısı tamamlandı.** Şirket'in hızlı tüketim mallarını müşterilerine ulaştırdığı diğer bir yol da e-ticaret kanalıdır. Dünya genelinde ve Türkiye'de son 10 yılda sosyal medya platformlarının gelişimi ve yaygınlaşması, ayrıca teknolojik araçlar aracılığıyla tüketici tercihlerinde meydana gelen hızlı değişiklikler dikkate alınarak, Şirket'in yönetim birimleri 2018 yılında geleceğe yönelik stratejik planlamalar yapmıştır. Bu stratejik planlamaların temel amacı, teknolojik yeniliklerle satışa sunulan ürünlerin müşterilere daha hızlı ve etkin bir şekilde ulaşmasını sağlayarak erişilebilirliği artırmaktır. Şirket, değişen trendi yakalamak, operasyonları açısından çeşitli kanallardan da müşterilere ulaşmak ve fiziki mağazaya ulaşamayan potansiyel müşteri çevresine de hizmet sunabilmek adına, bilgi teknolojisi altyapısına yatırım yapılması kararı almış ve Microsoft Türkiye ile SAP Türkiye gibi sektörün önde gelen teknoloji şirketleriyle kurulan çözüm ortaklıkları sonucunda, "www.mopas.com.tr" web sitesini ve "MOPAS" adlı mobil uygulamasını aktif hale getirmiştir. Ayrıca Şirket kendi e-ticaret platformları dışında entegre sistemler üzerinden çeşitli pazar yerlerinden de siparişleri kabul etmekte, mağazalarında hazırlamakta ve platform uygulamalarının kargo ağı ile müşterilerine ulaştırmaktadır. Bu pazar yerleri arasında Trendyol, Hepsiburada, Getir, Yemeksepeti gibi online satış platformları yer almaktadır. Dolayısıyla şirket e-ticaret üzerinde yapılacak alışveriş taleplerine cevap verebilmek için gerekli olan yatırım harcamalarını tamamlamış bulunmaktadır.

**Depo ve mağazalar sigortalanmakta.** Faaliyet gösterilen depo ve mağazalarda riskleri minimize etmek adına sabit kıymet niteliği taşıyan (makine, demirbaş, cihaz, emtia, cam, kasa vb.) değerlerin azami ölçüde sigortası yaptırılmaktadır. Yangın, sel ve su baskını, terör, deprem, hırsızlık gibi risklere karşı da emtia, makine ve demirbaşlar sigortalanmıştır

**Riskler**

**Rekabet, tedarik zincirinde yaşanabilecek sorunlar, şubeleşmede yaşanabilecek sıkıntılar ve zayıf marka algısı temel riskler**

**Rekabet.** Şirket'in faaliyet gösterdiği marketçilik sektörü, rekabetin çok yüksek olduğu bir alandır. Sektördeki rekabetin yüksek olması ile birlikte yeni yatırımlar ve yeni oyuncular nedeniyle arz ve rekabet dengesi bozulabilir ve bu da Şirket'in gelecekteki pazar payı hedeflerine ulaşmasına engel teşkil edebilir. Rakiplerin rekabetçi fiyat politikaları nedeniyle pazar kaybı yaşanabilir.

**Şubeleşme.** Şirket'in kiracısı olduğu mevcut şubelerinde, kira sözleşmelerinin benzer koşullarda uzatılmaması veya yenilenmemesi, herhangi birinin herhangi bir nedenle faaliyetlerine ara vermesi veya kapanması veya bu şubelerin bulunduğu mahalli etkileyen olumsuz olayların meydana gelmesi halinde faaliyetler zarar görebilir.

**Marka.** Şirket'in başarısı, sunmuş olduğu ürün ve hizmet kalitesinin sürdürülebilmesine, pazarlama faaliyetlerine önem verilmesine, marka imajının ve itibarının devam ettirilmesine, korunmasına ve geliştirilmesine bağlıdır. Şirket'in itibarını ve marka imajını korumada başarısız olması, faaliyet sonuçlarını olumsuz etkileyebilir.

**Tedarik zinciri.** Şirket'in marketçilik faaliyetleri gereğince, şubelerinde satışa sunmuş olduğu çeşitli ürün gruplarının tedariki 3. kişi tedarikçiler tarafından sağlanmaktadır. Tedarik zincirinde meydana gelecek sorunlar Şirket'in faaliyetlerini olumsuz etkileyebilir. Şirket'in ürün tedarikinde 3. kişi tedarikçilere bağımlı olması, önemli tedarikçilerin kaybı ve ürün fiyatının değişkenliği, yüksek maliyetler, Şirket'in faaliyetlerini ve karlılığını olumsuz etkileyebilir.

**Tütün.** Şirket, şubelerindeki tütün mamullerinin satışından gelir elde etmekte ve tütün mamulleri satışlarının Şirket kontrolünde olmayan sebeplerle (yüksek vergi getirilmesi, Şirket lisanslarının ilgili makamlarca iptal edilmesi, kamu otoritelerince bazı düzenlemeler getirilmesi vb.) yasaklanması ya da sınırlandırılması Şirket faaliyetleri ve finansal sonuçları üzerinde önemli etkileri olabilir.



## Şirket Profili

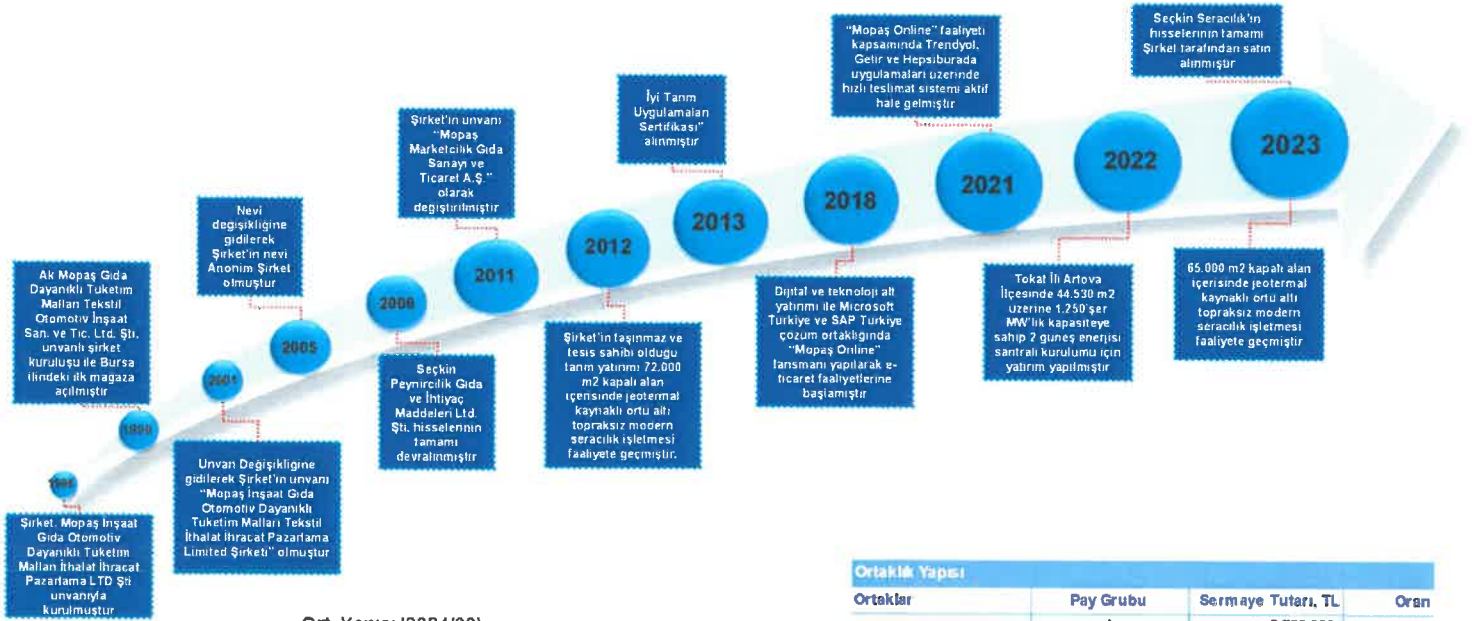
**28 yıllık sektörel tecrübeyle 10 ana kategoride olmak üzere 18.840 çeşit ürün ile faaliyet göstermektedir.**

**İşbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla Şirket'in farklı boyutlarda market konseptine sahip 250 metrekareden 2.000 metrekareye kadar fiziki alan büyüklüğü ve ürün çeşitliliğine bağlı olarak 4 farklı mağaza konseptiyle 123 adet satış mağazası bulunmaktadır.**

**Ticari hacimde önemli bir yer tutan ana kategori, sebze-meyve operasyonları için Antalya ili Serik ilçesi ile Bursa ili Yenişehir ilçesinde ürün tedarik depoları bulunmaktadır.**

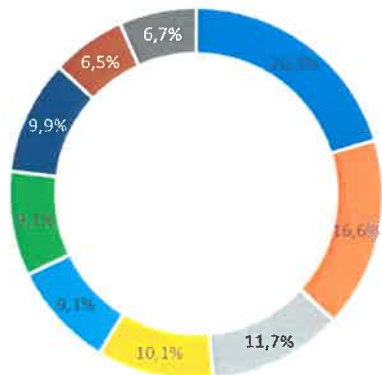
1996 yılında kuruldu. Şirket, "Mopas İnşaat Gıda Otomotiv Dayanıklı Tüketim Malları İthalat İhracat Pazarlama Limited Şirketi" ticaret unvanı ile 12.04.1996 tarihinde İstanbul'da kurulmuştur. Şirket, 2001 yılında unvanını "Mopas İnşaat Gıda Otomotiv Dayanıklı Tüketim Malları Tekstil İthalat İhracat Pazarlama Limited Şirketi" olarak, 2005 yılında ise nevi ve unvan değişikliğine giderek unvanını "Mopas Marketçilik Ticaret Anonim Şirketi", 2011 yılında unvanını "Mopas Marketçilik Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi" olarak değiştirmiştir. Şirket, hızlı tüketim perakendeciliği (FMCG-Fast Moving Consumer Goods) sektöründe faaliyet göstermektedir. Mağaza perakendeciliği ve e-ticaret kanallarında, 10 ana kategoride olmak üzere 18.840 çeşit ürün ile müşterilerine hizmet sunmaktadır. Ana kategoriler; Gıda-Şekerleme, Sebze-Meyve, Kırmızı Et-Beyaz Et, Süt-Kahvaltılık, İçecekler, Bebek, Kağıt-Kozmetik, Deterjan-Temizlik, Ev-Pet ve Tütün ürünlerinden oluşmaktadır. 1999 yılında Ak Mopas Gıda Dayanıklı Tüketim Malları Tekstil Otomotiv İnşaat Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti. unvanlı şirket kuruluşu ile Bursa ilindeki ilk mağaza açılmıştır. İşbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla Şirket'in farklı boyutlarda market konseptine sahip 250 metrekareden 2.000 metrekareye kadar fiziki alan büyüklüğü ve ürün çeşitliliğine bağlı olarak 4 farklı mağaza konseptiyle 123 adet satış mağazası bulunmaktadır. Fiziki mağazalarının yanında ayrıca Şirket, e-ticaret satış kanalındaki faaliyetleri kapsamında www.mopas.com.tr adlı internet adresi ve "MOPAS" adlı mobil uygulaması başta olmak üzere 3. taraf e-ticaret platformları üzerinden de satış işlemlerini gerçekleştirmektedir. Şirket'in tüm fiziki satış mağazaları İstanbul ve Kocaeli ilçelerinde hizmet vermektedir. Fiziki mağaza ve e-ticaret operasyonları 8 satın alma birim müdürlüğü ve 9 bölge müdürlüğü ile yönetilmektedir. 30.09.2024 tarihi itibarıyla Mopas bünyesinde 3.255 çalışan sayısı, 74.667 m<sup>2</sup> satış alanı ve yaklaşık 32.000 m<sup>2</sup> mağaza depo alanı bulunmaktadır. Şirket, operasyonları kapsamında 1 genel müdürlük ve 1 merkez depoya ek olarak 3 adet dağıtım merkezine sahiptir. Bu dağıtım merkezleri toplamda 30.000 m<sup>2</sup>'lik bir depo alanını içermektedir.

**Ortaklık yapısı.** İşbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla Şirket sermayesi 230.000.000 TL olup bu tutarın 34.500.000 TL'lik tutarı A grubu paylardan, kalan tutarı B grubu paylardan oluşmaktadır. Ortaklık yapısı aşağıdaki tablodaki gibidir.



Ort. Yapısı (2024/09)

- Fatma Narman ÜLKÜ
- Abdülmecit DEMİRER
- Selahattin ŞEN
- Hacı Ferhat NARMAN
- Hacı Mustafa NARMAN
- Hacı Dursun NARMAN
- Zekeriya NARMAN
- Nedim KURT
- Diğer



Ortaklık Yapısı			
Ortaklar	Pay Grubu	Sermaye Tutarı, TL	Oran
Fatma NARMAN ÜLKÜ	A	5.750.000	20,26%
	B	40.848.000	
Abdülmecit DEMİRER	A	5.750.000	16,57%
	B	32.361.000	
Selahattin ŞEN	A	5.750.000	11,70%
	B	21.160.000	
Hacı Ferhat NARMAN	A	5.750.000	10,12%
	B	17.526.000	
Hacı Mustafa NARMAN	A	5.750.000	9,13%
	B	15.249.000	
Hacı Dursun NARMAN	A	5.750.000	9,13%
	B	15.249.000	
Zekeriya NARMAN	B	22.816.000	9,92%
Nedim KURT	B	14.835.000	6,45%
Eyüp NARMAN	B	5.888.000	2,56%
Mahmut Celal SEYREK	B	3.496.000	1,52%
Solmaz ŞEN	B	1.518.000	0,66%
Murat Selçuk ŞEN	B	1.518.000	0,66%
Serpil Tuba ŞEN	B	1.518.000	0,66%
Mehmet Serkan ŞEN	B	1.518.000	0,66%
<b>Toplam</b>	<b>A + B</b>	<b>230.000.000</b>	<b>100%</b>



## Şirket Profili

**Grup'un konsolidasyona tabi 2 adet bağlı ortaklığı bulunmakta olup bunlar, Seçkin Peynircilik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Seçkin Seracılık Sanayi ve Ticaret A.Ş.'dir**



Seçkin Peynircilik



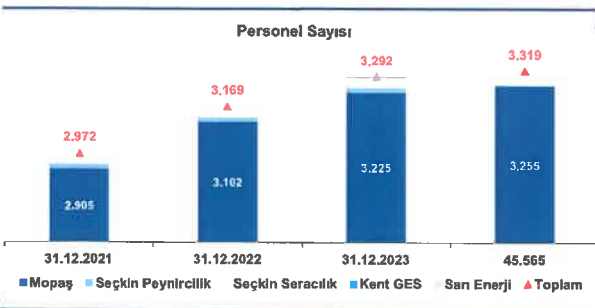
Seçkin Seracılık



Kent GES ve Sarı Enerji

**Personel sayısı.** Şirket'in 2021 yılsonunda 2.905 olan personel sayısı, 2022 yılsonunda 2021 yılsonuna göre %6,8 artmış ve 3.102'ye yükselmiştir. 2023 yılsonunda da 2022 yılsonuna göre %4,0 artışla 3.225'e yükselmiş olup 30.09.2024'te %1 artışla 3.319 olarak gerçekleşmiştir.

**Bağlı ortaklıklar.** Şirket, ana faaliyet konusu perakende mağazacılığın yanında, marketçilik operasyonlarını desteklemek, bazı ana ürün kategorilerde tedarik maliyetlerini düşürmek, tedarik zincirini etkin bir şekilde kontrol etmek ve yönetmek amacıyla çeşitli sektörlerde üretim ve yatırım operasyonları gerçekleştirmiştir. Bu operasyonlar hem Şirket bünyesinde hem de bağlı ortaklıklar vasıtasıyla yürütülmektedir. İşbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla, İhraççının Türkiye Cumhuriyeti'nde kurulu konsolidasyona tabi 2 adet bağlı ortaklığı bulunmaktadır. Bunlar, Seçkin Peynircilik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Seçkin Seracılık Sanayi ve Ticaret A.Ş.'dir. Daha öncesinde %100 bağlı ortaklığı olan Kent Ges Enerji ve İnşaat Ltd. Şti. ve Sarı Enerji ve İnşaat Ltd. Şti.'nin tüm aktif ve pasifleri ile kolaylaştırılmış usulde birleşme yöntemiyle birleşme işlemi 29.05.2024 tarihi itibarıyla tamamlanmıştır. Seçkin Peynircilik, kahvaltılık ana kategori grubunda sunduğu klasik beyaz peynir, kaşar peynir ve diğer peynir çeşitleri içerisinde yer alan, "Muzaffer Erdoğan" ve "Seçkin" markasına sahip ürünlerin üretimini, bağlı ortaklığı olan Seçkin Peynircilik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. tarafından işletilen tesiste gerçekleştirmektedir. Tekirdağ'ın Hayrabolu ilçesinde mülkiyeti bağlı ortaklığa ait olan 20.000 m2 Organize Sanayi Bölgesi arsasında kurulmuş günlük 45 ton pastörizasyon kapasitesine sahip olmak üzere tüm süt ürünlerini üretme ve işleme kapasitesine sahip 6.023 m2 kapalı alanda faaliyet göstermektedir. Seçkin Seracılık, Şirket'in taşınmaz ve tesis sahibi olduğu Manisa İli Salihi İlçesi Eldelek Mevkisinde bulunan 100.000 m2 alan içerisinde 72.000 m2 kapalı alanda kurulu yıllık 2.080 ton salkım domates üretim kapasitesine sahip topraksız jeotermal kaynaklı örtü altı modern seracılık işletmesini 2012 yılında faaliyete geçirmiştir. Şirket'in bağlı ortaklığı olan Seçkin Seracılık Sanayi ve Ticaret A.Ş., Şirket'in faaliyete geçirdiği 72.000 m2 kapalı alan sera işletmesini kiralayan olarak işletmektedir. Şirket, 2023 yılında mevcut tesisine ek olarak yine mülkiyeti kendisine ait olan 90.000 m2 komşu parselde 65.000 m2 daha topraksız jeotermal kaynaklı örtü altı modern sera kurulumunu tamamlayarak, "İyi Tarım Uygulamaları Sertifikası"na sahip kapalı alan tesis büyüklüğünü 137.000 m2 çıkarmıştır. Bu tesis sayesinde, Şirket'in sebze-meyve kategorisinde en büyük paya sahip ürünlerden bir tanesi olan salkım domates üretimini ve tedarikini sağlamaktadır. Şirket yeni yatırımı sonucunda bağlı ortaklığı ile birlikte yıllık 3.960 ton salkım domates üretimi gerçekleştirilmektedir. Şirket'in marketçilik ve bağlı ortaklıklarının faaliyetlerinde harcamış olduğu elektrik enerjisinin, tesisler bazında 1,250'şer MW'den oluşan, Şirket tüketiminin yaklaşık %15-16'sına karşılık gelen toplam 2,5 MW'lık kısmının; Şirket'in bağlı ortaklıkları olan Kent Ges Enerji ve İnşaat Ltd. Şti. ile Sarı Enerji ve İnşaat Ltd. Şti.'nin mülk sahibi oldukları Tokat İli Artova İlçesi İstasyon Mahallesi 126 Ada, 201 ve 202 parsel nolu 21 ve 23 dönüm büyüklüklere sahip arsalar üzerine kurulu güneş enerjisi santrali tesisleri ile karşılanması adına faaliyetler sürmektedir. 10.04.2023 tarihinde, bağlı ortaklıklar ile dağıtım şirketi "Çamlıbel Elektrik Dağıtım A.Ş." arasında "Lisanssız Elektrik Üreticileri İçin Dağıtım Sistemine Bağlantı Anlaşması" imzalanmıştır. Tesislerin tüm yatırım ve montaj işlemleri tamamlanmış olup tesislerin kesin kabul anlaşması yapılmış, enerji üretimine başlamış ve ulusal şebeke ağına bağlanmıştır. Enerji sektöründe bulunan bağlı ortaklıklar çatısı altında yapılan yatırımlar yanında, Şirket'in harcamış olduğu elektrik enerjisinin yaklaşık %30-34'üne karşılık gelen 5,03 MW'lık enerjinin de Şirket'in kendi bünyesinde üretimi amacıyla, Tokat İli Niksar İlçesinde lisanssız güneş enerjisi santrali için Şirket tarafından yatırımlara başlanmıştır. Bu doğrultuda, Tokat İli, Niksar İlçesi, Şeyhler Mahallesi/Köyü, 155 Ada, 58 Parsel üzerinde 5,03 MW güneş enerjisi santrali tesisinin kurulacağı 59.600 m2 büyüklüğüne sahip taşınmazın 33 yıllığına kiralama işlemleri tamamlanmış ve kira sözleşmesi tapuya şerh ettirilmiştir. Belirtilen tüm kapasite adına lisanssız elektrik üretimi bağlantısı çağrı mektupları Çamlıbel Elektrik Dağıtım A.Ş. tarafından onaylanmıştır. Her üç güneş enerjisi tesisi aktif hale geldiğinde ise Şirket'in marketçilik operasyonlarında, merkez deposunda, yönetim biriminde ve mağazalarında kullanılan elektrik enerjisinin toplam %45-50'lik kısmı yenilenebilir enerji kaynaklarından karşılanmış olacaktır.



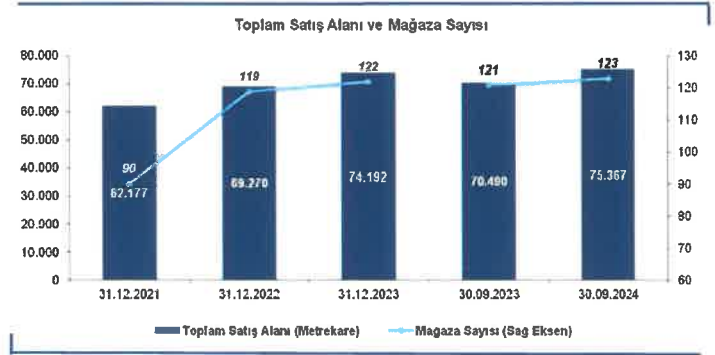
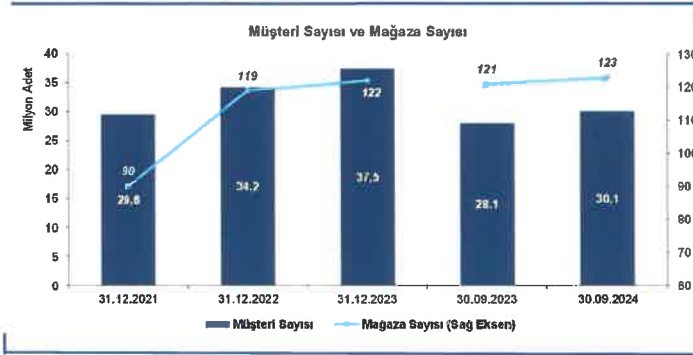
Bağlı Ortaklıklar						
Ticaret Unvanı	Kurulduğu Ülke / Kuruluş Yılı	Faaliyet Konusu	Mopas'ın İştirak Payı (%)	Sermaye Tutarı, ₺	Özkaynak Tutarı (TL, 30.09.2024)	Ölçülen Faaliyetlerden Kar/Zarar (TL, 30.09.2024)
Seçkin Peynircilik	Türkiye, 2014	Peynir Üretimi	100	33.000.000	202.109.056	-28.406.946
Seçkin Seracılık	Türkiye, 2018	Seracılık Faaliyetleri	100	6.000.000	40.605.150	7.184.900

## Şirket Profili

**30.09.2024 itibarıyla Şirket'in, İstanbul ve Kocaeli olmak üzere iki ilde toplamda 123 adet mağazası bulunmaktadır.**

**30.09.2024 itibarıyla toplam müşteri sayısı 30,1 milyon, toplam satış alanı 75.367 metrekaredir.**

**Mağazalar ve toplam satış alanı.** Şirket'in ana satış kanalı olan perakende mağazaların sayısı 30.09.2024 tarihi itibarıyla toplam 123'e ulaşmıştır. İstanbul ilinde 102 adet, Kocaeli ilinde ise 23 adet mağazası bulunmaktadır. Şirket, her yıl bünyesine yeni market şubeleri ekleyerek yeni lokasyonlarda müşteri sayısını ve gelirlerini artırmıştır. 2021 yıl sonunda 90 olan mağaza sayısı, 2022 yıl sonunda 119 adede, 2023 yıl sonunda da 122 adede yükselmiştir. Şirket, bu süreçte sadece mağaza sayısını artırmakla kalmayıp toplam satış alanını da genişletmiştir. 2021 yılsonunda 62.177 metrekare olan toplam satış alanı, 2022 yılsonunda 69.270 metrekareye, 2023 yılsonunda da 74.192 metrekareye, 30.09.2024 döneminde 75.367 metrekareye ulaşmıştır. Şirket, her yıl genişleyen perakende mağazacılık operasyonlarına paralel olarak, marka bilinirliği ve itibarının yüksek olduğu bölgelerde şube sayısını artırma stratejisini devam ettirmektedir. Özellikle, İstanbul Anadolu yakasının sosyo-ekonomik gelir düzeyi yüksek olan Kadıköy, Maltepe, Kartal ve Pendik gibi ilçelerinde, Marmara Denizi ile E-5 ana ulaşım arteri arasındaki stratejik konumlarda mağazacılık faaliyetlerini yoğunlaştırmıştır. Bu bölgeler, hem yüksek trafik akışına sahip olmaları hem de hedef kitlelerinin yoğunlukla bulunduğu alanlar olması sebebiyle, Şirket'in satış hacmini ve müşteri erişimini önemli ölçüde artırmaktadır. İstanbul'da şube sayısı açısından öncü ilçe 22 mağaza ile Kadıköy'dür. Bunu sırasıyla 11 mağaza ile Pendik, takip etmektedir. Maltepe, Sancaktepe, Kartal ve Ümraniye ilçelerinde 10'ar mağaza, Tuzla ilçesinde 8, Üsküdar ilçesinde 7 mağaza, Ataşehir'de 6, Çekmeköy'de 3, Beykoz ve Sultanbeyli'de 2'şer, son olarak Şişli ilçesinde 1 mağaza bulunmaktadır. İstanbul ilçelerinde perakende mağazalar hizmet vermektedir. Öte yandan, Kocaeli'nin Gebze ilçesinde 8, Darıca'da 7, Çayirova'da 3 mağaza bulunmakta olup İzmit ve Derince ilçelerinde 2'şer mağaza ile faaliyet gösterilmekte ve Karamürsel'de 1 mağaza ile hizmet verilmektedir. Böylelikle Şirket, Kocaeli'nin kuzey ilçelerinde de geniş bir perakende ağına sahiptir.



İlçe	Şube Sayısı
İstanbul	102
Ataşehir	6
Beykoz	2
Çekmeköy	3
Kadıköy	22
Kartal	10
Maltepe	10
Pendik	11
Sancaktepe	10
Şişli	1
Tuzla	8
Ümraniye	10
Üsküdar	7
Sultanbeyli	2



İlçe	Şube Sayısı
Kocaeli	23
Çayirova	3
Darıca	7
Derince	2
Gebze	8
Izmit	2
Karamürsel	1

**30.09.2024 İtibarıyla  
123 Mağaza**

**Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**  
Barbaros Mah. İhlamur Biny. No:3 Ağaçlar My Network  
İç Kapı No:18/1 Ataşehir / İstanbul  
Boğaziçi Kurumlar V.D.478 000 787  
Mersis No:0478003678700011



## Yönetim Kurulu

Hacı Ferişt Narman  
YK Başkanı

► 1959 yılında Bayburt İli Karlıca Köyü'nde doğmuş olup ilköğrenimini Karlıca Köyü'nde, ortaöğrenimini de Bayburt'ta tamamlamıştır. 1972 yılında Erzurum'da iş hayatına atılarak kendi namına perakende ticaret yapmaya başlamıştır. 1988 yılında İstanbul'a gelerek, 1996 yılına kadar İstanbul Rami Toptancılar Sitesi'nde toptan ticaret faaliyetleri gerçekleştirmiştir. 1996 yılında Mopaş'ın kuruluşunda liderliği ile Kurucu Ortak olarak aktif görev almış, aynı zamanda Şirket'in Genel Müdür Yardımcılığı ve Yönetim Kurulu Üyesi görevlerini üstlenmiştir. 1999-2016 yılları arasında, Mopaş'ın Bursa'daki mağazalarının işletmeciliğini yapan Ak Mopaş Gıda Dayanıklı Tüketim Malları Tekstil Otomotiv İnşaat Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti.'nin Genel Müdürü ve Yönetim Kurulu Başkanı görevleriyle şirketin Bursa illi operasyonlarını yönetmiştir. 2021 yılından bu yana Mopaş ve diğer bağlı ortaklıkların Yönetim Kurulu Başkanı'dır.

Hacı Mustafa Narman  
YK Başkan Vekili / Genel Müdür

► 1966 tarihinde Bayburt'ta doğmuştur. Lise eğitimini tamamladıktan sonra 1983 yılında Erzurum'da gıda ticaretinde bakkal işletmeciliği ile başlayan ticari hayatına, 1984-1996 yılları arasında İstanbul'da küçük ve orta marketçilik işletmeciliği yaparak devam etmiştir. 1996 yılında Mopaş'ın kuruluşunda aktif rol almıştır. 1997 yılında Mopaş'ın açmış olduğu Gebze mağazasında Mağaza Müdürü gibi çeşitli görevlerde bulunmuştur. 1998 yılında Mopaş'ın Satın Alma Müdürlüğü görevini yerine getiren Hacı Mustafa NARMAN, 1999 yılından bu yana Mopaş'ın Genel Müdürü ve Yönetim Kurulu Üyeliğini üstlenmiştir. Aynı zamanda, 2021 yılına kadar Mopaş'ın bağlı ortaklıkları Seçkin Peynircilik ve Seçkin Seracılık'ın Genel Müdürü olarak görev almıştır. İstanbul Ticaret Odası 21. Dönem Meclis Üyesi, 21. Dönem Perakende Sektör Kurulu Başkan Yardımcısı, 2006-2008 yılları arasında Türkiye Perakendeciler Federasyonu Başkan Yardımcısı olarak görev yapmış ve Federasyon'un 2016 yılından bu yana Yönetim Kurulu Üyesidir. İstanbul Perakendeciler Demeği Yönetim Kurulu Üyeliği'ne 2006 yılından bu yana sürdürmekle birlikte, Demek'in 3. dönemi 2010-2012 yılları arasında Yönetim Kurulu Başkanlığı görevini yerine getirmiştir. 2000 yılından itibaren MÜSIAD demeğinin üyesidir.

Hacı Dursun Narman  
YK Üyesi

► 1963 yılında Bayburt İli Karlıca Köyü'nde doğmuş, ilköğrenimini Karlıca Köyü'nde, ortaöğrenimini de Bayburt'ta tamamlamıştır. 1982-1986 yılları arasında Erzurum'da ticarete başlayarak, perakende şeklinde emtia alım-satımı yapmıştır. 1987 yılında İstanbul'a gelerek perakende ticaretin tüm seviyelerinde olacak şekilde bakkalçılık, süper marketçilik ve son olarak gıda toptancılığı ticaretlerinde faaliyetlerde bulunmuştur. 1994-2003 yılları arasında Bayrampaşa Rami Gıda Sitesi'nde restoran işletmeciliği yapmıştır. 2003 yılında Mopaş bünyesine katılarak aktif sorumluluk almaya başlamış Satın Alma Müdürü, İnsan Kaynakları Müdürü ve Lojistik Müdürü görevlerini üstlenmiştir. 2021 yılından bu yana Mopaş'ın bağlı ortaklığı olan Seçkin Peynircilik'in Genel Müdürü olarak görev yapan Hacı Dursun NARMAN, aynı zamanda Mopaş'ın Yönetim Kurulu Üyeliği görevini de yürütmektedir.

Nedim Kurt  
YK Üyesi

► 1963 yılında Bayburt İli Karlıca Köyü'nde doğmuştur. İlköğrenimini Karlıca Köyü'nde, ortaöğrenimini Bayburt'ta tamamlamıştır. 1988 yılında İstanbul'da açmış olduğu, müşterilerinin günlük gıda ve temizlik ihtiyaçlarını karşılayacağı marketi ile ticari hayatına başlamıştır. 1996 yılında Mopaş'ın Kurucu Ortağı olarak Şirket'in kuruluşunda aktif rol almıştır. 1997 yılından bu yana İstanbul İli Kadıköy İlçesi Saha Yöneticiliği ve Mağaza Yeri Değerlendirme Müdürü görevlerini yürütmektedir. Aynı zamanda Mopaş'ın Yönetim Kurulu Üyesi olarak görev almaktadır.

Bedrettin Demirer  
YK Üyesi / Ticaret Direktörü

► 1979 yılında Bayburt İlinde doğmuştur. İlköğrenimini Karlıca Köyü'nde, ortaöğrenimini Bayburt İmam Hatip Lisesi'nde tamamlamıştır. 1996 yılında Şirket'in ilk şubeleri olan Moda ve Hasanpaşa şubelerinde çalışmaya başlayarak kısa sürede mağaza müdürü olarak görev almaya başlamıştır. Şirket'in yıllar içinde gerçekleştirmiş olduğu büyüme ve şubeleşmesi sonrasında, bölge müdürlüğüne atanmış ve sorumluluğundaki mağazaların yönetimini gerçekleştirmiştir. 2006 yılında merkez idari yönetiminde satınalma müdürlüğüne terfi etmiştir. Şirket'in büyüme planlaması ve organizasyon yapılması çerçevesinde 2015 yılında yeni kurulan Ticaret Direktörlüğü görevini üstlenerek, Şirket'in 8 satın alma birim müdürlüğünün yönetimini gerçekleştirmeye başlamıştır. 2024 yılı itibarıyla Şirket'in Yönetim Kurulu Üyesi olarak görevlerini de yürütmektedir.

Murat Narman  
YK Üyesi / İş Geliştirme Direktörü

► 1979 yılında Bayburt İlinde doğmuştur. Ortaokul ve lise eğitimini Kartal İmam Hatip Lisesi'nde tamamladıktan sonra 2002 yılında Çanakkale 18 Mart Üniversitesi'nde çalışma ekonomisi ve endüstri ilişkisi bölümünden başarıyla mezun olmuştur. Eğitimine devam etmek ve profesyonel kariyerini geliştirmek adına 2002 – 2003 döneminde Silesian University School of Business Administration programında işletme yönetimi, 2003-2005 yılları arasında ise Virginia International University'de İşletme Yönetimi Yüksek Lisans (MBA) sertifika programlarını tamamlamıştır. Şirket bünyesine 2007 yılında katılmış olup farklı departmanlarda görev almıştır. 2008-2015 yılları arasında mağazalar müdürlüğü görevini yürütmüş, 2015-2017 yılları arasında ise Strateji ve İş Geliştirme Direktörlüğü görevini üstlenmiştir. 2018 yılında Şirket'in e-ticaret alanında yeni yapılması kapsamında, direktörlük görevine yeni sorumluluklar eklenerek Şirket'in e-ticaret altyapısının kurulması ve 3. Kişi partner ilişkilerinin yönetilmesi çalışmalarıyla E-ticaret ve İş Geliştirme Direktörü olarak çalışmaya devam etmektedir. 2024 yılı itibarıyla Şirket'in Yönetim Kurulu Üyesi olarak görevlerini de yürütmektedir.

## FAALİYET ÖZETİ

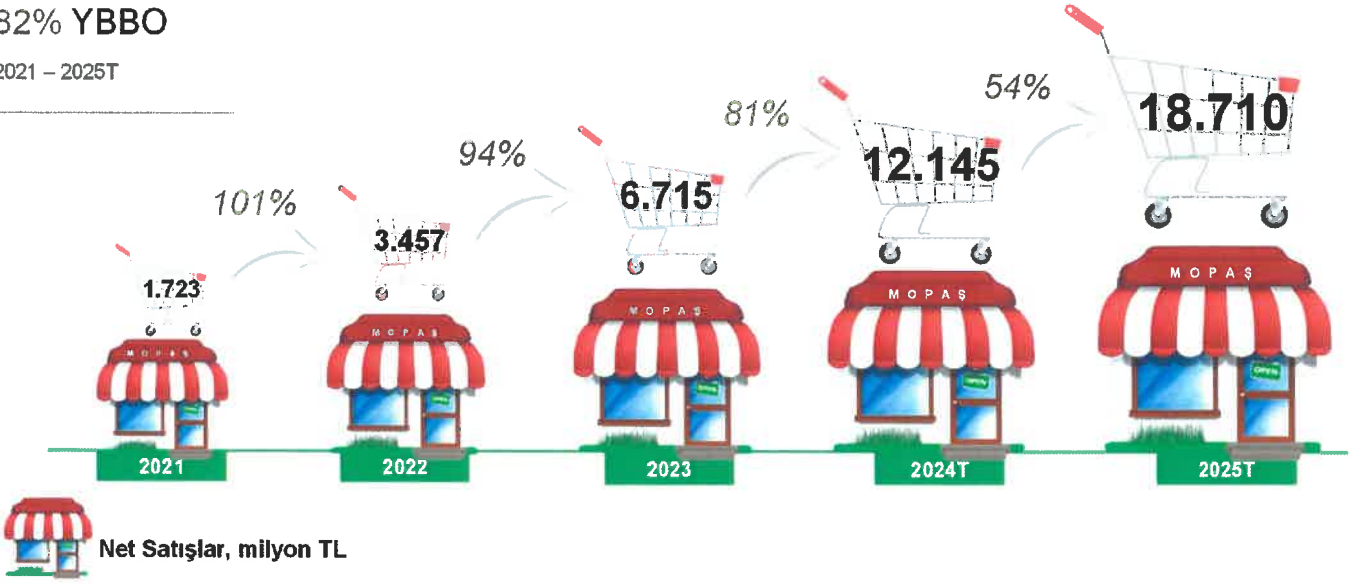
Ortaklık Yapısı & Künye	Faaliyet Alanları & Mali Veriler	Sektör																		
<p><b>Ortaklık Yapısı</b></p> <p>20,3% Fatma NARMAN ÖLKÜ</p> <p>16,6% Abdülmecit DEMİRER</p> <p>11,7% Selahattin ŞEN</p> <p>10,1% Hacı Ferişt Narman</p> <p>41,4% Diğer*</p> <p><b>Künye</b></p> <p>Kuruluş: 1996</p> <p>Faaliyet Alanı: Hızlı Tüketim Perakendeciliği</p> <p>Merkez: Pendik / İstanbul</p> <p>Mağaza Sayısı: 123 (30.09.2024)</p> <p>Müşteri Sayısı (2024/09): 30,1 milyon</p> <p>Çalışan Sayısı: 3.319</p>	<p><b>Şirket'in Ana Ürün Grupları</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Sebze, Meyve</li> <li>- Süt, Kahvaltılık</li> <li>- Gıda, Şekerleme</li> <li>- Kırmızı Et, Beyaz Et</li> <li>- Ev, Pet</li> <li>- Bebek</li> <li>- İçecekler</li> <li>- Kağıt, Kosmetik</li> <li>- Tütünü</li> <li>- Deterjan, Temizlik</li> <li>- Diğer</li> </ul> <p><b>Mali Veriler</b></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2024/09 4Ç</th> <th>2024T**</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Net Satışlar</td> <td>12.362,2 mTL</td> <td>12.144,5 mTL</td> </tr> <tr> <td>EBİTDA</td> <td>1.290,9 mTL</td> <td>1.176,8 mTL</td> </tr> <tr> <td>Net Kar</td> <td>537,7 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> <tr> <td>Özkaynak</td> <td>2.034,8 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> <tr> <td>Aktifler</td> <td>5.276,3 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> </tbody> </table>		2024/09 4Ç	2024T**	Net Satışlar	12.362,2 mTL	12.144,5 mTL	EBİTDA	1.290,9 mTL	1.176,8 mTL	Net Kar	537,7 mTL	m.d.	Özkaynak	2.034,8 mTL	m.d.	Aktifler	5.276,3 mTL	m.d.	<p>Şirket'in içinde yer aldığı hızlı tüketim malları (HTM) perakendeciliği (Fast Moving Consumer Goods "FMCG" perakendeciliği) sektörü, hızla tüketen ve sıkça satın alınan ürünleri içeren bir perakende sektörüdür. Tedarikçiler tarafından sağlanan hızlı tüketim konu nihai ürünlerin son kullanıcılar olan tüketicilere çeşitli yollarla ulaştırılmasını sağlayan faaliyetler bütünüdür. FMCG sektörü, dünya çapında da en büyük sektörlerden biri olarak da ön plana çıkmaktadır. Perakende oyuncuları, satışta sunduğu ürünlerini rakiplerden ayırmak ve tüketici sadakatini artırmak adına sürekli stratejiler geliştirmektedir. Özellikle hızlı tüketim ürünleri sektörü, satışları ve müşteri sadakatini artırmak için değer odaklı stratejiler geliştirerek rekabeti yönetmeye çalışmaktadır. Bu sebeple, müşteri sadakati yaratan markaların gelecekte daha etkin olacağı düşünülmektedir. Reel tüketim harcamalarının başlıca öncü göstergesi olan perakende satış hacmi endeksi, Eylül 2024'te yıllık bazda (mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış) %16, aylık bazda %2,3 artış gösterdi. Ticaret satış hacmi 2024 yılı Eylül ayında bir önceki yılın aynı ayna göre %12,7 arttı. TCMB verilerine göre sektörel bazda banka kartı ve kredi kartı harcama tutarı 2024 Ocak-Kasım döneminde, bir önceki yılın aynı dönemine göre %81 büyüyerek 12.515.659 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Banka kartı ve kredi kartı işlem adedi ise yine aynı dönemde yıllık %12 büyüyerek 14.913 milyon adet olarak gerçekleşmiştir. Sektörel bazda banka kartı ve kredi kartı harcama tutarı incelendiğinde 2024 Ocak-Kasım döneminde en çok payı %29 ile internet üzerinden yapılan alışverişler almıştır. Harcama tutarları ve işlem adetlerinin yıllık bileşik büyüme oranları (2020-2024 Kasım yılına kadar) incelendiğinde harcama tutarları %92 ve işlem adetleri %28 olarak gerçekleşmiştir.</p>
	2024/09 4Ç	2024T**																		
Net Satışlar	12.362,2 mTL	12.144,5 mTL																		
EBİTDA	1.290,9 mTL	1.176,8 mTL																		
Net Kar	537,7 mTL	m.d.																		
Özkaynak	2.034,8 mTL	m.d.																		
Aktifler	5.276,3 mTL	m.d.																		

\* Ortaklık Yapısının tamamı Şirket Profili bölümünde ortaklık yapısı tablosunda yer almaktadır.

\*\* 2024T veriler Enflasyon Muhasebesi kapsamında TMS 29 etkilerini içermemektedir.

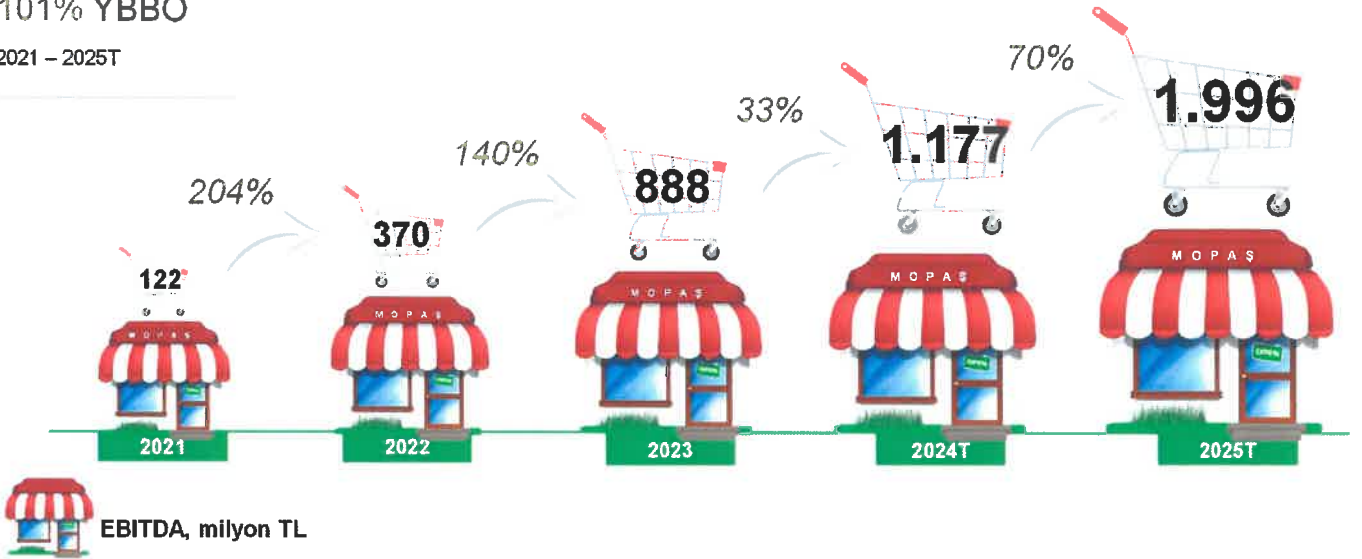
82% YBBO

2021 – 2025T



101% YBBO

2021 – 2025T



**NOT:** Grafikteki Net Satışlar ve EBITDA tutarlarında TMS 29 etkileri bulunmamaktadır.



## Satışlar

**30.09.2024 itibarıyla Şirket'in net satışlarının yıllık bileşik büyüme oranı TMS 29 etkileri dahil reel olarak %18,6'dır.**

**Şirket satışlarının, finansal tablo dönemleri boyunca ortalama %91'i mağaza satışlarından gerçekleşmektedir.**

**Satışlardaki genel görünüm.** Grup'un 2021 yılında 7,7 milyar TL (enflasyon muhasebesi kapsamında uygulanan TMS 29 etkileri dahil veriler) olan hasılatı, 2022 yılında 2021 yılına göre %15,6 artışla 8,9 milyar TL'ye yükselmiş olup 2023 yılında 2022 yılına göre %26,9 artışla 11,4 milyar TL'ye yükselmiştir. Grup'un 2023/9 dönemi 8,2 milyar TL olan hasılatı, %12,2 artışla 2024/9 döneminde 9,2 milyar TL'ye yükselmiştir. Finansal tablo dönemleri itibarıyla hasılat artışının ana sebebi olarak, Şirket'in mağaza sayısında meydana gelen artış ve online ticaret platformları üzerinden yapmış olduğu satışlardaki artıştır. Şirket'in 2021 yıl sonunda 107 mağazası bulunurken 2022 yıl sonunda 119 mağazaya 2023 yılında ise 122 mağazaya ulaşmıştır. Finansal tablo dönemleri itibarıyla, Şirket'in hasılatının bir kısmı daire satışlarından kaynaklanmakta olup 2024/9 dönemi itibarıyla stoklarında daire bulunmamaktadır. (Daire sayıları: 31.12.2023: 3 adet, 31.12.2022: 52 adet)

**Satış kanalları.** Şirket, hızlı tüketim perakendecilik faaliyetlerini 2 ana satış kanalı vasıtasıyla yürütmektedir. 30.09.2024 tarihi itibarıyla, İstanbul ve Kocaeli illerinde toplam 123 adet fiziki satış mağazası ile müşterilerine mesai saatleri içerisinde yılın her günü hizmet sunmaktadır. Bunun yanında, 7 gün 24 saat sipariş alma kabiliyetindeki e-ticaret kanalları üzerinden de hizmet vermektedir. Satış mağazalarının tamamı Şirket tarafından işletilmekte olup herhangi bir franchise uygulaması bulunmamaktadır. E-ticaret kanalındaki operasyonlarını ise Şirket'in "www.mopas.com.tr" adlı internet sitesi ve "MOPAS" mobil uygulaması yanında 3. taraf e-ticaret platformları üzerinden gerçekleştirmektedir.

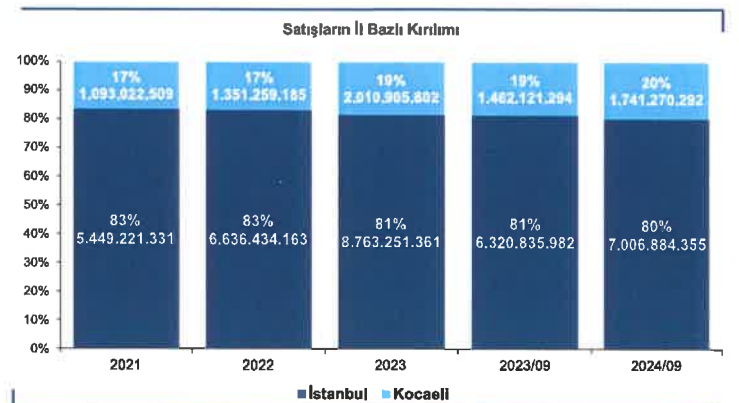
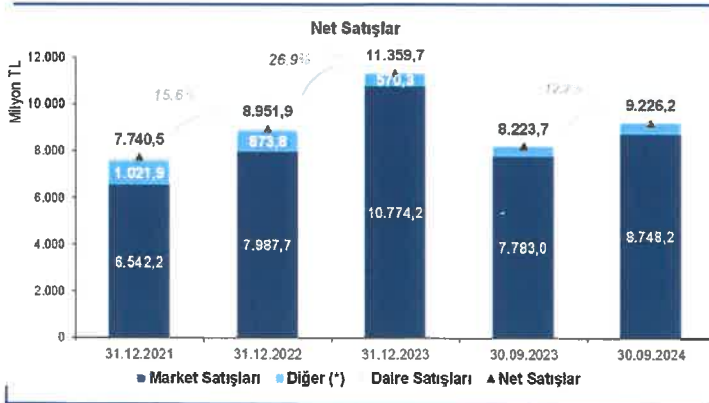
	Net Satışlar (TL)					Son 4Ç	YBBO
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024		
Market Satışları	6.542.243.840	7.987.693.348	10.774.157.163	7.782.957.277	8.748.154.647	11.739.354.533	23,7%
Diğer (*)	1.021.888.682	873.760.993	570.258.907	424.935.101	475.849.008	621.172.814	-16,6%
Daire Satışları	176.416.869	90.453.184	15.235.888	15.838.024	2.231.520	1.629.384	-81,8%
<b>Net Satışlar</b>	<b>7.740.549.391</b>	<b>8.951.907.525</b>	<b>11.359.651.958</b>	<b>8.223.730.402</b>	<b>9.226.235.175</b>	<b>12.362.156.731</b>	<b>18,6%</b>
Değişim		15,6%	26,9%		12,2%		

(\*) Şirket'in gerçekleştirmiş olduğu toptan satışlara ilişkin gelirler, Seçkin Seracılık ve Seçkin Peynirlik'in gelirleri, ürünlere ilişkin şubelerde yapılan satışların hacmine bağlı olarak markalardan elde edilen prim gelirleri ile birlikte yine markalardan elde edilen diğer gelirlerden oluşmaktadır.

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Son 4Ç: Son 4 Çeyrek yıllıklandırılmış veri.

TMS 29 (Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama) etkisi dahil finansal veriler.



## Satışlar

**Şirket, pazarlama planlarını A, B ve C grubu olarak belirlediği müşteri gruplarına göre şekillendirmekte olup hedef kitlesinin ilgi alanlarına daha uygun ve etkili bir şekilde hitap edebilmektedir.**

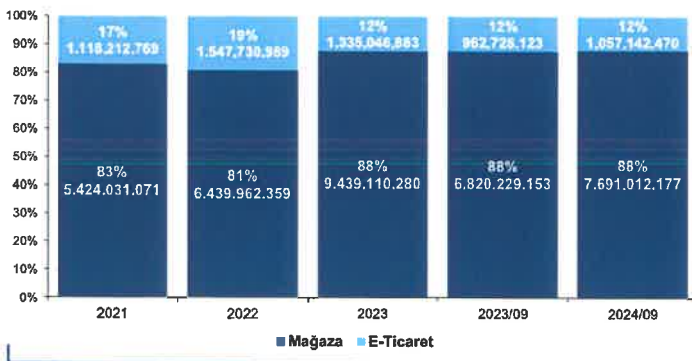
**Şirket, müşterilerine taze ürünlerden ambalajlı gıda ürünlerine, içecek, temizlik, kozmetik, tütün mamullerine kadar çeşitlenen geniş bir ürün portföyü ile hizmet vermektedir.**

**Ürün yelpazesi ve tedarik yönetimi.** Şirket, mevcut faaliyet gösteren veya gelecekte açmayı planladığı mağazalarında sürdürülebilir karlılığı sağlamak ve müşterilerin kalite algısını en üst düzeyde tutmak amacıyla, mağaza lokasyonlarını belirlemesinin yanında, aynı zamanda özellikle hedef müşteri profilini de dikkate almaktadır. Bu strateji, Şirket için önemli bir yönlendirici unsur teşkil etmektedir. Nitekim Şirket, gelir düzeyi, eğitim seviyesi, meslek ve diğer sosyal ve ekonomik özelliklere göre belirlenen sosyo-ekonomik gruplar içerisinde çoğunlukla yüksek ve orta gelire sahip A, B ve C grubu müşteri kesimine hitap etmekte birlikte tüm müşteri profillerine hizmet vermektedir. Şirket, müşterilerinin kaliteli ve marka değeri yüksek ürünleri tercih etmesine yanıt olarak, mağazalarında düşük kaliteli özel markalı ürünler yerine Türkiye'nin ve dünyanın önde gelen yerli ve yabancı markalarının ürünlerini satışa sunmaktadır. Bu çerçevede, satış kanallarında Ülker, Eti, Pınar, Süttaş, Çaykur, Kızılay, Nestle, Mondelez, Ferrero, Danone, Kenton, Lipton, Dr. Oetker, Kraft Heinz, Johnson & Johnson, Kellogg's, Coca Cola, Red Bull, Starbucks, Cappy, Doğuş, Unilever, Procter & Gamble, Henkel, Hayat Kimya ve Seyidoğlu gibi tanınmış markaların gıda, kozmetik ve temizlik ürünleri bulunmaktadır. Şirket'in 18.840 stok kaleminden oluşan bu ürün yelpazesinde, günlük tüketimden özel gün ihtiyaçlarına kadar her an her müşterinin talebini karşılayacak seçenekler bulunmaktadır. Şirket'in ürünleri 10 ana kategoride satılmaktadır. Mopaş'ın en geniş hasılat payına sahip olan sebze-meyve kategorisi, organikten ithal ürünlere, yerel üreticilerden alınan mevsimlik seçeneklere kadar geniş bir taze ürün çeşitliliği sunulur. Paketli kurutulmuş sebze ve meyve ürünleri de bu kategoride bulunmaktadır. Şirket'in kategori bazında satışlarında sebze-meyveden sonra süt-kahvaltılık, gıda-şekerleme ve kırmızı et-beyaz et kategorileri satışlardan en çok pay alan diğer kategorilerdir.

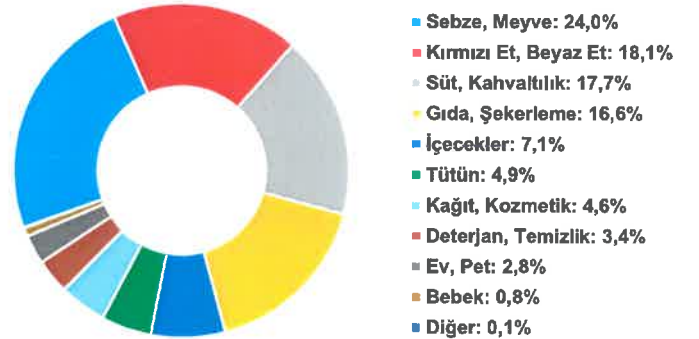
### Ana Ürün Kategorileri Bazında Net Satışlar (TL)

	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Sebze, Meyve	1.549.383.469	1.906.026.045	2.566.637.365	1.882.661.089	2.096.709.642
Kırmızı Et, Beyaz Et	678.309.107	850.430.295	1.600.970.983	1.136.729.874	1.579.510.164
Süt, Kahvaltılık	1.224.431.056	1.588.300.420	2.022.410.185	1.479.545.179	1.546.519.231
Gıda, Şekerleme	1.234.916.834	1.508.542.629	1.903.830.971	1.345.753.532	1.455.062.868
İçecekler	515.257.779	688.576.601	822.134.476	599.450.734	622.743.743
Tütün	390.136.835	377.552.413	495.204.238	345.066.607	427.874.266
Kağıt, Kozmetik	356.244.646	432.376.580	532.797.397	389.953.807	398.343.340
Deterjan, Temizlik	322.324.345	343.394.479	426.924.021	314.706.212	295.693.342
Ev, Pet	179.137.510	196.385.169	287.055.056	201.312.885	245.987.795
Bebek	79.280.992	87.385.450	107.132.760	81.211.654	72.601.201
Diğer	12.821.267	8.723.268	9.059.711	6.565.703	7.109.057
<b>Market Satışları Toplam</b>	<b>6.542.243.840</b>	<b>7.987.693.349</b>	<b>10.774.157.163</b>	<b>7.782.957.276</b>	<b>8.748.154.649</b>

### Satış Kanalları Bazında Satışların Kırılımı



### Ana Ürün Kategorileri Bazında Net Satışlar, 2024/09



## Finansal Analiz

## Mali tablolara TMS-29 uygulanmıştır

**TMS-29.** Finansal tabloların hazırlanmış olduğu tarih itibarıyla 30.09.2024 tarihli finansal tablolar hazırlanırken TMS-29'a göre enflasyon düzeltmesi yapılmıştır. Bilanço tarihi itibarıyla cari satın alma gücü ile gösterilenler dışındaki tüm kalemler ilgili tüketici fiyat endeksi katsayıları kullanılarak endekslenmiştir. Önceki yıllara ait tutarlar da yine aynı şekilde endekslenmiştir. Önceki raporlama dönemlerine ait finansal tablolar paranın en son bilanço tarihindeki cari satın alma gücü esas alınarak düzeltilmiştir. Cari dönem düzeltme katsayısı önceki dönem finansal tablolarına uygulanmıştır. Parasal aktif ve pasif kalemler, bilanço tarihinde cari satın alma gücü ile ifade edildiklerinden endekslemeye tabi tutulmamışlardır. Parasal kalemler nakit para ve nakit olarak alınacak veya ödenecek kalemlerdir. Parasal olmayan aktif ve pasifler satın alma veya ilk kayda alınma tarihinden bilanço tarihine kadar olan süre içerisinde genel fiyat endeksinde meydana gelen değişikliklerin alım maliyetlerine ve birikmiş amortisman tutarlarına yansıtılması suretiyle yeniden ifade edilmiştir. Böylece maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar, kullanım hakkı varlıkları ve benzeri aktifler piyasa değerlerini geçmeyecek şekilde alım değerleri üzerinden endekslenmiştir. Amortismanlar da benzeri şekilde yeniden düzeltilmişlerdir. Özkaynakların içerisinde yer alan tutarlar, bu tutarların şirkete katıldığı veya şirket içerisinde olduğu dönemlerdeki tüketici fiyat endekslerinin uygulanması neticesinde yeniden düzeltilmiştir. Finansal durum tablosundaki parasal olmayan kalemlerin kar veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosuna etkisi olanlar dışında kar veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosunda yer alan tüm kalemler, gelir ve gider hesaplarının finansal tablolara ilk olarak yansıtıldıkları dönemler üzerinden hesaplanan katsayılar ile endekslenmişlerdir.

## 2024/09'da toplam aktifler 5,3 milyar TL'ye ulaştı

2021, 2022 ve 2023 yıl sonları ile 30.09.2024 tarihi itibarıyla özkaynakların toplam kaynaklara oranı ise sırasıyla %36,2, %40,9, %41,2 ve %38,6'dır

## 2024/09'da aktif toplamın %10,5'i nakit ve benzerlerinden oluşmakta

Satışlardaki artışa paralel olarak yükselen ticari alacaklar içerisinde ilişkili taraf payı oldukça düşük seviyededir

**Genel görünüm.** Grup'un 2021, 2022 ve 2023 yıl sonları ile 30.09.2024 tarihi itibarıyla dönen varlıkların toplam varlıklara oranı sırasıyla %48,9, %50,8, %46,9 ve %47,6'dır. Dönen varlıkların önemli bölümü nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar ve stoklardan oluşmaktadır. 2021, 2022 ve 2023 yıl sonları ile 30.09.2024 tarihi itibarıyla duran varlıkların toplam varlıklara oranı sırasıyla %51,1, %49,2, %53,1 ve %52,4'tür. Duran varlıkların önemli bölümünü maddi duran varlıklar ve kullanım hakkı varlıkları oluşturmaktadır. Grup'un 2021 yıl sonunda 4,0 milyar TL olan aktif büyüklüğü, 2022 yıl sonunda temel olarak nakit ve nakit benzerleri ve maddi duran varlıklarındaki artışa bağlı olarak 2021 yıl sonuna göre %23,6 artışla 5,0 milyar TL'ye yükselmiş, 2023 yıl sonunda ise stoklar ve maddi duran varlıklardaki düşüşe bağlı olarak 2022 yıl sonuna göre %3,4 oranında sınırlı azalışla 4,8 milyar TL'ye gerilemiştir. Grup'un aktif büyüklüğü, 30.09.2024 tarihi itibarıyla ise stoklar ve kullanım hakkı varlıklarındaki artışa bağlı olarak 2023 yıl sonuna göre %9,1 artışla 5,3 milyar TL'ye yükselmiştir. Grup'un, 2021, 2022 ve 2023 yıl sonları ile 30.09.2024 tarihi itibarıyla kısa vadeli yükümlülüklerin toplam kaynaklara oranı sırasıyla %41,5, %40,5, %37,8 ve %40,8'dir. Kısa vadeli yükümlülüklerin önemli bölümü ticari borçlardan oluşmaktadır. 2021, 2022 ve 2023 yıl sonları ile 30.09.2024 tarihi itibarıyla uzun vadeli yükümlülüklerin toplam varlıklara oranı sırasıyla %22,3, %18,6, %21,0 ve %20,6'dır. Uzun vadeli yükümlülüklerin önemli bölümü uzun vadeli finansal borçlar ve ertelenmiş vergi yükümlülüğünden oluşmaktadır. 2021, 2022 ve 2023 yıl sonları ile 30.09.2024 tarihi itibarıyla özkaynakların toplam kaynaklara oranı ise sırasıyla %36,2, %40,9, %41,2 ve %38,6'dır.

**Nakit ve benzerleri.** Grup'un 2021 yıl sonunda 336,0 milyon TL olan nakit ve nakit benzerleri, 2022 yıl sonunda 2021 yıl sonuna göre %94,3 artışla 652,8 milyon TL'ye yükselmiş, 2023 yıl sonu itibarıyla ise 2022 yıl sonuna göre %6,1 düşüşle 613,0 milyon TL'ye gerilemiştir. Grup'un nakit ve nakit benzerleri 30.09.2024 tarihi itibarıyla ise 2023 yıl sonuna göre %9,3 azalışla 556,2 milyon TL'ye gerilemiştir. Grup'un dönem sonları itibarıyla bloke mevduatı bulunmamaktadır. Grup'un hasılatının dönemler itibarıyla artış göstermesi, nakit ve nakit benzerlerindeki artışı da beraberinde getirmiştir. Bunun yanında müşterilerin ödemelerini kredi kartı (POS) ile gerçekleştirme oranlarının artması da 2022 yıl sonundaki 2021 yıl sonuna göre artışın bir diğer sebebidir.

**Kısa ve uzun vadeli ticari alacaklar.** Grup'un 2021 yıl sonuna 215,3 milyon TL olan kısa vadeli ticari alacakları, 2022 yıl sonunda artan hasılatla paralel olarak 2021 yıl sonuna göre %28,2 artışla 275,9 milyon TL'ye yükselmiş olup 2023 yıl sonuna ise Grup'un sıkı tahsilat politikası uygulaması sebebiyle 2022 yıl sonuna göre %21,1 düşüşle 217,6 milyon TL'ye gerilemiştir. Kısa vadeli ticari alacaklar, 30.09.2024 tarihi itibarıyla ise 2023 yıl sonuna göre %44,1 artışla 313,6 milyon TL'ye yükselmiştir. Mopaş Online ve Bernar Lojistik'ten olan alacak bakiyesi ürün satışları ile birlikte elde edilen kira gelirleri kapsamındaki oluşan alacaklardır. Arde Kimya'dan olan alacak gerçekleştirilen toptan ürün satışları kapsamında olup MSA Hukuk Danışmanlık'tan olan alacak ise dava ve icra dosyaları gibi hukuki işlemler için verilen avans tutarıdır.



## Finansal Analiz

**Cari dönemde ilişkili taraf diğer alacağı oldukça düşük seviyede**

**Satışlardaki artışa rağmen stokların aynı oranda yükselmemesi işletme sermayesi ihtiyacında iyileşme sağlamakta**

**Maddi duran varlıkların önemli bir kısmı binalar, arazi ve arsalar ile mağazalardaki demirbaşlardan meydana gelmekte**

**Maddi olmayan duran varlıklar hesabında görülen artış Kent ve Sarı GES yatırımlarına ilişkin yapılan yatırımlardan kaynaklanmakta**

**Kısa ve uzun vadeli diğer alacaklar.** Grup'un 2021 yıl sonunda 4,3 milyon TL olarak kısa vadeli diğer alacakları, 2022 yıl sonuna göre %9,3 düşüşle 3,9 milyon TL'ye gerilemiş, 2023 yıl sonuna ise 2022 yıl sonuna göre %30,2 artışla 5,1 milyon TL'ye yükselmiş olup 30.09.2024 tarihi itibarıyla da 2023 yıl sonuna göre %215,8 artışla 16,0 milyon TL'ye yükselmiştir. Grup'un ilişkili taraflardan kısa vadeli diğer alacakları 2021 ve 2022 yıl sonuna bulunmamakta, 2023 yıl sonuna 1,5 milyon TL, 30.09.2024 tarihi itibarıyla da 6,7 milyon TL tutarındadır. Söz konusu tutar, ticari olmayan, finansman sağlamak amaçlı gerçekleştirilen işlemler kapsamında oluşmuştur. Grup'un uzun vadeli diğer alacakları, verilen depozito ve teminatlardan oluşmaktadır. 2021 yıl sonuna 1,9 milyon TL olan uzun vadeli diğer alacaklar 2022 yıl sonuna 2021 yıl sonuna göre %8,7 artışla 2,1 milyon TL'ye, 2023 yıl sonuna 2022 yıl sonuna göre %16,5 artışla 2,4 milyon TL'ye yükselmiş olup 30.09.2024 tarihi itibarıyla da 2023 yıl sonuna göre %27,3 artışla 3,1 milyon TL'ye yükselmiştir.

**Stoklar.** Grup'un 2021 yıl sonuna 1,4 milyar (1.367.712.788 TL) TL olan stokları, 2022 yıl sonuna 2021 yıl sonuna göre %3,6 artışla 1,4 milyar (1.416.779.624 TL) TL'ye yükselmiş olup 2023 yıl sonuna ise ürün satın alma fiyatlarında nispeten artış görülmemesi kapsamında ilave ticari mal stoğu bulundurulmasının gerek görülmemesi ve kısmi bölünme yoluyla kurulmuş olan Karlıca Gayrimenkul'e devredilen daireler sebebiyle 2022 yıl sonuna göre %10,5 düşüşle 1,3 milyar TL'ye gerilemiştir. 2024 yılının Mart ayına denk gelen Ramazan Ayı ve Nisan ayı başında olan Ramazan Bayramı sebebiyle, iş hacminin artmasına karşılık, tedarik ve stok sıkıntısı yaşamamak adına stok seviyesi artırılmış olup ayrıca, ürünlerdeki satın alma fiyat artışından minimum etkilenmek adına da stok seviyesi bir miktar artırılmıştır. Bu kapsamda Grup'un stokları 30.09.2024 tarihi itibarıyla 2023 yıl sonuna göre %20,3 artışla 1,5 milyar TL'ye yükselmiştir.

**Peşin ödenmiş giderler.** Grup'un 2021 yıl sonuna 50,9 milyon TL olan kısa vadeli peşin ödenmiş giderleri, 2022 yıl sonuna 2021 yıl sonuna göre %107,7 artışla 105,8 milyon TL'ye yükselmiş olup 2023 yıl sonuna ise 2022 yıl sonuna göre %37,8 düşüşle 65,8 milyon TL'ye gerilemiştir. Kısa vadeli peşin ödenmiş giderler, 30.09.2024 tarihinde ise 2023 yıl sonuna göre %5,3 oranında sınırlı düşüşle 62,4 milyon TL'ye gerilemiştir. Kısa vadeli peşin ödenmiş giderlerin büyük bir kısmı tedarikçilere ödenen sipariş avanslarından oluşmaktadır.

**Diğer Dönen Varlıklar.** Grup'un 2021 yıl sonuna 7,6 milyon TL olan diğer dönen varlıkları, 2022 yıl sonuna 2021 yıl sonuna göre %1.064 artışla 88,4 milyon TL'ye, 2023 yıl sonuna da 2022 yıl sonuna göre %12,7 artışla 99,6 milyon TL'ye yükselmiş olup 30.09.2024 tarihi itibarıyla ise 2023 yıl sonuna göre %80,0 düşüşle 19,9 milyon TL'ye gerilemiştir. Diğer dönen varlıklar devreden KDV kaleminden oluşmaktadır.

**Maddi duran varlıklar.** Grup'un 2021 yıl sonuna 1,2 milyar TL olan maddi duran varlıkları, 2022 yıl sonuna 2021 yıl sonuna göre %30,7 artışla 1,5 milyar TL'ye yükselmiş, 2023 yıl sonuna ise 2022 yıl sonuna göre %15,3 düşüşle 1,3 milyar (1.276.888.971 TL) TL'ye gerilemiş olup 30.09.2024 tarihi itibarıyla da 2023 yıl sonuna göre %4,0 artışla 1,3 milyar (1.328.287.235 TL) TL olarak gerçekleşmiştir. Grup, 06.04.2023 tarih ve 2023/06 numaralı kararı ile aktifinde maddi duran varlıklar hesabında yer alan net 432.615.666 TL tutarındaki gayrimenkullerini 19.03.2023 tarihinde yeni kurulan Karlıca Gayrimenkul'e kısmi bölünme yöntemi ile devretmiştir.

**Yatırım amaçlı gayrimenkuller.** Grup'un finansal tablo dönemleri itibarıyla yatırım amaçlı gayrimenkulleri aşağıda gösterilmiştir. Grup'un 06.04.2023 tarih ve 2023/06 numaralı kararı ile aktifinde yatırım amaçlı gayrimenkuller hesabında yer alan arsa arazi ve binalar, 19.03.2023 tarihinde yeni kurulan Karlıca Gayrimenkul'e kısmi bölünme yöntemi ile devredilmiştir. Grup'un 30.09.2024 tarihi itibarıyla yatırım amaçlı gayrimenkülü bulunmamaktadır.

**Maddi olmayan duran varlıklar.** Grup'un 2021 yıl sonuna 2,2 milyon TL olan maddi olmayan duran varlıkları, 2022 yıl sonuna 2021 yıl sonuna göre %53,3 düşüşle 1,0 milyon TL'ye gerilemiş, 2023 yılı içerisinde yapılan yatırımlar sonucunda 2022 yıl sonuna göre %7.216 artışla 76,7 milyon TL'ye yükselmiş olup 30.09.2024 tarihi itibarıyla ise 2023 yıl sonuna göre %8,3 düşüşle 70,3 milyon TL'ye gerilemiştir. Maddi olmayan duran varlıklar, güneş enerjisi santrali yatırımlarına ilişkin Kuveyt Türk Katılım Bankası A.Ş. ile yapılmış olan finansal kiralama işlemlerinden kaynaklanmaktadır.



## Finansal Analiz

**Kullanım hakkı varlıkları TFRS- 16 kiralama standardı kapsamında muhasebeleştirilen mağaza ve taşıt kiralama sözleşmelerinden kaynaklanmaktadır**

**Kullanım hakkı varlıkları.** Grup'un 2021 yıl sonunda 823,9 milyon TL olan kullanım hakkı varlıkları, 2022 yıl sonunda 2021 yıl sonuna göre %8,0 artışla 890,2 milyon TL'ye, 2023 yıl sonunda 2022 yıl sonuna göre %35,3 artışla 1,2 milyar TL'ye yükselmiş olup 30.09.2024 tarihi itibarıyla da 2023 yıl sonuna göre %12,3 artışla 1,4 milyar TL'ye yükselmiştir. Kullanım hakkı varlıkları, TFRS-16 Kiralamalar Standardı kapsamında muhasebeleştirilen mağaza ve taşıt kiralama sözleşmelerinden oluşmaktadır. Kullanım hakkı varlıkları, mağaza sayılarının artışına (Şirket'in 2021 yıl sonunda 107 mağazası bulunurken 2022 yıl sonunda 119 mağazaya, 2023 yıl sonunda 122 mağazaya ulaşılmış olup 30.09.2024 tarihi itibarıyla da 123 mağazası bulunmaktadır.) ve dönemler itibarıyla gerçekleşen kira artışlarına bağlı olarak yıllar itibarıyla artış göstermiştir.

**Salihli ilçesinde Faaliyet Gösteren Seçkin Seracılığın faaliyetlerinin finansmanının sağlanabilmesi adınakullanılan tarım destek krediri uzun vadeli finansal borçların artmasına sebep olmuştur**

**Finansal borçlar.** Grup'un 2021 yıl sonunda kısa ve uzun vadeli finansal borçları 982,1 milyon TL olup 2022 yıl sonunda 2021 yıl sonuna göre %4,8 düşüşle 935,0 milyon TL'ye, 2023 yıl sonunda da 2022 yıl sonuna göre %1,7 düşüşle 918,9 milyon TL'ye gerilemiştir. Kısa vadeli borçlanmaların önemli bir kısmı Grup'un kredi kartıyla yapmış olduğu alım işlemlerinden kaynaklı borçlarından oluşmaktadır. Bir kısmı ise TFRS-16 kapsamında muhasebeleştirilen mağaza ve taşıt kiralama işlem borçlarından oluşmaktadır. 2023 yılında uzun vadeli kredilerde gözlenen artışın nedeni, Manisa ili Salihli ilçesinde faaliyet gösteren Seçkin Seracılık'ın seracılık faaliyetlerinin finansmanını amacıyla kullanılan tarım destek kredisinden kaynaklanmaktadır. Grup'un kısa ve uzun vadeli finansal borçları 30.09.2024 tarihi itibarıyla ise kredi kartı borçları ve TFRS-16 kapsamında muhasebeleştirilen mağaza ve taşıt kiralama işlemlerine ilişkin borçlardaki artışa bağlı olarak 2023 yıl sonuna göre %29,4 artışla 1,2 milyar TL'ye yükselmiştir.

**Finansal borçların tamamı TL**

**Ticari borçlar.** Grup'un 2021 yıl sonunda 1,1 milyon TL olan kısa vadeli ticari borçları, 2022 yıl sonunda artan satış hacmine bağlı olarak 2021 yıl sonuna göre %33,4 artışla 1,4 milyar TL (1.434.124.524 TL)'ye yükselmiş olup 2023 yıl sonunda ise stokların azalmasına paralel olarak 2022 yıl sonuna göre %5,6 düşüşle 1,4 milyar TL (1.353.177.615 TL)'ye gerilemiştir. Grup'un ticari borçları 30.09.2024 tarihi itibarıyla ise stoklardaki artışa paralel olarak 2023 yıl sonuna göre %10,4 artışla 1,5 milyar TL'ye yükselmiştir.

**Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar.** Grup'un 2021 yıl sonunda çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçları 49,2 milyon TL olup 2022 yıl sonunda 2021 yıl sonuna göre %42,6 artışla 70,2 milyon TL'ye, 2023 yıl sonunda 2022 yıl sonuna göre %68,8 artışla 118,6 milyon TL'ye yükselmiş olup 30.09.2024 tarihi itibarıyla da 2023 yıl sonuna göre %28,1 artışla 151,9 milyon TL'ye yükselmiştir. Söz konusu artış, personel sayısı ve personel ücretlerindeki artış kapsamında görülmüştür.

**Karşılıklar.** Grup'un 2021 yıl sonunda kısa vadeli karşılıkları 3,5 milyon TL iken 2022 yıl sonunda 2021 yıl sonuna göre %0,3 oranında sınırlı düşüş göstermiş olup 2023 yıl sonunda ise 2022 yıl sonuna göre %70,3 artışla 5,9 milyon TL'ye yükselmiş, 30.09.2024 tarihi itibarıyla da artan izin karşılıklarına paralel olarak 2023 yıl sonuna göre %186,3 artışla 17,0 milyon TL'ye yükselmiştir.

**Diğer borçlar içerisinde düşük ilişkili taraf hacmi**

**Diğer borçlar.** Grup'un 2021 yıl sonunda kısa vadeli diğer borçları 102,8 milyon TL iken, 2022 yıl sonunda 2021 yıl sonuna göre %77,2 düşüşle 23,5 milyon TL'ye, 2023 yıl sonunda da 2022 yıl sonuna göre %40,6 düşüşle 13,9 milyon TL'ye gerilemiş olup 30.09.2024 tarihi itibarıyla da 2023 yıl sonuna göre %48,3 düşüşle 7,2 milyon TL'ye gerilemiştir. Grup'un finansal tablo dönemleri itibarıyla kısa vadeli diğer borçlarının önemli bir kısmı ödenecek vergi, harç ve diğer kesintilerden oluşmaktadır.

**Ertelenmiş gelirler.** Grup'un 2021 yıl sonunda ertelenmiş gelirleri 33,6 milyon TL iken, 2022 yıl sonunda 2021 yıl sonuna göre %56,8 düşüşle 14,5 milyon TL'ye gerilemiş olup 2023 yıl sonunda ise 2022 yıl sonuna göre %245,9 artışla 50,2 milyon TL'ye yükselmiş, 30.09.2024 tarihi itibarıyla ise 2023 yıl sonuna göre %98,4 düşüşle 0,8 milyon TL'ye gerilemiştir. Ertelenmiş gelirlerin önemli bir kısmı, alınan sipariş avanslarından oluşmaktadır.

## Finansal Analiz

2024/09 döneminde 2,0 milyar TL  
öz kaynak

**Özkaynaklar.** Grup'un 2021 yıl sonunda 1,3 milyar TL olan özkaynakları, 2022 yıl sonunda net dönem karındaki artış ve maddi duran varlıklara ilişkin yaptırılan değerleme raporları kapsamında değerlendirilerek 2021 yıl sonuna göre %39,6 artışla 1,9 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2023 yıl sonuna ise 2022 yıl sonuna göre %2,6 oranında sınırlı düşüşle 1,8 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket, 15.03.2023 tarihinde Seçkin Peynircilik hisselerinin %100'ünü, 02.08.2023 tarihinde ise Seçkin Seracılık hisselerinin %100'ünü nominal değer üzerinden iktisap etmiştir. Söz konusu pay satın alımları çerçevesinde iktisap edilen şirketlerin özkaynak tutarları ile nominal değerleri arasındaki fark olan 80,7 milyon TL, özkaynaklar altında "paylara ilişkin primler" kaleminde gösterilmektedir. Şirket'in özkaynakları, 30.09.2024 tarihi itibarıyla da enflasyon muhasebesi ve kar artışı ile 2023 yıl sonuna göre %2 artışla 2,0 milyar TL'ye yükselmiştir.

Bilanço				
30 Eylül, TL MOPAS	2021 Gerçekleşmiş ÖBDR	2022 Gerçekleşmiş ÖBDR	2023 Gerçekleşmiş ÖBDR	2024/09 Gerçekleşmiş ÖBDR
<b>Aktifler</b>	<b>4.049.672.614</b>	<b>5.004.913.768</b>	<b>4.836.367.070</b>	<b>5.276.347.617</b>
Nakit ve Benzerleri	335.974.909	652.812.263	612.954.070	556.159.114
Ticari Alacaklar	215.270.669	275.887.297	217.611.088	313.608.700
Diğer Alacaklar	4.290.325	3.892.513	5.069.075	16.006.119
Stoklar	1.367.712.788	1.416.779.624	1.268.479.499	1.525.919.973
Peşin Ödenmiş Gid.	50.947.964	105.832.642	65.823.522	62.355.731
Cari Dön. Vergi Var.	-	304	-	17.134.449
Diğ. Dön. Var.	7.595.647	88.379.480	99.566.482	19.907.016
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>1.981.792.302</b>	<b>2.543.584.123</b>	<b>2.269.503.736</b>	<b>2.511.091.102</b>
Ticari Alacaklar	7.719.849	2.241.238	1.252.319	623.502
Diğer Alacaklar	1.930.075	2.097.677	2.444.198	3.110.656
Kullanım Hakkı Var.	823.868.456	890.182.540	1.204.215.690	1.352.285.309
Maddi Duran Varlıklar	1.153.192.546	1.507.619.665	1.276.888.971	1.328.287.235
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	-	-	1.049.007	-
Maddi Olmayan Duran Var.	2.245.130	1.047.764	76.652.558	70.255.948
Peşin Öde. Giderler	-	-	4.360.591	10.693.865
Yatırım Amaçlı Gayr.	46.730.770	58.140.761	-	-
Diğ. Dur.Var.	32.193.486	-	-	-
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>2.067.880.312</b>	<b>2.461.329.645</b>	<b>2.566.863.334</b>	<b>2.765.256.515</b>
<b>Özkaynak ve Yükümlülükler</b>	<b>4.049.672.614</b>	<b>5.004.913.768</b>	<b>4.836.367.070</b>	<b>5.276.347.617</b>
Kısa Vad. Borç.	396.881.949	429.650.979	247.415.453	469.709.997
Uz. Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	20.157.093	347.107	9.834.471	12.907.943
Ticari Borçlar	1.074.943.917	1.434.124.524	1.353.177.615	1.493.356.603
Çalış. Sağ. Fay. Kap. Borç.	49.245.920	70.215.054	118.550.318	151.889.161
Diğer Borçlar	102.845.486	23.473.334	13.937.742	7.210.659
Ertelenmiş Gelirler	33.578.866	14.505.180	50.174.868	795.648
Kısa Vad. Karş.	3.491.967	3.482.147	5.930.209	16.978.239
Cari Dönem Vergi. İlgili Borç.	-	50.884.693	31.185.859	1.576.419
<b>Kısa Vad. Yükümlülükler</b>	<b>1.681.145.198</b>	<b>2.026.683.018</b>	<b>1.830.206.535</b>	<b>2.154.424.669</b>
Uzun Vad. Borç.	565.109.976	505.044.793	661.648.452	706.569.640
Ticari Borçlar	-	71.567	66.316	27.856
Uzun Vadeli Karşılıklar	91.335.272	102.547.118	126.047.615	130.572.970
Ertelenmiş Vergi Yük.	246.825.452	325.306.171	226.835.941	249.946.467
<b>Uzun Vad. Yükümlülükler</b>	<b>903.270.700</b>	<b>932.969.649</b>	<b>1.014.598.324</b>	<b>1.087.116.933</b>
Sermaye	35.000.000	64.000.000	84.000.000	230.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	434.989.257	470.907.158	488.287.658	514.677.027
Paylara İlişkin Primler ve İskontolar	-	-	87.902.686	87.902.686
Kardan Ayrı. Kısıt. Yed.	9.348.431	15.088.355	25.493.159	46.235.574
Diğ. Kap. Gel.	58.629.207	316.414.612	198.405.723	194.360.615
Geçmiş Yıl Karları	671.949.528	650.319.474	367.365.078	914.341.201
Net Kar	82.818.138	413.369.586	740.107.907	47.288.912
<b>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</b>	<b>172.522.155</b>	<b>115.161.916</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Ana Ortak. Özkaynakları</b>	<b>1.292.734.561</b>	<b>1.930.099.185</b>	<b>1.991.562.211</b>	<b>2.034.806.015</b>

## Finansal Analiz

**Enflasyon muhasebesi nedeniyle satış büyümeleri reel büyüme olarak görülmelidir**

**Satışlar ve karlılık paralel olarak artmakta**

**Genel yönetim giderlerindeki büyüme satış büyümesinin altında kalarak karlılığı desteklemekte**

**Artan faizlere bağlı olarak esas faaliyetlerden diğer giderler 2023/09 ve 2024/09 döneminde diğer yıllara kıyasla önemli oranda arttı**

**Net satışlar.** Grup'un 2021 yılında 7,7 milyar TL olan hasılatı, 2022 yılında 2021 yılına göre %15,6 artışla 9,0 milyar TL'ye yükselmiş olup 2023 yılında da 2022 yılına göre %26,9 artışla 11,4 milyar TL'ye yükselmiştir. Grup'un hasılatı 2024 yılının 3. çeyreği itibarıyla da 2023 yılının aynı dönemine göre %12,2 artışla 9,2 milyar TL'ye ulaşmıştır. Finansal tablo dönemleri itibarıyla hasılat artışının ana sebebi, Şirket'in mağaza sayısında meydana gelen artış ve online ticaret platformları üzerinden yapmış olduğu satışlardaki artıştır. Şirket'in 2021 yıl sonunda 107 mağazası bulunurken 2022 yıl sonunda 119 mağazaya, 2023 yıl sonunda 122 mağazaya ulaşmış olup 30.09.2024 tarihi itibarıyla da 123 mağazası bulunmaktadır. Finansal tablo dönemleri itibarıyla, Şirket'in hasılatının bir kısmı daire satışlarından kaynaklanmış olup 30.09.2024 tarihi itibarıyla Şirket'in stoklarında daire bulunmamaktadır.

**SMM ve Brüt kar marjı.** Grup'un 2021 yılında 6,2 milyar TL olan satışların maliyeti, 2022 yılında 2021 yılına göre %17,3 artışla 7,3 milyar TL'ye, 2023 yılında da 2022 yılına göre %16,7 artışla 8,5 milyar TL'ye yükselmiş olup 2024 yılının 3. çeyreği itibarıyla da 2023 yılının aynı dönemine göre %2,6 artışla 6,8 milyar TL'ye yükselmiştir. Hasılatındaki artışla aynı doğrultuda, satışların maliyeti kaleminde de dönemler itibarıyla artış görülmüş olup ayrıca birim satın alma maliyetleri de enflasyona bağlı olarak artış göstermiştir. Bu kapsamda Grup'un brüt karı 2021 yılında 1,5 milyar TL iken, 2022 yılında 2021 yılına göre %8,9 artışla 1,7 milyar TL'ye, 2023 yılında da 2022 yılına göre %71,3 artışla 2,9 milyar TL'ye yükselmiş olup 2024 yılının 3. çeyreği itibarıyla da 2023 yılının aynı dönemine göre %50,6 artışla 2,5 milyar TL'ye yükselmiştir. Brüt kar marjı, 2021, 2022 ve 2023 yılları ile 2023 ve 2024 yıllarının 3. çeyreği itibarıyla sırasıyla %19,8, %18,6, %25,1, %20,0 ve %26,8 olarak gerçekleşmiştir.

**Genel yönetim giderleri.** 2021 yılında 17,2 milyon TL olan genel yönetim giderleri, 2022 yılında vergi, resim ve harç giderlerindeki artış kapsamında 2021 yılına göre %25,8 artışla 21,6 milyon TL'ye, 2023 yılında ise vergi resim ve harç giderlerindeki düşüş kapsamında 2022 yılına göre %15,5 düşüşle 18,3 milyon TL'ye gerilemiştir. 2024 yılının 3. çeyreğinde ise vergi, resim ve harç giderleri ve danışmanlık giderlerindeki artış kapsamında 2023 yılının aynı dönemine göre %216,3 artışla 31,4 milyon TL'ye yükselmiştir.

**Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri.** 2021 yılında 1,5 milyar TL olan pazarlama, satış ve dağıtım giderleri, 2022 yılında satış komisyon giderleri ve elektrik, su, doğalgaz giderlerindeki artış kapsamında 2021 yılına göre %15,0 artışla 1,7 milyar TL'ye, 2023 yılında da personel giderlerindeki artış kapsamında 2022 yılına göre %36,7 artışla 2,3 milyar TL'ye yükselmiş olup 2024 yılının 3. çeyreğinde de personel giderlerindeki artış kapsamında 2023 yılının aynı dönemine göre %27,1 artışla 2,2 milyar TL'ye yükselmiştir. 2023 yılında personel ücret ve giderleri, 2022 yılına oranla, personel artışı ve enflasyon kaynaklı artış göstermiş olup 2023 yılında satış komisyon giderlerindeki artışın nedeni ise e-ticaret ve yemek kartı ile yapılan satışların gelirler içerisindeki payının yükselmesinden kaynaklanmaktadır. 2023 yılında kıdem ve ihbar tazminatı artışı ise 2023 yılındaki Emeklilikte Yaşa Takılanlar Düzenlemesi kapsamında ödenen kıdem tazminatından kaynaklanmaktadır.

**Esas faaliyetlerden diğer gelirler/giderler.** Grup'un esas faaliyetlerinden diğer gelirleri, 2021 yılında 89,8 milyon TL olup 2022 yılında 2021 yılına göre %0,6 düşüşle 89,2 milyon TL'ye gerilemiş, 2023 yılında ise personel ve operasyonel destek gelirleri, satışlardan elimine edilen faiz ve cari dönem reeskont gelirlerindeki artış kapsamında 2022 yılına göre %273,9 artışla 333,5 milyon TL'ye yükselmiştir. 2024 yılının 3. çeyreğinde ise 2023 yılının aynı dönemine göre %20,0 artışla 293,0 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Personel ve operasyonel destek gelirlerinin 2023 yılında 2022 yılına göre artış göstermesinin nedeni, devlet teşviklerinin artması ve çalışan personeller için bankalardan alınan maaş promosyonundan kaynaklanmaktadır. TFRS-15 Hasılat Standardı kapsamında hasılatın içerisinde yer alan finansman gelirleri esas faaliyetlerin içerisinde "satışlardan elimine edilen faizler" kaleminde gösterilmiş olup 2023 yılında 2022 yılına göre faiz oranlarındaki artış kaynaklı ilgili kaleminde de artış görülmüştür. Ticari borçlar, iskonto edilmiş maliyet bedeli ile takip edilmekte olup 2023 yılında 2022 yılına göre faiz oranlarının artması ve ticari borçların da artmasına paralel olarak reeskont faiz gelirleri de artış göstermiştir. Grup'un esas faaliyetlerinden diğer giderleri, 2021 yılında 230,8 milyon TL iken 2022 yılında 2021 yılına göre %4,3 artışla 240,7 milyon TL'ye, 2023 yılında 2022 yılına göre %157,6 artışla 620,0 milyon TL'ye yükselmiş olup 2024 yılının 3. çeyreğinde de 2023 yılının aynı dönemine göre %99,0 artışla 670,1 milyon TL'ye yükselmiştir. TFRS-15 Hasılat Standardı kapsamında hasılatın içerisinde yer alan finansman giderleri esas faaliyetlerin içerisinde "alışlardan elimine edilen faizler" kaleminde gösterilmiş olup 2023 yılında 2022 yılına göre ve 2024 yılının 3. çeyreğinde de 2023 yılının aynı dönemine göre faiz oranlarındaki artış kaynaklı ilgili kaleminde de artış görülmüştür.



## Finansal Analiz

**Şirket, 23.10.2023 tarihinde Kent GES hisselerinin %100'ünü, 26.10.2023 tarihinde ise Sarı Enerji hisselerinin %100'ünü maliyet değerleri üzerinden iktisap etmiştir. Söz konusu pay satın almaları çerçevesinde iktisap edilen şirketlerin özkaynak tutarları ile maliyet değerleri arasındaki farkı yatırım faaliyetlerden gelirler kaleminde gösterilmektedir**

**Son üç yıl içerisinde düzenli olarak artan brüt kar marjının temel etkisi ile düzenli olarak yükselen EBITDA marjının GES yatırımlarının etkisi ile sağlanacak enerji tasarrufu ve ölçek ekonomisinin sağlayacağı verimliliği etkisi ile daha da artması temel beklenti iken modelde 2024 yılı için EBITDA marjı beklentisi %11,9 ile 2023 yılı seviyesi olan %13,2'nin altında kabul edilmiştir.**

**Yatırım faaliyetlerinden gelirler/giderler.** Grup'un yatırım faaliyetlerinden gelirleri, 2021 yılında 7,7 milyon TL iken 2022 yılında 2021 yılına göre %96,3 artışla 15,0 milyon TL'ye yükselmiş olup 2023 yılında da 2022 yılına göre %64,1 artışla 24,7 milyon TL'ye yükselmiştir. Grup, 2023 yılının 3. çeyreğinde ve 2024 yılının aynı döneminde duran varlık satış karlarından sırasıyla 0,4 ve 0,7 milyon TL gelir elde etmiştir. Bağlı ortaklık satın alma şerefiye geliri, satın alınan Kent GES ve Sarı Enerji'ye ilişkin tanımlanabilen varlık, yükümlülük ve şarta bağlı yükümlülüklerdeki payının, satın alım maliyetini aşması nedeniyle aşan kısmın gelir olarak muhasebeleştirilmesi kapsamında oluşmuştur. Şirket, 23.10.2023 tarihinde Kent GES hisselerinin %100'ünü, 26.10.2023 tarihinde ise Sarı Enerji hisselerinin %100'ünü maliyet değerleri üzerinden iktisap etmiştir. Söz konusu pay satın almaları çerçevesinde iktisap edilen şirketlerin özkaynak tutarları ile maliyet değerleri arasındaki farkı yatırım faaliyetlerden gelirler kaleminde gösterilmektedir. Şirket'in 17.05.2024 tarihli ve 14 sayılı yönetim kurulu kararı ile %100 bağlı ortaklığı olan Kent Ges ve Sarı Enerji'nin tüm aktif ve pasifleri ile kolaylaştırılmış usulde birleşme yöntemiyle devralınmasına karar verilmiş olup söz konusu birleşme işlemi 29.05.2024 tarihi itibarıyla tamamlanmıştır. Grup'un yatırım faaliyetlerinden giderleri duran varlık satışlarından meydana gelen zararlardan oluşmaktadır. 2021 yılında 102.235 TL, 2023 yılında da 10.577.667 TL olarak gerçekleşmiştir.

**Finansman gelir/giderleri.** Grup'un finansman gelirleri, faiz gelirleri ve kur farkı gelirlerinden oluşmaktadır. 2023 yılında görülen finansman faaliyetlerinden faiz gelirleri, Grup'un Kur Korunmalı Mevduat yatırımı kapsamında elde etmiş olduğu gelirlerdir. Grup'un finansman giderleri, faiz giderleri, kur farkı giderleri, banka komisyon ve masraf giderleri ve TFRS-16 kapsamındaki faiz tutarlarından oluşmaktadır. TFRS-16 kapsamındaki faiz, Grup'un kiraladığı varlıklara ilişkin yapmış olduğu ödemelerden oluşmaktadır. Grup'un finansman giderleri, 2021 yılında 137,7 milyon TL iken 2022 yılında 2021 yılına göre %11,6 düşüşle 121,7 milyon TL'ye gerilemiştir. 2023 yılında yenilenen kiralama sözleşmeleri sebebiyle 2022 yılına göre %54,3 artışla 187,8 milyon TL'ye yükselmiştir. 2024 yılının 3. çeyreğinde de 2023 yılının aynı dönemine göre %54,6 artışla 187,4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Finansman giderlerinin finansal tablo dönemleri itibarıyla detayı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

**Net dönem karı.** Grup'un net dönem karı 2021 yılında 110,6 milyon TL iken, 2022 yılında 2021 yılına göre %222,0 artışla 356,2 milyon TL'ye, 2023 yılında da 2022 yılına göre %113,3 artışla 759,8 milyon TL'ye yükselmiş olup 2024 yılının 3. çeyreği itibarıyla ise alışlardan elimine edilen faiz giderleri ve finansman giderlerindeki artışa paralel olarak 2023 yılının aynı dönemine göre %82,5 azalışla 47,3 milyon TL'ye gerilemiştir.

**Finansal Analiz**

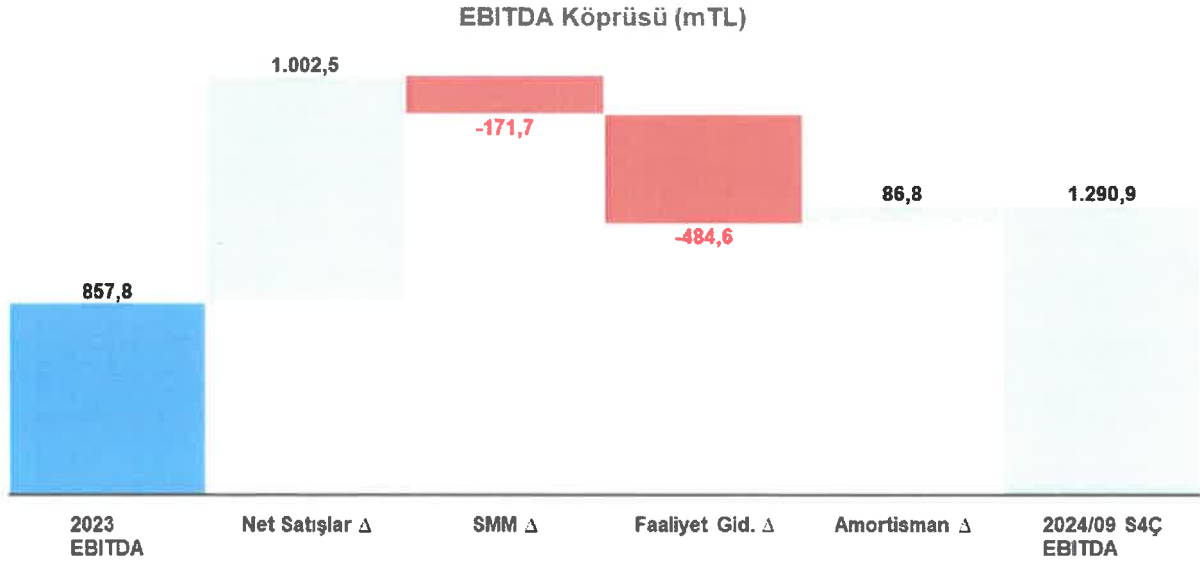
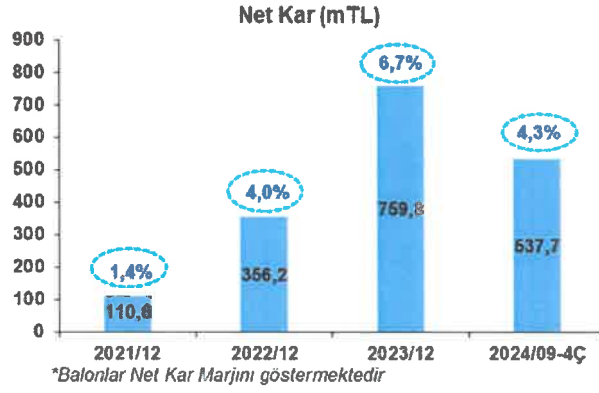
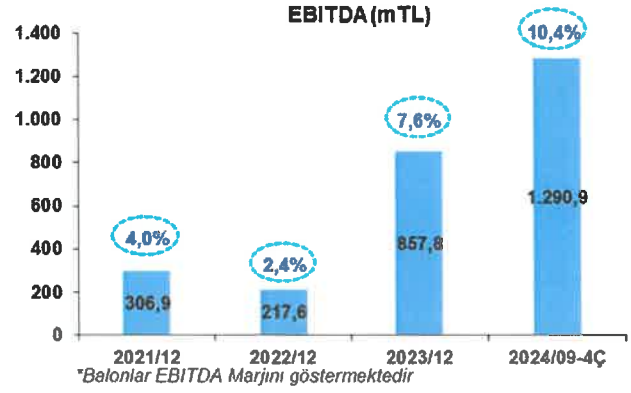
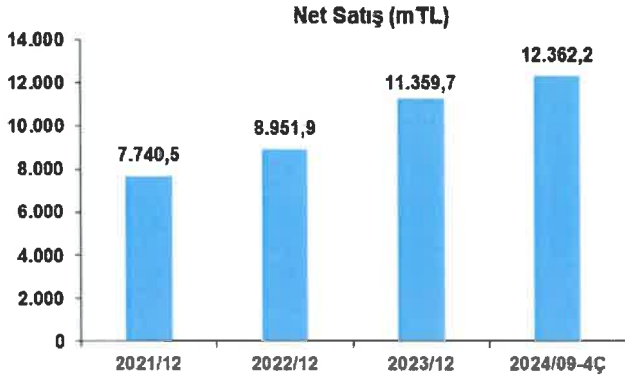
**2024/09 son 4 çeyrek EBITDA rakamı 1.290,8 mn TL olarak gerçekleşmiştir.**

EBITDA gelişimi. Şirket 2021, 2022, 2023 ve 2024/09 dönemlerinde sırasıyla 306,9 mn TL, 217,6 mn TL, 857,8 mn TL ve 595,2 mn TL EBITDA üretmiştir. 2024/09 itibarıyla son 4 çeyrek EBITDA ise 1.290,8 mn TL'dir. 2023'de EBITDA'da gerçekleşen %294,1 oranında reel değişim dikkat çekmektedir. Son üç yıl içerisinde düzenli olarak artan brüt kar marjının temel etkisi ile yükselen EBITDA marjının GES yatırımlarının katkısı sonrası sağlanacak enerji tasarrufu ve ölçek ekonomisinin sağlayacağı verimlilik etkisi ile daha da artması temel beklenti iken modelde 2024 yılı için EBITDA marjı beklentisi %11,9 ile 2023 yılı seviyesi olan %13,2'nin altında kabul edilmiştir.

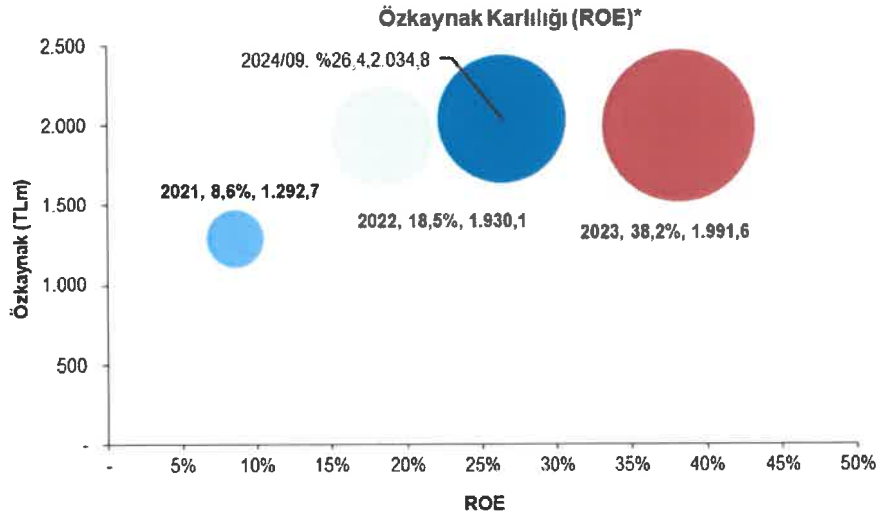
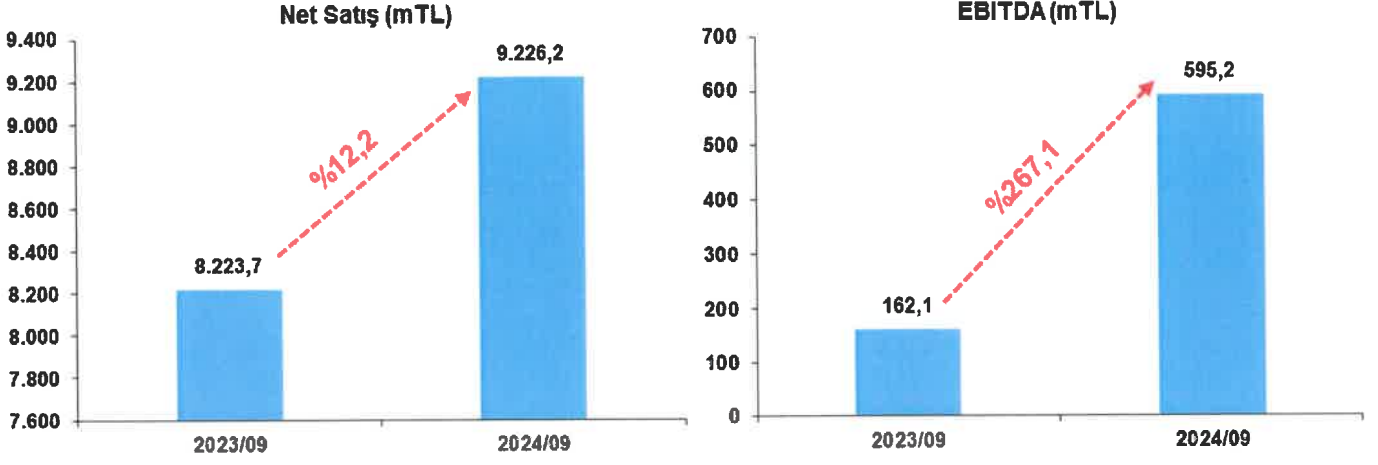
**Gelir Tablosu**

30 Eylül, TL MOPAS	2021 Gerçekleşmiş ÖBDR	2022 Gerçekleşmiş ÖBDR	2023 Gerçekleşmiş ÖBDR	2023/09 Gerçekleşmiş ÖBDR	2024/09 Gerçekleşmiş ÖBDR	Son 4Ç Gerçekleşmiş ÖBDR
<b>Net Satışlar</b>	7.740.549.391	8.951.907.525	11.359.651.958	8.223.730.402	9.226.235.175	12.362.156.731
<i>Değişim</i>		15,6%	26,9%		12,2%	
Satışların Maliyeti	(6.208.825.805)	(7.284.071.735)	(8.503.163.645)	(6.583.035.041)	(6.754.722.684)	(8.674.851.288)
<b>Brüt Kar</b>	1.531.723.586	1.667.835.790	2.856.488.313	1.640.695.361	2.471.512.491	3.687.305.443
<i>Brüt Marj</i>	19,8%	18,6%	25,1%	20,0%	26,8%	29,8%
Genel Yönetim Gid.	(17.207.574)	(21.641.165)	(18.290.283)	(9.910.815)	(31.350.923)	(39.730.391)
<i>Değişim</i>		25,8%	-15,5%		216,3%	
Satış-Pazarlama Değ. Gid.	(1.480.134.463)	(1.701.838.191)	(2.326.645.075)	(1.708.741.103)	(2.171.860.952)	(2.789.764.924)
<i>Değişim</i>		15,0%	36,7%		27,1%	
<b>EBITDA</b>	306.875.734	217.638.232	857.768.511	162.141.619	595.226.868	1.290.853.760
<i>Değişim</i>		-29,1%	294,1%		267,1%	
<b>EBITDA Marjı</b>	4,0%	2,4%	7,6%	2,0%	6,5%	10,4%
Amortisman	(272.494.185)	(273.281.798)	(346.215.556)	(240.098.176)	(326.926.252)	(433.043.632)
<b>EBIT</b>	(106.622.552)	(207.151.317)	225.036.852	(170.457.934)	(108.834.310)	286.660.476
<i>Değişim</i>		94,3%	-208,6%		-36,2%	
<b>EBIT Marjı</b>	-1,4%	-2,3%	2,0%	-2,1%	-1,2%	2,3%
Esas Faaliyet. Diğ. Gel.	89.754.669	89.196.345	333.482.873	244.211.804	292.961.426	382.232.495
Esas Faaliyet. Diğ. Gid.	(230.758.770)	(240.704.096)	(619.998.976)	(336.713.181)	(670.096.352)	(953.382.147)
Yatırım Faaliyetlerinden Gel.	7.664.732	15.047.479	24.693.244	383.426	693.069	25.002.887
Yatırım Faaliyetlerinden Gid.	(102.235)	-	(10.577.667)	(10.552.881)	-	(24.786)
Fin. Gel.	5.534.620	3.012.004	47.456.179	15.994.734	4.562.528	36.023.973
Fin. Gid.	(137.708.024)	(121.674.068)	(187.785.158)	(121.209.558)	(187.357.675)	(253.933.275)
Net Parasal Poz. Kazançları (Kayıpları)	447.926.274	903.817.504	847.550.514	761.199.446	475.967.839	562.318.907
Vergi Öncesi Kar	216.692.815	593.051.602	946.373.964	475.357.233	185.031.451	656.048.182
Vergi	(22.261.045)	(92.415.776)	(159.580.674)	(104.829.159)	(43.264.054)	(98.015.569)
Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	(83.814.451)	(144.405.242)	(26.963.168)	(101.064.471)	(94.478.485)	(20.377.182)
<b>Net Kar</b>	110.617.319	366.230.584	759.830.122	269.463.603	47.288.912	537.655.431

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.  
Barbaros Mah. İhtisar Biv. No:3 Akmerkez My Newwork  
İç Kapı No:186 / Atasehil / İstanbul  
Boğaziçi Kurumlar V.D. No: 33 787  
Menkul No:047800367870001







\*Balonun büyüklüğü özkaynakları

• 2021 • 2022 • 2023 • 2024/09

Likidite Rasyoları	2024/09	2023	2022	2021	Referans
Cari Oran	1,17	1,24	1,26	1,18	1,0-1,5
Likidite Oranı	0,46	0,55	0,56	0,37	0,8-1,0
Borçluluk Oranları	2024/09	2023	2022	2021	Referans
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	51,5%	48,3%	53,7%	59,0%	<%40
Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak	23,7%	12,9%	22,3%	32,3%	<100%
Faiz Karşılama Oranı	5,9	6,1	1,8	2,3	>3
Net Borç/EBITDA	0,3	0,3	1,8	2,7	<4
Özkaynak/Pasif	38,6%	41,2%	38,6%	31,9%	>%60
Toplam Borçlar/Özkaynaklar	133,7%	117,3%	139,3%	184,7%	Sektör
Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	17,7%	11,0%	16,0%	17,5%	Sektör
Karlılık Oranları (Yıllıklandırılmış)	2024/09	2023	2022	2021	Referans
Brüt Marj	29,8%	25,1%	18,6%	19,8%	Sektör
EBIT Marjı	2,3%	2,0%	-2,3%	-1,4%	Sektör
EBITDA Marjı	10,4%	7,6%	2,4%	4,0%	Sektör
Net Kar Marjı	4,3%	6,7%	4,0%	1,4%	Sektör
ROE	26,4%	38,2%	18,5%	8,6%	Getirisi
ROA	5,4%	4,7%	-4,1%	-2,6%	Sektör
Faiz Gid./Net Satış	1,8%	1,2%	1,3%	1,7%	<%3
Faaliyet Gideri/Net Satış	13,9%	20,6%	19,3%	19,3%	Sektör
Yatırım Rasyoları	2024/09	2023	2022	2021	Referans
Yatırım/Amortisman	0,8	0,9	0,3	0,3	>%100
Yatırım/Net Satış	2,8%	2,7%	1,1%	1,2%	Sektör
ROIC	20,0%	18,4%	-14,0%	-7,5%	>AOSM
CRR	11,6%	10,7%	16,5%	18,4%	<%100

## Değerleme

*Gelir ve Pazar yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak uygulanmıştır*

*Statik olmayan iş modelleri için İNA daha uygundur*

*EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır*

*Yönetim tarafından belirlenen projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir*

## Değerleme Yöntemleri

Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

**Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

**Pazar Yaklaşımı:** Piyasa Çarpanları Analizi

**İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi.** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

**Piyasa Çarpanları Analizi.** Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolarındaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarından. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır.

**Net Aktif Değer Analizi.** Net aktif değer, varlıkların ve yükümlülüklerin yer aldığı bir bilançodaki özkaynaklar toplamıdır. Diğer bir deyişle, varlıkların gerçeğe uygun değerinden yükümlülükler düşülerek hesaplanır. Net aktif değer hesaplamasında varlıkların güncel değeri için SPK yetkili bir kurum tarafından değerlendirme raporlarına ihtiyaç duyulmaktadır. Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve holdinglerin değerlemesinde genelde net aktif değer yaklaşımı kullanıldığı için çalışmamızda bu yaklaşıma yer verilmemiştir.

**Öne çıkan çarpanlar.** Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in sektöründe sıkça kullanılan Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA) çarpanı kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen (30.09.2023-30.09.2024) EBITDA esas alınarak şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

## Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA)

**Genel Varsayımlar.** Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek izahnamede yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı.

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir.



## Değerleme Metodolojileri

## İNA

Ortalama %22,9 AOSM modellenmiştir

Merkez Bankası'nın yakın zamanda faiz indirimlerine başlaması öngörülmekte

Projeksiyonda ortalama %22,9 AOSM kullanıldı. Risksiz faiz oranı için 10 yıllık devlet tahvil baz alınmıştır. Değerleme tarihi itibarı ile 10 yıllık devlet tahvil faizi %29,5 seviyesinde olması nedeniyle risksiz faiz oranı 2024 yılında %29,5 seviyesinde kabul edilmiştir. Sonraki yıllarda enflasyon ve faizlerdeki düşüş beklentisine paralel risksiz faiz oranının kademeli bir şekilde düşerek 10 yıllık ortalamasının üzerinde %17 seviyesinde dengeleneceği varsayılmıştır. Bu anlamda muhafazakar bir yaklaşım sergilenmiştir. En iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz %5,5 sermaye piyasası risk primi kullanılmıştır. Şirket'in borsada işlem görmeye başlayacak olması nedeniyle FVFM varsayımlarına göre özsermaye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemelidir. Şirket paylarının borsalarda işlem görmemesi ve alıcının blok tutarda pay alacak olması firmaya özgü riskin oluşmasını beraberinde getirmektedir. Şirket'in kaldıraçlı belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer yurt içi şirketlerin ortalama kaldıraçlı, 2024/09 mali verileri ve yönetimin kredi-öz kaynak beklentisi dikkate alınmıştır. Şirket'in içinde yer alacağı FMCG (Fast Moving Consumer Good) sektöründeki şirketlerden hesaplanan kaldıraçsız beta modellenmiş ve Hamada Denklemi ile hesaplanan kaldıraçlı beta 0,73x olarak tespit edilmesine rağmen muhafazakar tarafta kalmak adına beta 1x olarak alınmıştır. Şirket'in projeksiyon dönemi ortalamasında risksiz getirinin 450 baz puan üstünde borçlanma maliyetine sahip olacağı kabul edilmiştir.

## Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")

TL	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
<b>Veriler</b>								
Risksiz Faiz Oranı	29,5%	25,0%	20,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Kaldıraçsız Beta	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73
Borç/Özkaynak	58,4%	58,4%	58,4%	58,4%	58,4%	58,4%	58,4%	58,4%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
<b>Kaldıraçlı Beta</b>								
<b>Beta</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>
<b>Özsermaye Fiyatlandırma Modeli</b>								
Risksiz Faiz Oranı	29,5%	25,0%	20,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
<b>Özsermaye Maliyeti</b>	<b>35,0%</b>	<b>30,5%</b>	<b>25,5%</b>	<b>22,5%</b>	<b>22,5%</b>	<b>22,5%</b>	<b>22,5%</b>	<b>22,5%</b>
<b>AOSM</b>								
Özsermaye Maliyeti	35,0%	30,5%	25,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%
Borç Maliyeti	34,0%	29,5%	24,5%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%	21,5%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%	36,9%
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	63,1%	63,1%	63,1%	63,1%	63,1%	63,1%	63,1%	63,1%
Kurumlar Vergisi Oranı	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%	23,8%
<b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti</b>	<b>31,7%</b>	<b>27,5%</b>	<b>23,0%</b>	<b>20,2%</b>	<b>20,2%</b>	<b>20,2%</b>	<b>20,2%</b>	<b>20,2%</b>

## Net Borç

**Net Borç/EBITDA.** Serbest nakit akımı hesaplamasında mağaza kiralari nakit akımından düşülmüştür. Bu nedenle bilançoda TFRS16 gereği hesaplanan kiralama yükümlülüklerinden kaynaklanan borçlar İNA'dan gelen değer tespiti yapılırken dikkate alınmamıştır. Çarpan değerlemesinde ise EBITDA rakamında TFRS16 gereği kiralama giderleri düşülmediği için kiralama yükümlülüklerinden kaynaklanan borçlar net borç hesaplanmasına dahil edilmiştir. Bu nedenle iki farklı net borç hesaplaması yapılmış ve aşağıda tablolar halinde özetlenmiştir. Finansal borçların önemli bölümü kiralama yükümlülüklerinden kaynaklan borçlar olduğu için İNA'dan gelen değer hesaplamasında kira giderleri nakit akımından düşülmüş olduğundan Şirket net nakitte gözükürken çarpan hesaplamasından değer hesaplanırken kiralama yükümlülükleri net borç hesaplamasında dikkate alındığından Şirket net borçtadır. Borçluluğu üretilen EBITDA ile ölçmek daha anlamlı sonuçlar doğurmaktadır. Kiralama yükümlülüklerinin borç olarak göz önünde bulundurulduğu durumda 2024/09 itibari ile net borç/EBITDA rasyosu 0,5x ile oldukça düşük seviyede iken göz önünde bulundurulmadığı durumda ise Şirket net nakittir. Bu anlamda Şirket'in borçlarını ödeme gücünün yüksek olduğu söylenebilir. 2024/09 itibariyle finansal borçlarda TL bazlı krediler ağırlıklı görülürken TL kredilerde ortalamada %36-73 faiz bandı dikkat çekmektedir.

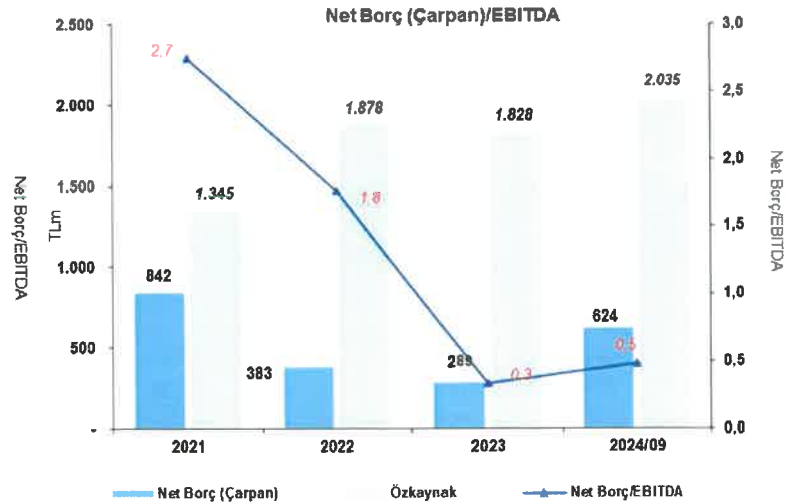
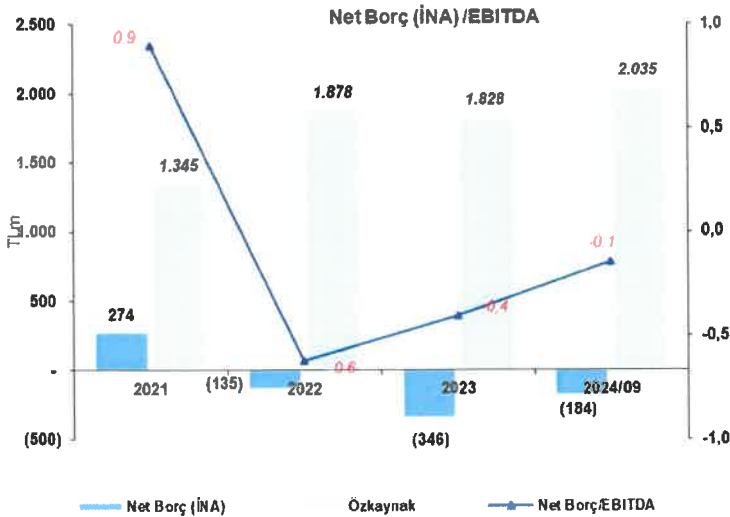
2024/09'da TFRS16 hariç 183,8 mn TL net nakit

### Net Borç (İNA) & Özkaynak & Finansal Kaldıraç

TLm	2021	2022	2023	2024/09
Nakit ve Nakit Benzerleri	308,5	599,4	562,8	556,2
Finansal Yatırımlar	-	-	-	-
Diğer Alacaklar*	3,9	3,6	4,7	16,0
Kısa Vadeli Borçlanmalar	314,5	339,9	134,0	332,7
Uzun Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	18,5	0,3	9,0	12,9
Diğer Borçlar*	94,4	21,5	12,8	7,2
Uzun Vadeli Finansal Borç	0,5	-	65,5	35,6
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	158,4	105,7	-	-
<b>Net Borç (İNA)</b>	<b>273,9</b>	<b>(135,5)</b>	<b>(346,0)</b>	<b>(183,8)</b>
Özkaynak	1.345,3	1.877,8	1.828,5	2.034,8
<b>Net Borç/Özkaynak</b>	<b>20,4%</b>	<b>-7,2%</b>	<b>-18,9%</b>	<b>-9,0%</b>
<b>Net Borç/EBITDA</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>
EBITDA	306,9	217,6	857,8	1.290,9

### Net Borç (Çarpan) & Özkaynak & Finansal Kaldıraç

TLm	2021	2022	2023	2024/09
Nakit ve Nakit Benzerleri	308,5	599,4	562,8	556,2
Finansal Yatırımlar	-	-	-	-
Diğer Alacaklar*	3,9	3,6	4,7	16,0
Kısa Vadeli Borçlanmalar	364,4	394,5	227,2	469,7
Uzun Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	18,5	0,3	9,0	12,9
Diğer Borçlar*	94,4	21,5	12,8	7,2
Uzun Vadeli Finansal Borç	518,8	463,7	607,5	706,6
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	158,4	105,7	-	-
<b>Net Borç (Çarpan)</b>	<b>842,1</b>	<b>382,8</b>	<b>289,0</b>	<b>624,2</b>
Özkaynak	1.345	1.878	1.828	2.035
<b>Net Borç/Özkaynak</b>	<b>62,6%</b>	<b>20,4%</b>	<b>15,8%</b>	<b>30,7%</b>
<b>Net Borç/EBITDA</b>	<b>2,7</b>	<b>1,8</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>
EBITDA	306,9	217,6	857,8	1.290,9



## İşletme Sermayesi

*Dönem sonu veriler yerine yıl ortalamasına göre işletme sermayesi modellenmiştir*

İşletme sermayesinde iyileşme görülmekte. İşletme sermayesi için tüm kalemlerin yılsonu verileri yerine ilgili yıl içindeki ortalama değerleri kullanılmıştır. Projeksiyonda 2024 yılı için ilk dokuz ayda gerçekleşen gün süreleri alınırken sonrasındaki yıllar için gün süreleri tüm kalemlerde geçmiş yıl ortalaması baz alınarak modellenmiştir. Şirket'in 2021 sonunda 440,9 milyon TL olan işletme sermayesi 2023'te 186,5 milyon TL'ye seviyesine gerilemiştir. 2021-2023 arası dönemde nakit döngü süresi 26 günden 5 güne kadar gerilerken projeksiyon dönemi boyunca nakit gün süresinin 9 günde sabit kalacağı varsayılmıştır. 2021-2023 arası işletme sermayesi ihtiyacındaki azalmanın en önemli nedeni stok gün süresinde görülen iyileşmedir. 2021, 2022 ve 2023'te sırasıyla %6,2, %4,4 ve %1,8 olan işletme sermayesi satış rasyosunun projeksiyonda %2,6 oranında sabitleneceği öngörülmektedir.

İşletme Sermayesi (mTL)	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
<b>Ticari Alacak, Ort.</b>	<b>198</b>	<b>225</b>	<b>227</b>	<b>252</b>	<b>457</b>	<b>646</b>	<b>848</b>	<b>1.064</b>	<b>1.285</b>	<b>1.470</b>	<b>1.643</b>
Stoklar, Ort.	1.256	1.278	1.233	1.322	2.220	3.134	4.117	5.167	6.240	7.135	7.975
<b>Peşin Ödenmiş Gid., Ort.</b>	<b>47</b>	<b>72</b>	<b>79</b>	<b>60</b>	<b>123</b>	<b>174</b>	<b>228</b>	<b>286</b>	<b>346</b>	<b>395</b>	<b>442</b>
Diğ. Dön. Var., Ort.	7	44	86	55	113	160	210	263	318	364	407
<b>Ticari Borç., Ort.</b>	<b>987</b>	<b>1.152</b>	<b>1.280</b>	<b>1.344</b>	<b>2.174</b>	<b>3.070</b>	<b>4.033</b>	<b>5.061</b>	<b>6.112</b>	<b>6.990</b>	<b>7.812</b>
Ertelenmiş Gelirler, Ort.	31	22	30	23	46	65	86	108	130	149	166
<b>Diğ. Kısa Vad. Yük., Ort.</b>	<b>48</b>	<b>81</b>	<b>129</b>	<b>154</b>	<b>206</b>	<b>290</b>	<b>381</b>	<b>479</b>	<b>578</b>	<b>661</b>	<b>739</b>
<b>Satışlar</b>	<b>7.107</b>	<b>8.219</b>	<b>10.429</b>	<b>12.145</b>	<b>18.710</b>	<b>26.425</b>	<b>34.716</b>	<b>43.567</b>	<b>52.614</b>	<b>60.165</b>	<b>67.245</b>
SMM	5.700	6.688	7.807	8.522	13.209	18.650	24.501	30.747	37.132	42.463	47.459
<b>Ticari Alacak Gün Süresi</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
Stok Gün Süresi	80	70	58	57	61	61	61	61	61	61	61
<b>Peş. Ödenmiş Gid. Gün Süresi</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
Diğ. Dön. Var. Gün	0	2	3	2	2	2	2	2	2	2	2
<b>Ticari Borç Gün Süresi</b>	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>60</b>	<b>58</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>
Ertelenmiş Gelir Gün Süresi	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>Diğ. Kısa Vad. Yük. Gün Süresi</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
Nakit Döngüsü	26	17	5	4	9	9	9	9	9	9	9
<b>İşletme Sermayesi</b>	<b>440,9</b>	<b>364,5</b>	<b>186,5</b>	<b>168,0</b>	<b>486,6</b>	<b>687,3</b>	<b>902,9</b>	<b>1.133,1</b>	<b>1.368,4</b>	<b>1.564,8</b>	<b>1.749,0</b>
<b>Değişim</b>		<b>(76,4)</b>	<b>(178,0)</b>	<b>(18,4)</b>	<b>318,6</b>	<b>200,6</b>	<b>215,7</b>	<b>230,2</b>	<b>235,3</b>	<b>196,4</b>	<b>184,1</b>
<b>İşletme Sermayesi/Satış</b>	<b>6,2%</b>	<b>4,4%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,4%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,6%</b>



## Nakit Akışı

**Projeksiyonun daha sağlıklı bir şekilde yapılabileceğini düşündüğümüz için gelecek projeksiyonunu TMS29 hariç veriler üzerine bina ettik. Bu nedenle aşağıda yer alan tablodaki geçmiş veriler TMS29 hariç verilerdir. Bununla birlikte TMS29 dahil satış ve EBITDA büyümelerini gösterebilmek adına aşağıdaki özet tabloya TMS29 dahil Satış ve EBITDA verilerini de ekledik**

**Nakit akımlarının dönem ortasında oluşacağı varsayılırken İNA modeli 8.504 mn TL değer tespit etmiştir. 2024 yılı nakit akımından 2024/09'da gerçekleşen nakit akımı düşülmüştür. 30 Eylül 2024 tarihli nakit akım değeri değerlendirme tarihi olan 31 Aralık 2024'e özsermaye maliyeti ile getirilmiştir.**

İNA yaklaşımı ile iskonto öncesi pay başı 39,88 TL değer. 2024-2031 arası dönemde Şirket yönetimiyle yapılan görüşmeler neticesinde Info Yatırım tarafından hazırlanan nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir. Son üç yıl içerisinde %37 seviyesine kadar yükselen mağaza başı ciro büyümesi ile enflasyon arasındaki fark projeksiyon dönemi boyunca %2'ye kadar indirilmiştir. Son üç yıl içerisinde düzenli olarak artan brüt kar marjının temel etkisi ile düzenli olarak yükselen EBITDA marjının GES yatırımlarının etkisi ile sağlanacak enerji tasarrufu ve ölçek ekonomisinin sağlayacağı verimliliğin etkisi ile daha da artması temel beklenti iken modelde 2024 yılı için EBITDA marjı beklentisi %9,7 ile 2023 yılı seviyesi olan %13,2'nin altında kabul edilmiştir. 2024 yılı sonrasında mağaza sayısındaki artışın getirmesi beklenen ölçek ekonomisinin etkisi ile birim maliyetlerin bir miktar azalacağı ve EBITDA marjının 2023 yılı seviyesinin altında kalacak şekilde düzenli olarak bir miktar yükseleceği ve projeksiyon dönemi sonunda %11,6 seviyesine kadar ulaşacağı tahmin edilmiştir. Bu durum aslında büyümeyi destekleyen bir unsur olarak da görülmelidir. Reel büyümeleri destekleyebilmek adına genel yönetim giderlerinin beklenen enflasyonun üzerinde artacağı varsayılmıştır. İşletme sermayesi Şirket'in geçmiş verileri ve iş modelinde beklenen aksiyonlara göre modellenmiştir. TFRS 16 kapsamında uzun vadeli kira sözleşmelerinde kira giderleri aktifleştirilerek amortisman ayrılmakta; ödenen kira giderleri ise finansman gideri olarak kaydedilmektedir. Firmaya giden nakit akımı analizinde ise finansman giderleri nakit akışından düşülmemektedir. Bununla birlikte özellikle FMCG sektöründe faaliyet gösteren ve çok sayıda mağaza işleten şirketlerde kira gideri önemli tutarlara ulaşabilmektedir. Bu nedenle kira giderleri nakit akımı analizinde dikkate alınmış ve serbest nakit akımından düşülmüştür. 2025 yılında arazi GES yatırımı için 92,5 mn TL yatırım bütçelenirken her yıla açılması planlanan mağaza sayısı ile doğru orantılı olacak şekilde mağaza yatırım harcamaları ile idame yatırımı modele entegre edilmiştir. Satış büyümesi, EBITDA marjı, yatırım oranı, vergi oranı ve işletme sermayesindeki normalizasyonun tamamlanması ile normalize yılda dip nakit akımı büyümesi %5'e yakınsamıştır. Adil bir değere ulaşmak adına yüksek yatırım kaynaklı büyümenin modele yansıtılması ve büyümenin normalize olduğu döneme kadar gidilmesi gerektiği için 2031 yılına kadar projeksiyon modellenmiştir. Bu durum net satış büyümesinde de dikkate alınmış ve normalize yılda net satış büyümesi %5 olarak öngörülerek uç değer büyüme oranına geçişte ekonomik doğal süreç işletilmiştir. Bu nedenlerden dolayı projeksiyon süresi 2031'de tamamlanmış ve normalize yıl sonrası ise %5 uç değer (devam eden değer) büyümesi uygulanırken İNA'da elde edilen değerler %47,4'ü değerden meydana gelmektedir.

İNA (mTL)	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	Normalize	Uç değer
Net Satışlar (TMS29 Hariç)	1.723	3.457	6.715	12.145	18.710	26.425	34.716	43.567	52.614	60.165	67.245	70.608	
Değişim		101%	94%	81%	54%	41%	31%	25%	21%	14%	12%	5%	
Net Satışlar (2021-2023 TMS29 Dahil Veril)	7.741	8.952	11.360	12.145	18.710	26.425	34.716	43.567	52.614	60.165	67.245	70.608	
Değişim		16%	27%	7%	54%	41%	31%	25%	21%	14%	12%	5%	
TFRS EBITDA (TMS29 Hariç)	122	370	888	1.177	1.996	2.921	3.906	5.027	6.022	6.928	7.819	8.210	
Değişim		203%	140%	33%	70%	46%	34%	29%	20%	15,0%	12,9%	5,0%	
EBITDA Marjı	7,1%	10,7%	13,2%	9,7%	10,7%	11,1%	11,3%	11,5%	11,4%	11,5%	11,6%	11,6%	
TFRS EBITDA (2021-2023 TMS29 Dahil Veril)	307	218	858	1.177	1.996	2.921	3.906	5.027	6.022	6.928	7.819	8.210	
Değişim		-29%	294%	37%	70%	46%	34%	29%	20%	15,0%	12,9%	5,0%	
EBITDA Marjı	4,0%	2,4%	7,6%	9,7%	10,7%	11,1%	11,3%	11,5%	11,4%	11,5%	11,6%	11,6%	
Faaliyet Karı	109	355	854	1.105	1.904	2.815	3.792	4.900	5.904	6.801	7.692	8.077	
Değişim		225%	141%	29%	72%	48%	35%	29%	20%	15,2%	13,1%	5,0%	
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider (-), Net	-45	-54	-213	-553	-449	-635	-834	-1.047	-1.264	-1.445	-1.615	-1.696	
Oran (%)	2,6%	1,6%	3,2%	4,6%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	
Kiralama Giderleri	(40)	(61)	(136)	(272)	(413)	(535)	(665)	(793)	(1.061)	(1.194)	(1.311)	(1.376)	
Esas Faaliyet Karı	25	239	505	280	1.041	1.645	2.292	3.060	3.578	4.162	4.766	5.005	
Vergi				25,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	25,0%	25,0%	25,0%	
Operasyonel Vergiler	-	-	-	(70)	(240)	(378)	(527)	(704)	(823)	(1.041)	(1.192)	(1.251)	
Amortisman	(13)	(18)	(34)	(71)	(93)	(106)	(114)	(128)	(118)	(127)	(127)	(133)	
Net Yatırım Giderleri	(74)	(75)	(246)	(187)	(447)	(479)	(590)	(700)	(783)	(863)	(846)	(889)	
Yatırım/Satış	4,3%	2,2%	3,7%	1,5%	2,4%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%	1,3%	1,3%	
Yatırım/Amortisman	5,8	4,9	7,3	2,6	4,8	4,5	5,2	5,5	6,6	6,8	6,7	6,7	
İşletme Sermayesi Değiş.		76	178	18	(319)	(201)	(216)	(230)	(235)	(196)	(184)	(87)	
Kaldıraçsız Nakit Akımı				(180)	128	693	1.074	1.553	1.856	2.189	2.671	2.911	20.044
Değişim						%439	%55	%44,6	%19,5	%18,0	%22,0	%9,0	%5,0
AQSM				31,7%	27,5%	23,0%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%	20,2%
İndirgenmiş Nakit Akımı				(174)	106	457	583	701	696	683	693	628	3.946

Firma Değeri	8.320
Uç Değer Payı	47,4%
Uç Değer Büyüme	5,0%
Net Borç	(184)
Piyasa Değeri (30.09.2024)	8.504
Piyasa Değeri (31.12.2024)	9.172
Hedef Hisse Fiyatı TL	39,88

**INA Varsayımları**

**Şirket, 30.09.2024 tarihi itibari ile 123 mağaza ile faaliyetlerini sürdürmektedir.**

**Şirket süpermarket zincirleri vasıtası ile ürün satışının gerçekleştirilmesini yanı sıra bünyesinde süt ve süt ürünleri üretimi ile seracılık faaliyetleri de yürütmektedir.**

**Son üç yıl içerisinde mağaza başı ciro büyümesi yıllık ortalama enflasyonun üzerinde gerçekleşmiştir.**

**Faaliyet genel görünümü.** Şirket, hızlı tüketim perakendeciliği (FMCG-Fast Moving Consumer Goods) sektöründe faaliyet göstermektedir. Mağaza perakendeciliği ve e-ticaret kanallarında, 10 ana kategoride olmak üzere 18.840 çeşit ürün ile müşterilerine hizmet sunmaktadır. Ana kategoriler; Gıda-Şekerleme, Sebze-Meyve, Kırmızı Et-Beyaz Et, Süt-Kahvaltılık, İçecekler, Bebek, Kağıt-Kozmetik, Deterjan-Temizlik, Ev-Pet ve Tütün ürünlerinden oluşmaktadır. Şirket'in 31.09.2024 tarihi itibarıyla, farklı boyutlarda market konseptine sahip 250 metrekareden 2.000 metrekareye kadar 123 adet satış mağazası bulunmaktadır. Fiziki mağazalarının yanında ayrıca Şirket, e-ticaret satış kanalındaki faaliyetleri kapsamında www.mopas.com.tr adlı internet adresi ve "MOPAS" adlı mobil uygulaması başta olmak üzere 3. taraf e-ticaret platformları üzerinden de satış işlemlerini gerçekleştirmektedir. Şirket'in tüm faaliyetlerini gerçekleştirmek adına 31.09.2024 tarihi itibarıyla sadece perakende kısmına ait 3.190 çalışan sayısı, 74.192 m2 satış alanı ve yaklaşık 28.000 m2 mağaza depo alanı bulunmaktadır. Şirket, operasyonları kapsamında 1 genel müdürlük ve 1 merkez depoya ek olarak 3 adet dağıtım merkezine sahiptir. Bu dağıtım merkezleri toplamda 26.000 m2'lik bir depo alanını içermektedir. İş bu raporda yer alan geçmiş yıllara ait projeksiyon veriler gelecek yıllara ait projeksiyonun sağlıklı yapılabilmesi adına TMS29 hariç verilerden meydana gelmektedir.

**Seracılık faaliyetleri ve süt ürünleri üretimi.** Şirket'in kendi bünyesinde ve bağlı ortaklıkları üzerinden yürütmüş olduğu üretim faaliyetleri kapsamında, Manisa İli Salihli ilçesinde 137.000 m2 topraksız jeotermal kaynaklı örtü altı modern seracılık tesisi ve Tekirdağ İli Hayrabolu ilçesi OSB'de 6.023 m2 kapalı alana sahip süt işleme tesisi bulunmaktadır. Projeksiyonda Şirket'in gerçekleştirmiş olduğu seracılık ürünlerinden kaynaklı satışlar ve brüt karı ile süt işleme tesisinde üretimi yapılan ürünlerin satışları ve brüt karı diğer süpermarket ürünlerinin satışlarından ve brüt karından ayrılaştırılmış ve ayrı olarak tahminleme yapılmıştır. Seracılık ürünlerinin satışları "Seçkin Sera Satışları" adı altında tahmin edilirken süt işleme tesisinde üretilen ürünlerin satışları "Seçkin Peynircilik Satışları" adı altında projekte edilmiştir. Kalan ürünlerin süper marketler üzerinden satışları ise "Mopaş Satışları" adı altında kategorize edilmiştir. İfade edilen bağlı ortaklıkların pay sahipliği %100 Mopaş'a ait olduğundan söz konusu bölümlerden kaynaklanan satışların toplamı konsolide olarak bağımsız denetimdeki toplam satışlara eşit olmaktadır.

**Mopaş net satışlar.** Seçkin Peynir ve Seçkin Sera hariç Mopaş satışları (TMS29 etkisi hariç) 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırası ile 1,7 milyar TL, 3,5 milyar TL ve 6,7 milyar TL seviyesinde gerçekleşmiştir. İfade edilen dönemlerde yılsonları itibari ile Şirket'in sahip olduğu şube sayıları sırası ile 106, 118 ve 122'dir. Bu durum mağaza başı satışların 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırası ile 15,8 milyon TL, 28,4 milyon TL ve 54,3 milyon TL olduğu anlamına gelmektedir. Söz konusu rakamlar mağaza başı satış büyümesinin 2022 yılında %80 ile yıllık ortalama enflasyonun %8 üzerinde olduğu anlamına gelirken 2023 yılı mağaza başı satış büyümesi %91 ile yıllık ortalama enflasyonun yaklaşık olarak %37 üzerinde gerçekleşmiştir. Bu minvalde mağaza başı satışların 2024 yılın enflasyonun %20 kadar üzerinde olacağı ve projeksiyon dönemi boyunca enflasyon üzerindeki oranın zamanla azalarak %2 seviyesine kadar ineceği öngörülmüştür. Şube sayılarının ise 2024 yılı sonunda 127'ye ulaşacağı ve zamanla artmaya devam ederek projeksiyon döneminin sonunda 169'a kadar çıkacağı varsayılmıştır. Şubelerin elde edeceği cirolar hesaplanırken şubelerin hangi ayda faaliyete geçeceği göz önünde bulundurularak satış tahmininin yapılmasına dikkat edilmiştir. Yukarıda ifade edilen kabuller ışığında Mopaş satışlarının 2024 yılında 12,1 milyar TL'ye ulaşacağı öngörülmektedir. İfade edilen rakam 2023 yılına göre (TMS29 etkisi hariç 2023 yılı cirosuna göre) %81 oranında büyümeye işaret etmektedir. Söz konusu büyüme 2023 yılında %94 seviyesinde gerçekleşmiştir. Sonraki yıllarda büyüme oranının zamanla azalarak projeksiyon dönemi sonunda %12 seviyesine kadar düşeceği ve normalize dönemde %5 seviyesine ineceği tahmin edilmiştir.

**İNA Varsayımları**

**Mopaş satışlarında brüt kar marjı son üç yıl içerisinde düzenli olarak artmasına rağmen muhafazakar tarafta kalmak adına projeksiyon dönemi boyunca Mopaş brüt kar marjı 2023 yılının altında gerçekleşeceği öngörüldü.**

**Seracılık satışlarında brüt kar marjı son üç yıl ortalaması olarak kabul edilmiştir.**

**Seçkin peynircilik satışlarında brüt kar marjı düzenli olarak artmasına bağlı olarak projeksiyon döneminde brüt kar marjının %20 seviyesinde normalize olacağı varsayıldı.**

**Satışların çok büyük bir bölümü seracılık ve süt ürünleri satışları harici ürünlerden oluşan Mopaş satışlarından meydana gelmektedir.**

**Mopaş brüt kar marjı.** Mopaş SMM içerisinde personel maliyetleri bulunmamaktadır. Bağımsız denetim Mopaş personellerinin maliyetlerini pazarlama giderleri altındaki personel giderleri altında muhasebeleştirilmektedir. Bu nedenle Mopaş SMM'sinin tamamına yakını ürün satın alma bedellerinden meydana gelmektedir. Mopaş brüt kar marjı TMS29 etkisi hariç verilere göre 2021 yılında %23,3, 2022 yılında %27,5 ve 2023 yılında %31 seviyesinde gerçekleşmiştir. Marjlardaki artışın en önemli nedeni 2021 ve 2022 yıllarında görülen pandemik etkinin zamanla azalması ve verimsiz şubelerin kapatılıp yerine daha verimli lokasyonlarda şubelerin açılmasıdır. Projeksiyon dönemi boyunca Mopaş için brüt kar marjının %29,5 seviyesinde gerçekleşeceği projekte edilmiştir.

**Seçkin Sera net satışlar.** Seçkin Sera'da yapılan satışlarda fiyat Eur bazlı belirlenmektedir. 2024 yılın kg başı fiyatın 0,7 Eur olması beklenirken söz konusu rakamın projeksiyon dönemi boyunca zamanla artarak 0,9 Eur'ya kadar yükseleceği varsayılmıştır. 2024 yılında yaklaşık 2 bin ton satış yapılması beklenirken satış miktarının projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı öngörülmüştür. Yukarıda ifade edilen kabuller ışığında 2024 yılı için Seçkin Sera satışlarının 49,8 mn TL seviyesinde gerçekleşmesi beklenirken projeksiyon dönemi boyunca satışların 158,4 mn TL'ye kadar çıkacağı tahmin edilmiştir.

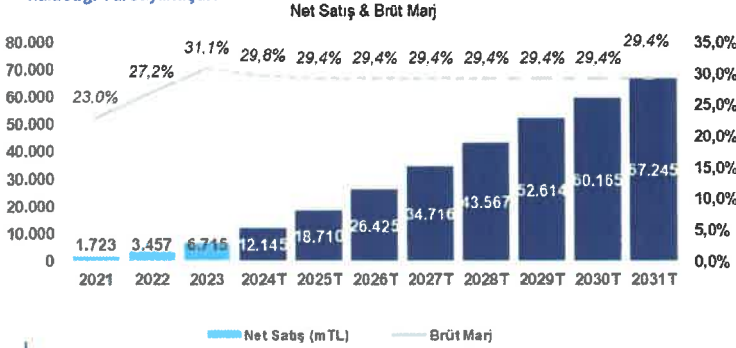
**Seçkin Sera brüt kar.** Seçkin Sera satışlarında brüt kar marjı 2021 yılında %46,3 seviyesinde gerçekleşirken 2022 yılında %32,5, 2023 yılında %56,4 ve 2024/09 döneminde %28,4 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2024 yılında brüt kar marjının sabit kalacağı varsayılırken sonraki yıllarda brüt kar marjının 2021-2024/09 dönemlerinin brüt kar marjlarının ortalaması şeklinde oluşacağı öngörülmüştür.

**Seçkin Peynir net satışlar.** Kg bazlı satışlar ve Kg başına satış fiyatı tahmini gerçekleştirilerek ciro projeksiyonu yapılmıştır. 2023 yılında gerçekleşen Kg bazlı satış rakamı 500.737 Kg iken söz konusu rakamın 2024 yılında %92,8 kadar artarak 965.379 Kg'a ulaşacağı öngörülmüştür. Sonraki yıllarda Kg bazlı büyüme oranlarının zamanla azalarak uç değer öncesi %3 seviyesine yakınsayacağı tahmin edilmiştir. Ürün fiyatlarının ise yıllık ortalama enflasyon rakamı kadar artacağı varsayılmıştır. İfade edilen kabuller ışığında satışların 2024 yılında 178,5 mn TL seviyesine ulaşması beklenirken reel büyüme ve enflasyonun da etkisi ile satışların uç değer öncesi 729 mn TL seviyesine ulaşacağı tahmin edilmiştir.

**Seçkin Peynir brüt kar.** Seçkin Peynir satışlarında brüt kar marjı 2021 yılında %6,1 2022 yılında %13,1, 2023 yılında %17,8, 2024/09 döneminde %18,4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Projeksiyon döneminde brüt kar marjının artan trend göz önünde bulundurularak %20 seviyesinde normalize olacağı öngörülmüştür.

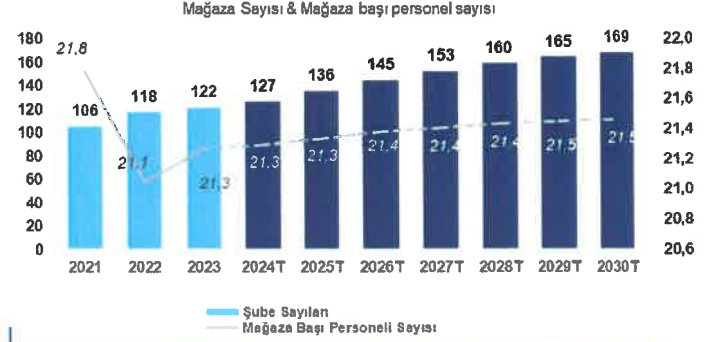


**Grafik:1** Muhafazakar tarafta kalmak adına mopaş ve sera satışlarının brüt kar marjının projeksiyon dönemi boyunca 2023 yılının altında kalacağı varsayılmıştır.



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

**Grafik:2** Mağaza başı personel sayısının projeksiyon dönemi boyunca son üç yıl ortalamasının üzerinde kalacağı varsayılmıştır.



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

**Grafik:3** 2023 yılında enflasyonun %37 üzerinde büyüyen mağaza başı cironun 2024 yılında enflasyonun %20 üzerinde büyüyeceği varsayılırken söz konusu büyüme oranının projeksiyon dönemi boyunca azalarak %2'lere kadar ineceği öngörülmüştür.



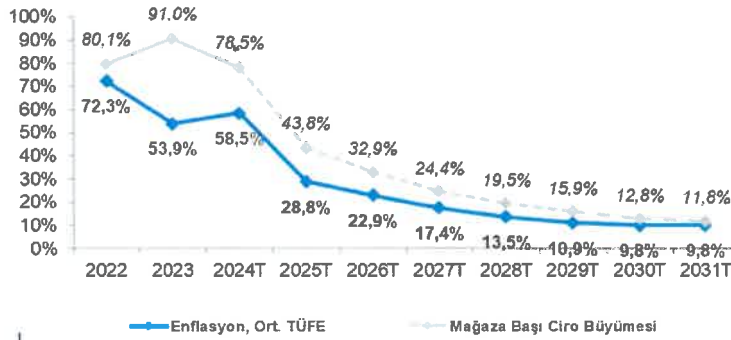
Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

**Grafik: 9** Satışların büyük bölümü Mopaş satışlarından meydana gelmekte



Kaynak: Bloomberg & Finnet

**Grafik:4** Son üç yıl içerisinde ortalamada enflasyonun %22,4 puan üstünde büyüme kaydeden mağaza başı cironun projeksiyon dönemi boyunca enflasyon üstü büyüme oranının son üç yıl ortalamasının oldukça altında %2-3 bandına yakınsaması öngörülmüştür.



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

Not: Yukarıdaki grafiklerde yer alan veriler TMS 29 uygulanmamış verilerdir.

Makro Beklentiler	Birim	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Enflasyon	%	19,6%	72,3%	54,0%	58,5%	28,8%	22,9%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%
Ort. EUR/TL	TL	8,89	16,55	23,72	35,5	42,7	54,0	62,5	69,6	75,8	81,5	87,7
GSYH Büyümesi	%	11,0%	5,6%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Mopas Satışlar	Birim	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
<b>Toplam Gelir</b>	mn TL	<b>1.672,3</b>	<b>3.352,5</b>	<b>6.619,5</b>	<b>11.920,7</b>	<b>18.395,4</b>	<b>26.005,4</b>	<b>34.192,7</b>	<b>42.946,9</b>	<b>51.901,5</b>	<b>59.354,2</b>	<b>66.358,0</b>
Değişim	%		100,5%	97,4%	80,1%	54,3%	41,4%	31,5%	25,6%	20,9%	14,4%	11,8%
SMM	mn TL	1.283	2.431	4.565	8.345	12.969	18.334	24.106	30.278	36.591	41.845	46.782
<b>Brüt Kar</b>	mn TL	<b>389,8</b>	<b>921,5</b>	<b>2.054,5</b>	<b>3.576,2</b>	<b>5.426,7</b>	<b>7.671,6</b>	<b>10.086,9</b>	<b>12.669,3</b>	<b>15.310,9</b>	<b>17.509,5</b>	<b>19.575,6</b>
Brüt Kar Marjı	%	23,3%	27,5%	31,0%	30,0%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%	29,5%

Seçkin Sera Satışlar	Birim	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
<b>Toplam Gelir</b>	mn TL	<b>10,1</b>	<b>19,1</b>	<b>38,9</b>	<b>49,8</b>	<b>68,6</b>	<b>92,1</b>	<b>112,8</b>	<b>125,6</b>	<b>136,8</b>	<b>147,2</b>	<b>158,4</b>
Miktar	Ton	-	-	-	2.006	2.006	2.006	2.006	2.006	2.006	2.006	2.006
Değişim	%				A.D	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Fiyat	EUR/Kg	-	-	-	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Değişim	%					14,3%	6,3%	5,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ort. Kur	Eur/TL	10,5	17,4	25,7	35,5	42,7	54,0	62,5	69,6	75,8	81,5	87,7
SMM	mn TL	5,4	12,9	16,9	35,7	40,5	54,4	66,6	74,2	80,8	87,0	93,6
<b>Brüt Kar</b>	mn TL	<b>4,7</b>	<b>6,2</b>	<b>21,9</b>	<b>14,1</b>	<b>28,0</b>	<b>37,7</b>	<b>46,1</b>	<b>51,4</b>	<b>56,0</b>	<b>60,2</b>	<b>64,8</b>
Brüt Kar Marjı	%	46,3%	32,5%	56,4%	28,4%	40,9%	40,9%	40,9%	40,9%	40,9%	40,9%	40,9%

Seçkin Peynir Satışlar	Birim	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
<b>Toplam Gelir</b>	mn TL	<b>40,4</b>	<b>85,0</b>	<b>56,9</b>	<b>174,0</b>	<b>246,5</b>	<b>327,2</b>	<b>411,0</b>	<b>494,5</b>	<b>575,8</b>	<b>663,8</b>	<b>728,9</b>
Miktar	Ton	1	2	500,7	965,4	1.061,9	1.146,9	1.227,2	1.300,8	1.365,8	1.434,1	1.434,1
Değişim	%		64,4%	24447,7%	92,8%	10,0%	8,0%	7,0%	6,0%	5,0%	5,0%	0,0%
Fiyat	TL/Kg	32,6	41,7	113,7	180,2	232,1	285,3	334,9	380,1	421,6	462,9	508,2
Değişim	%		27,9%	172,9%	58,5%	28,8%	22,9%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%
SMM	mn TL	38,0	73,8	46,8	141,9	199,7	261,7	328,8	395,6	460,6	531,0	583,1
<b>Brüt Kar</b>	mn TL	<b>2,4</b>	<b>11,1</b>	<b>10,1</b>	<b>32,1</b>	<b>46,8</b>	<b>65,4</b>	<b>82,2</b>	<b>98,9</b>	<b>115,2</b>	<b>132,8</b>	<b>145,8</b>
Brüt Kar Marjı	%	6,1%	13,1%	17,8%	18,4%	19,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%

Toplam Satışlar	Birim	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
<b>Toplam Gelir</b>	mn TL	<b>1.722,8</b>	<b>3.456,6</b>	<b>6.715,3</b>	<b>12.144,5</b>	<b>18.710,5</b>	<b>26.424,7</b>	<b>34.716,5</b>	<b>43.567,0</b>	<b>52.614,0</b>	<b>60.165,2</b>	<b>67.245,3</b>
Değişim	%		100,6%	94,3%	80,8%	54,1%	41,2%	31,4%	25,5%	20,8%	14,4%	11,8%
Toplam SMM	mn TL	1.325,9	2.517,8	4.628,8	8.522,1	13.209,0	18.650,0	24.501,3	30.747,4	37.132,0	42.462,8	47.459,1
<b>Brüt Kar</b>	mn TL	<b>396,9</b>	<b>938,8</b>	<b>2.086,6</b>	<b>3.622,4</b>	<b>5.501,5</b>	<b>7.774,7</b>	<b>10.215,2</b>	<b>12.819,6</b>	<b>15.482,0</b>	<b>17.702,5</b>	<b>19.786,2</b>
Brüt Kar Marjı	%	23,0%	27,2%	31,1%	29,8%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%

Not: Yukarıdaki tablolarda yer alan veriler TMS 29 uygulanmamış verilerdir.

## İNA Varsayımları

**Pazarlama giderleri içerisindeki en büyük kalemlerden olan satış komisyonu giderleri ile personel giderlerinin ciroya oranı projeksiyon dönemi boyunca 2023 yılı seviyesinin üzerinde tahmin edilmiştir.**

**Pazarlama giderlerinin ciroya oranının projeksiyon dönemi boyunca ortalaması %18,4 olarak tahmin edilirken söz konusu rakamın son üç yıl ortalaması %17,1'dir.**

**Pazarlama ve satış dağıtım giderleri.** Pazarlama giderleri içerisinde yer alan satış komisyonu giderleri ile personel giderleri hariç diğer tüm giderler şube sayısındaki artış ve enflasyon üstü satış büyümeleri dikkate alınarak projekte edilirken satış komisyonu ve personel giderleri hariç diğer tüm gider kalemlerinin ciroya oranı geçmiş yıllardaki ortalama seviyeler baz alınarak projekte edilmiştir. Satış komisyonu gideri ise yemek kartına ödenen komisyon giderleri, kredi kartına ödenen komisyon giderleri ile e-ticaret üzerinden gerçekleştirilen satışlarda ödenen komisyon giderlerinden oluşmaktadır. Bu nedenle satış komisyonu gideri tahmin edilirken satışların e-ticaret, yemek kartı ve kredi kartı satışları dağılımı tahmin edilmiş ve komisyon gideri ifade edilen dağılım tahminine göre hesaplanmıştır. Sonuç olarak satış komisyonu giderinin ciroya oranı 2023 yılında %2,7, 2024/09 döneminde %2,5 olarak gerçekleşmesine rağmen projeksiyon döneminde ifade edilen oran geçmiş yıl oranları göz önünde bulundurularak %2,8 seviyesine kadar artırılmıştır. Personel giderleri ise Şirket içindeki tüm segmentler için gerekli personel sayısı ayrı ayrı tahmin edilerek projekte edilmiştir. Geçmişte mağaza başı personel sayısı 21,5 olmasına rağmen projeksiyonda mağaza başına 22 personel olacağı varsayılmıştır. Ayrıca personel maaşlarını yıllar itibarı ile enflasyon üzerinde artış kaydedeceği kabul edilmiştir. Nihai olarak ifade edilen kabuller ışığında personel giderinin ciroya oranının 2024 yılında %12,7 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. Söz konusu oran 2023 yılının üzerindedir. İlerleyen yıllarda ise ölçek ekonomisinin etkisi ile personel giderinin ciroya oranının bir miktar iyileşeceği ancak 2023 yılı seviyesinin üzerinde normalize olacağı kabul edilmiştir. Elektrik ve su giderleri tahmin edilirken ise santrallerin tasarruf etkisi göz önünde bulundurulmuştur.

**Genel yönetim giderleri.** Genel yönetim giderleri içerisinde yer alan personel giderleri ile vergi, resim ve harç giderleri hariç diğer tüm kalemlerde beklenen ortalama enflasyon oranında artış yaşanacağı kabul edilmiştir. Personel giderlerinde ise huzur hakkı giderleri ile genel müdür maaşlarında enflasyon üstü artış yaşanacağı beklentisi ile 2023 yılında 2,8 m TL olan personel giderinin 2024 yılında 7,8 m TL seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. Sonraki yıllarda ise personel maaşlarının beklenen enflasyon oranı kadar artacağı varsayılmıştır. Vergi, resim ve harç giderlerinin ise daha çok motorlu araçlar ile ilgili giderlerden meydana gelmesi nedeniyle mağaza büyümesine paralel olarak her yıl enflasyonun üzerinde büyüyeceği tahmin edilmiştir.

**Mağaza kira giderleri.** TFRS 16 kapsamında uzun vadeli kira sözleşmelerinde kira giderleri aktifleştirilerek amortisman ayrılmakta ödenen kira giderleri ise finansman gideri olarak kaydedilmektedir. Firmaya giden nakit akımı analizinde ise finansman giderleri nakit akışından düşülmemektedir. Bununla birlikte özellikle FMCG sektöründe faaliyet gösteren ve çok sayıda mağaza işleten şirketlerde kira gideri önemli tutarlara ulaşabilmektedir. Bu nedenle kira giderleri nakit akımı analizinde dikkate alınmış ve serbest nakit akımından düşülmüştür. Kira giderleri mağaza sayıları ve beklenen ortalama enflasyon rakamları baz alınarak tahmin edilmiştir. Az sayıda da olsa bazı mağazalarda kira giderleri ciro ile orantılıdır. Bu mağazalarda kira giderleri ciro baz alınarak tahmin edilmiştir.

**Grafik:7 Projeksiyon dönemi boyunca pazarlama giderlerinin ciroya oranını ortalaması son üç yılın maksimum seviyesinin üzerinde alınarak muhafazakar bir yaklaşım benimsenmiştir.**



Kaynak: Şirket & Info Tahminleri

Not: Yukarıdaki grafikte yer alan veriler TMS 29 uygulanmamış verilerdir.

Pazarlama Giderleri	Birim	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
<b>Toplam Pazarlama Giderleri</b>	mn TL	<b>283,9</b>	<b>575,6</b>	<b>1221,4</b>	<b>2.475,1</b>	<b>3.548,4</b>	<b>4.900,0</b>	<b>6.349,5</b>	<b>7.831,0</b>	<b>9.474,5</b>	<b>10.787,3</b>	<b>11.968,6</b>
Personel Ücret ve Giderleri	mn TL	148,4	265,8	682,7	1.539,8	2.195,3	3.041,7	3.924,2	4.807,7	5.846,1	6.640,7	7.353,8
Ambalaj Giderleri	mn TL	12,2	32,1	45,7	61,3	112,3	158,5	208,3	261,4	315,7	361,0	403,5
Mutfak Giderleri	mn TL	7,5	18,5	38,3	65,8	99,3	140,2	184,2	231,2	279,2	319,3	356,9
Nakliye Giderleri	mn TL	4,5	4,0	5,5	0,9	1,4	2,0	2,6	3,3	3,9	4,5	5,0
Satış Komisyon Giderleri	mn TL	47,2	109,8	180,6	298,9	517,7	731,2	960,6	1.205,5	1.455,9	1.664,8	1.860,7
Personel Taşıma Giderleri	mn TL	0,8	2,0	6,1	26,5	23,2	32,8	43,1	54,0	65,3	74,6	83,4
Kırtasiye Giderleri	mn TL	1,9	5,5	7,9	11,6	22,5	31,8	41,8	52,5	63,4	72,5	81,0
Amortisman Giderleri	mn TL	12,6	15,3	32,6	69,0	89,5	102,2	110,6	123,4	114,3	122,7	122,7
Bağış ve Yardım Giderleri	mn TL	0,8	0,4	3,5	1,8	5,8	8,2	10,8	13,5	16,4	18,7	20,9
Bakım Onarım Giderleri	mn TL	7,5	20,7	30,7	50,1	89,0	125,7	165,2	207,3	250,3	286,3	320,0
Bilgi İşlem Giderleri	mn TL	2,6	3,6	7,0	21,5	25,2	35,5	46,7	58,6	70,8	80,9	90,4
Danışmanlık Giderleri	mn TL	1,3	1,5	5,2	55,2	10,8	15,3	20,1	25,2	30,5	34,8	38,9
İlan ve Reklam Giderleri	mn TL	1,5	3,1	8,9	24,6	18,1	25,6	33,6	42,2	50,9	58,2	65,1
Elektrik, Su, Doğalgaz Giderleri	mn TL	15,3	53,1	68,4	90,1	121,2	152,8	206,8	265,7	326,5	376,3	421,9
Haberleşme Giderleri	mn TL	0,7	1,3	2,8	5,9	8,1	11,4	15,0	18,8	22,7	26,0	29,0
Kira Giderleri	mn TL	0,8	1,5	3,1	6,0	8,5	12,0	15,7	19,7	23,8	27,2	30,5
Mahkeme ve Noter Giderleri	mn TL	1,5	2,5	3,5	13,5	15,0	21,2	27,9	35,0	42,2	48,3	54,0
Makine ve Ekipman Giderleri	mn TL	1,6	2,7	5,2	7,9	14,6	20,6	27,1	33,9	41,0	46,9	52,4
Seyahat Giderleri	mn TL	0,9	1,4	1,6	4,0	7,0	9,9	13,1	16,4	19,8	22,7	25,3
Sigorta Giderleri	mn TL	1,6	2,3	5,9	9,5	14,4	20,4	26,8	33,6	40,5	46,4	51,8
Taahhüt Akaryakıt Giderleri	mn TL	5,0	17,7	24,3	38,8	69,6	98,2	129,1	162,0	195,6	223,7	250,0
Temsil ve Ağırılama Giderleri	mn TL	0,1	0,4	0,0	0,6	0,7	0,9	1,0	1,2	1,3	1,4	1,6
Vergi Resim Harç Giderleri	mn TL	0,1	0,2	0,4	1,0	1,6	2,3	3,0	3,7	4,5	5,2	5,8
Kıdemlihar Tazminatı Giderleri	mn TL	3,9	6,7	39,9	61,6	51,7	71,8	92,8	113,7	138,3	157,1	174,0
Temizlik Giderleri	mn TL	0,2	0,2	0,0	0,8	1,1	1,3	1,5	1,6	1,8	2,0	2,2
Diğer Giderler	mn TL	3,4	3,2	11,6	8,1	24,8	26,4	38,1	39,9	53,8	65,2	67,9

Satış Payı	%	16,48%	16,65%	18,19%	20,38%	18,96%	18,54%	18,29%	17,97%	18,01%	17,93%	17,80%
------------	---	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

Genel Yönetim Giderleri	Birim	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
<b>Toplam Genel Yönetim Giderleri</b>	mn TL	<b>3,8</b>	<b>8,6</b>	<b>11,4</b>	<b>41,9</b>	<b>49,2</b>	<b>59,6</b>	<b>74,2</b>	<b>89,0</b>	<b>103,8</b>	<b>113,9</b>	<b>125,1</b>
Personel Ücret ve Giderleri	mn TL	0,2	0,2	2,8	7,8	12,4	15,2	17,8	20,2	22,5	24,7	27,1
Bakım Onarım Giderleri	mn TL	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Danışmanlık Giderleri	mn TL	0,0	0,1	0,3	9,0	4,5	5,5	6,5	7,4	8,2	9,0	9,9
Haberleşme Giderleri	mn TL	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mahkeme ve Noter Giderleri	mn TL	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
Ofis Giderleri	mn TL	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Temsil ve Ağırılama Giderleri	mn TL	0,0	0,0	0,0	1,2	1,5	1,9	2,2	2,5	2,8	3,0	3,3
Vergi Resim Harç Giderleri	mn TL	3,3	7,8	8,2	20,5	26,4	31,6	41,3	51,8	62,4	68,5	75,2
Diğer Giderler	mn TL	0,3	0,6	0,2	3,1	4,1	5,0	5,9	6,6	7,4	8,1	8,9

Değişim	%	125,7%	32,1%	267,6%	17,4%	21,1%	24,6%	20,0%	16,5%	9,8%	9,8%
Personel Ücret ve Giderleri	%	-2,0%	1418,8%	182,4%	58,5%	22,9%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%
Bakım Onarım Giderleri	%	A.D	A.D	726,0%	28,8%	22,9%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%
Danışmanlık Giderleri	%	150,6%	157,2%	3407,3%	-50,0%	22,9%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%
Haberleşme Giderleri	%	23,2%	67,4%	64,4%	28,8%	22,9%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%
Mahkeme ve Noter Giderleri	%	A.D	A.D	A.D	28,8%	22,9%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%
Ofis Giderleri	%	A.D	A.D	64,4%	28,8%	22,9%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%
Temsil ve Ağırılama Giderleri	%	A.D	A.D	A.D	28,8%	22,9%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%
Vergi Resim Harç Giderleri	%	136,6%	5,6%	150,2%	28,8%	19,5%	30,9%	25,2%	20,6%	9,8%	9,8%
Diğer Giderler	%	84,8%	-74,1%	1993,4%	28,8%	22,9%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%

Not: Yukarıdaki tablolarda yer alan veriler TMS 29 uygulanmamış verilerdir.



## İNA Varsayımları

**Esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerin faaliyetin bir parçası olduğu düşünülerek nakit akımı hesaplamasında serbest nakit akımından düşülmüştür.**

**Esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerin netinin projeksiyon dönemi boyunca faizlerin de azalacağı beklentisi ile %2,4 seviyesinde normalize olacağı hesaplanmıştır.**

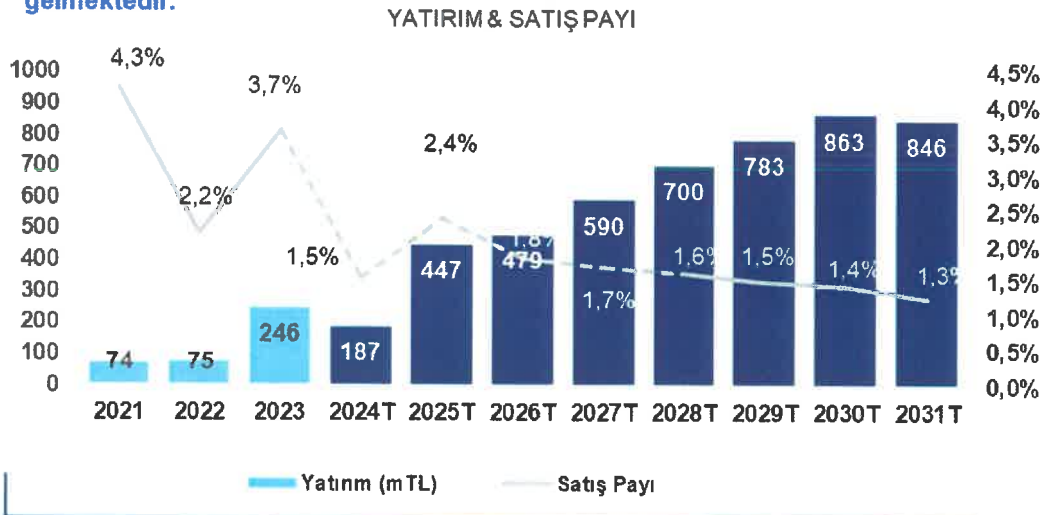
**Esas faaliyetlerden diğer gelir/gider gelişimi.** 2021, 2022 ve 2023'e Şirket sırasıyla esas faaliyetlerden diğer gelir/giderlerde nette 44,8 mn TL, 53,7 mn TL ve 212,8 mn TL zarar yazmıştır. Esas faaliyetlerden oluşan diğer gelir ve giderler çoğunlukla alış ve satışlardan elemine edilen faizler ile reeskont gelir ve giderinden meydana gelmektedir. Satışlar vade farkı gelirleri VUK gelir tablosunda net satışların bir parçasıdır. Şirket satış yapmaya devam ettikçe ilgili faiz ve reeskont gelir ve giderleri de oluşmaya devam edecektir. İlgili kalemler esas faaliyetin kaçınılmaz bir sonucudur. Faaliyetlerle doğrudan ilişkili olması ve süreklilik arz etmesi nedeniyle esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerin nakit akımının bir parçası olduğu kanaatine varılmıştır. İlgili tutarlar alacak ve borç gün süresi ile söz konusu dönemdeki faiz oranları ile oldukça koroledir. Bu nedenle genellikle vade sürelerinin çok değişmediği varsayılırsa esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderin işbu şirket özelinde özellikle faiz oranları ile yüksek korelasyona sahip olduğu söylenebilir. Esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler son üç yılda nette zarar yazmış ve ciroya oranı 2021,2022,2023 yıllarında sırası ile %2,6, %1,6 ve %3,2 oranında gerçekleşmiştir. Faizlerin seviyesi göz önünde bulundurularak ifade edilen oranın 2024 yılında %4,4 seviyesinde gerçekleşeceği varsayılırken ileriki yıllarda enflasyonun ve dolayısıyla faiz oranlarının düşeceği beklentisi ile ifade edilen oranın %2,4 seviyesine yakınsayacağı ve o seviyede sabit kalacağı öngörülmüştür.

**Yatırım.** Yatırımlar mağaza yatırımları, Tokat'ta kurulması öngörülen 5,03 MW kapasiteli GES yatırımları ve idame yatırımları olmak üzere üç kalemde projekte edilmiştir. Tokattaki GES için 2025 yılında 92,5 mn TL yatırım harcaması öngörülmüşken mağaza başı yatırım harcamasının ise 2023 yılı rakamlarının enflasyon oranı kadar üstü olan 10,2 mn TL seviyesinde gerçekleşeceği varsayılmıştır. İdame yatırımlarının ise ciroya oranının 2023 yılı idame yatırımı seviyesi olan %1,1 seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

Yatırım	Birim	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Toplam Yatırım	mn TL	73,6	75,5	246,1	187,3	447,4	479,4	590,1	700,5	782,7	863,1	846,4
Yatırım/Satış	%	4,3%	2,2%	3,7%	1,5%	2,4%	1,8%	1,7%	1,6%	1,5%	1,4%	1,3%
Yatırım/Amortisman	%	5,8	4,9	7,3	2,6	4,8	4,5	5,2	5,5	6,6	6,8	6,7
Vergi Oranı	%				23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	25,0%	25,0%	25,0%

Esas Faal. Diğer Gel. Gid. Net	Birim	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Toplam Satış	mn TL	1.722,8	3.456,6	6.715,3	12.144,5	18.710,5	26.424,7	34.716,5	43.567,0	52.614,0	60.165,2	67.245,3
Esas Faal. Diğer Gel.Gid. Net	mn TL	-44,8	-53,7	-212,8	-553,1	-449,5	-634,8	-834,0	-1.046,6	-1.263,9	-1.445,3	-1.615,4
Oran	%	2,6%	1,6%	3,2%	4,6%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%

**Grafik:8 2024 yılında diğer yıllara ek olarak GES yatırımı planlanırken diğer yıllardaki yatırım harcamaları mağaza açılışları için yapılacak harcamalar ve idame yatırımlarından meydana gelmektedir.**



Kaynak: Şirket & Info Tahminleri

Not: Yukarıdaki tablo ve grafiklerde yer alan veriler TMS 29 uygulanmamış verilerdir.

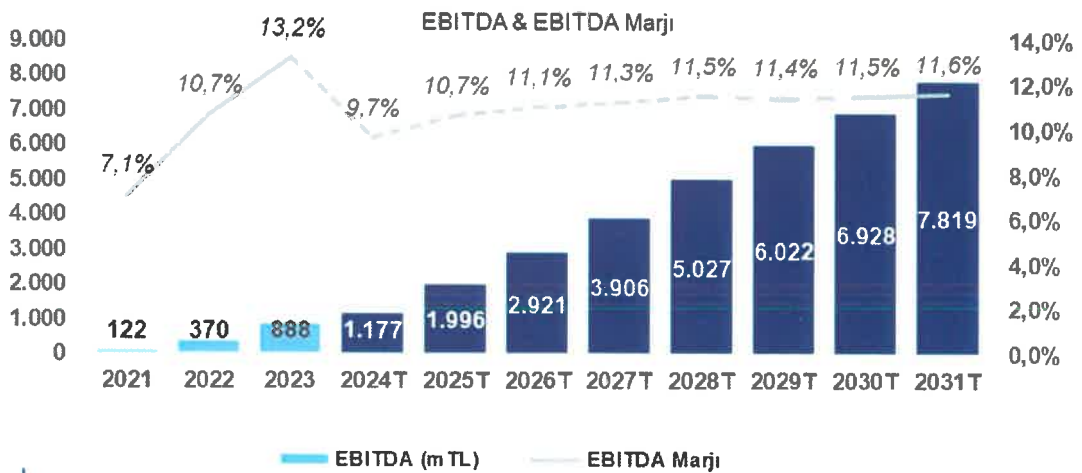
**İNA Varsayımları**

**2024 ve 2025 yıllarında EBITDA'da güçlü büyüme beklenmekte**

**EBITDA gelişimi.** TMS29 etkisi hariç verilere göre 2021, 2022, 2023 ve 2024/09'da Şirket sırasıyla 122,0 mn TL, 370 mn TL, 888 mn TL ve 896,0 mn TL EBITDA üretmiştir. Cari dönemde TMS29 etkisi hariç EBITDA bir önceki senenin aynı dönemine göre %111,3 artarken 2024/09'da son 4 çeyrek yıllıklandırılmış TMS29 etkisi hariç EBITDA 1.359,5 mn TL olarak kaydedilmiştir. Muhafazakar bir yaklaşımla 2024 yılında EBITDA'nın 1.177 mn TL olması beklenirken 2025 yılında da yüksek büyümenin devam etmesi ve %70'lik artışla 1996 mn TL EBITDA kaydedilmesi beklenmektedir. Sonraki yıllarda ise büyümenin ivme kaybetmesi öngörülmektedir. Son üç yıl içerisinde Şirket'in brüt kar marjları ve dolayısıyla EBITDA marjları düzenli olarak artış göstermiştir. Açılması planlanan yeni mağazaların etkisi ile ölçek ekonomisinin kendisini göstermeye başlayacak olması, GES yatırımlarının etkisi ile enerji maliyetlerinde gözlemlenmesi beklenen tasarruf etkisi ile EBITDA marjının ilerleyen dönemlerde daha da iyileşmesi beklenirken projeksiyonda EBITDA marjı ortalamada %11,1 ile 2023 yılının (%13,2) altında tutulmuştur. Özellikle projeksiyonda miktarsal büyümeleri destekleyebilmek adına brüt kar marjının potansiyelin altında tutulmasına ek olarak faaliyet giderleri satış payının geçmişin üzerine çıkarılması modellenmiştir. Son 3 yılda ortalamada %17,3 olan faaliyet giderleri satış payı 2024 yılında %20,7'ye kadar çıkarılırken projeksiyon ortalaması (%18,7) tarihi ortalamanın (%17,3) üzerinde tutulmuştur.

Gelir Tablosu	Birim	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Satış	mn TL	1.723	3.457	6.715	12.704	19.340	27.810	37.243	47.505	58.434	67.777	75.729
Değişim	%		100,6%	94,3%	89,2%	52,2%	43,8%	33,9%	27,6%	23,0%	16,0%	11,7%
SMM	mn TL	1.326	2.518	4.629	8.914	13.603	19.624	26.279	33.520	41.230	47.824	53.435
Brüt Kar	mn TL	396,9	938,8	2086,6	3790,5	5.737,1	8.186,4	10.964,0	13.985,4	17.203,2	19.952,8	22.294,1
Brüt Marj	%	23,0%	27,2%	31,1%	29,8%	29,7%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%	29,4%
Faaliyet Giderleri	mn TL	287,7	584,3	1232,8	2549,7	3615,4	5079,1	6707,7	8406,7	10356,8	11992,8	13301,4
Faaliyet Gid./Satış	%	16,7%	16,9%	18,4%	20,1%	18,7%	18,3%	18,0%	17,7%	17,7%	17,7%	17,6%
Amortisman	mn TL	12,8	15,5	33,9	70,5	91,6	109,4	123,5	143,0	145,4	164,5	164,5
EBITDA	mn TL	122,0	370,1	887,6	1.311,3	2.213,3	3.216,6	4.379,9	5.721,7	6.991,8	8.124,5	9.157,2
EBITDA Margin	%	7,1%	10,7%	13,2%	10,3%	11,4%	11,6%	11,8%	12,0%	12,0%	12,0%	12,1%
Değişim	%		203,5%	139,8%	47,7%	68,8%	45,3%	36,2%	30,6%	22,2%	16,2%	12,7%

**Grafik:5 Mağaza başı satışların enflasyon üzeri büyümesi ve şube sayısındaki artış ile ölçek ekonomisinin getirdiği verimlilik EBITDA büyümesinin temel dinamiklerini oluşturmaktadır**



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

**Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**  
Barbaros Mah. İhlamur Biv. No:3 Ağaçlı My Network  
İç Kapı No: 6/11 Beşiktaş/İstanbul  
Boğaziçi Kurumlar A.D.47/329787  
Mersis No: 278003678700011

Not: Yukarıdaki tablo ve grafiklerde yer alan veriler TMS 29 uygulanmamış verilerdir.

Piyasa Çarpanları

Uluslararası Çarpanlar

**Yurt dışı benzer şirket çarpanları  
18.467 mn TL piyasa değerine işaret  
etmekte**

**16 uluslararası firma örneklemede kullanılmıştır.** Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanlarına yer verilmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 31 Aralık 2024 tarihlidir. Aşağıdaki tablolarda yurtdışı şirketlere yönelik finansal veriler, çarpan değerleri ve faaliyet alanlarına yönelik özet bilgiler yer almaktadır. Uç değerlemeleri elemine etmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına yurtdışı şirketlerin EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Değerlemede sadece EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır. F/K çarpanının kullanılmamasının nedeni TMS29 gereği karların nominal kar yerine enflasyona göre göreceli karlardan oluşmasıdır. Ayrıca TMS29 kaynaklı net parasal pozisyon hesabının belirsizliği de bu durumda etkindir. PD/DD ve EV/Net Satış rasyoları faaliyet karlılığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri nedeniyle çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

Yurtdış Piyasa Çarpanları Analizinde Kullanılan Örneklem Şirketler		
Şirket	Ülke	Açıklama
Axfood Ab	İsveç	Axfood AB bir gıda perakendecisi ve toptancısıdır. Şirket süpermarketlerin, indirimli gıda mağazalarının, dağıtım merkezlerinin ve depolann sahibi ve işletmecisidir.
Distribudora Internacional	İspanya	Distribudora Internacional (DIA), İspanya, Portekiz, Brezilya ve Arjantin'de indirimli marketler zinciri işleten İspanyol çok uluslu bir perakende şirkettir.
Dino Polska Sa	Polonya	Dino Polska Spolka Akcyjna süpermarket olarak faaliyet göstermektedir. Şirket et, sosis, bakkaliye, meyve, sebze, ekmek, gıda, kimya, kozmetik ve diğer ilgili ürünleri sunmaktadır.
Sainsbury (J) Plc	İngiltere	J Sainsbury PLC gıda perakende satışı yapıyor. Şirket, marketlerin yanı sıra internet tabanlı eve teslimat hizmeti de sunmaktadır. J Sainsbury, Birleşik Krallık'taki müşterilere hizmet vermektedir.
Casino Guichard Perrachon	Fransa	Groupe Casino olarak faaliyet gösteren Casino Guichard-Perrachon, tüketim mallarının perakende satışını yapıyor. Şirket çok çeşitli hipermarketler, süpermarketler ve marketler işletmektedir.
Magnit Pjsc	Rusya	Magnit PJSC gıda perakende satışı yapıyor. Şirket, indirimli süpermarketler zinciri işletmektedir.
Loblaw Companies Ltd	Kanada	Loblaw Companies Limited, Kanada genelinde faaliyet gösteren bir perakende ve toptan gıda distribütörüdür. Şirketin operasyonları hem şirket hem de franchise sahibi tarafından işletilen mağazaları, depoları ve kasa ve taşıma satış noktalarını içermektedir.
Walmart Inc	Amerika	Walmart Inc. indirimli mağazalar, süper merkezler ve semt pazarları işletmektedir. Şirket, giyim, ev eşyaları, küçük ev aletleri, elektronik, müzik aletleri, kitaplar, ev dekorasyonu, ayakkabılar, mücevherler, küçük çocuklar, oyunlar, ev eşyaları, evcil hayvanlar, eczacılık ürünleri, parti malzemeleri ve otomotiv araçları gibi ürünler sunmaktadır.
Woolworths Group Ltd	Avustralya	Woolworths Group Limited perakende satış işlemleri sunmaktadır. Şirket, genel tüketim malları satan mağazaları ve süpermarketleri işletmenin yanı sıra gıda, içki ve ürün tedariki faaliyetlerinde de bulunmaktadır.
Asmo Corp	Japonya	Gıda perakendeciliği sektöründe faaliyet göstermektedir.
Yonghui Superstores Co Ltd-A	Çin	Yonghui Superstores Company Limited süpermarket franchise'ları işletmektedir. Şirket ağırlıklı olarak hipermarket, pazar yeri ve süpermarket işletmeciliği yapmaktadır.
Sun Art Retail Group Ltd	Çin	Sun Art Retail Group Limited, hipermarketler ve çok kanallı elektronik ticaret işlerini yürütmektedir. Şirket gıda, bakkaliye, tekstil ve genel malların perakende satışını yapmaktadır.
Sprouts Farmers Market Inc	Amerika	Sprouts Farmers Market Inc, Amerika Birleşik Devletleri merkezli bir perakende gıda şirkettir. Şirket, organik, doğal ve sağlıklı gıda ürünleri satışı konusunda uzmanlaşmıştır. Sprouts Farmers Market, genellikle taze meyve ve sebzeler, organik ve doğal ürünler, basın takviyeleri, glutensiz ürünler, sağlıklı atıştırmalıklar, et ve balık ürünleri, sürdürülebilir deniz ürünleri, vegan ve vejetaryen ürünler, organik şarap ve bira gibi çeşitli sağlıklı ve doğal ürünleri müşterilerine sunmaktadır.
Kobe Bussan Co Ltd	Japonya	Kobe Bussan Co., Ltd., Japonya merkezli bir gıda üretimi ve dağıtım şirkettir. Şirket, Gyomu Super mağazalarıyla tanınan ve entegre gıda üretim ve dağıtım faaliyetleri yürüten önde gelen bir şirkettir.
Sumber Alfara Trjaya Tbk P	Endonezya	Şirket, genel olarak perakende sektöründe faaliyet göstermekte olup, Alfamart adında bir dizi minimarket işletmektedir.
Avenue Supermarts Ltd	Hindistan	Avenue Supermarts Ltd, faaliyet alanı olarak organize perakendecilik işine odaklanmaktadır ve Hindistan'da D-Mart markası altında süpermarketler işletmektedir.

Uluslararası Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları		31 Aralık	Son 12 Ay				Net Satış Artışı		EBITDA Artışı	EBITDA Marjı	Son 12 Ay	Car		
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA24T	2020 - 2023 YBBO (%)	2020 - 2023 YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Avrupa Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler	Axfood Ab	AXFO SS Equity	İsveç	4.558	10,7	0,9	21,2	7,5	8,3	15,0%	8,1%	8,1%	1,6	1,5
	Distribudora Internacional	DIA SM Equity	İspanya	745	M.D	M.D	M.D	M.D	M.D	-5,8%	M.D	M.D	M.D	M.D
	Dino Polska Sa	DNP PW Equity	Polonya	9.326	15,6	1,2	26,9	5,8	13,8	36,6%	28,5%	7,9%	0,3	0,1
	Sainsbury (J) Plc	SBRY LN Equity	İngiltere	7.326	5,5	0,4	37,0	0,9	M.D	4,0%	3,2%	M.D	2,8	0,7
	Casino Guichard Perrachon	CO FP Equity	Fransa	545	4,5	M.D	-	0,3	5,3	-26,1%	M.D	M.D	2,6	1,9
	Magnit Pjsc	MGNIT RM Equity	Rusya	M.D	4,4	0,4	M.D	M.D	M.D	18,1%	14,6%	M.D	2,8	4,9
	Ortalama			4.500	10,6	0,7	24,0	0,5	9,1	7,0%	13,6%	M.D	2,0	1,8
	Medyan			4.558	10,7	0,7	24,0	0,6	8,3	9,5%	11,4%	M.D	2,6	1,5
	Minimum			545	4,4	0,4	-	0,3	5,3	-26,1%	3,2%	7,9%	0,3	0,1
	Maksimum			9.326	15,6	1,2	37,0	7,5	M.D	36,6%	28,5%	8,1%	2,8	4,9
Diğer Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler	Loblaw Companies Ltd	L CN Equity	Kanada	37.902	10,1	1,2	26,0	4,8	9,5	4,2%	8,7%	11,5%	2,5	1,5
	Sprouts Farmers Market Inc	SFM US Equity	Amerika	14.185	19,6	1,6	39,7	10,6	21,7	2,0%	6,5%	8,4%	2,2	1,0
	Walmart Inc	WMT US Equity	Amerika	694.545	17,2	1,1	35,4	7,9	16,3	5,1%	4,2%	6,2%	1,3	0,5
	Ortalama			248.877	15,5	1,1	26,0	4,8	12,9	3,7%	6,5%	M.D	2,0	1,0
	Medyan			37.902	17,2	1,1	26,0	4,8	12,9	4,2%	6,5%	M.D	2,2	1,0
	Minimum			14.185	10,1	1,1	26,0	4,8	9,5	2,0%	4,2%	6,2%	1,3	0,5
	Maksimum			694.545	19,6	1,6	39,7	10,6	M.D	5,1%	8,7%	11,5%	2,5	1,5
	Woolworths Group Ltd	WOW AU Equity	Avustralya	23.895	9,3	0,8	345,8	6,8	8,4	6,8%	14,3%	M.D	3,5	2,8
	Asmo Corp	2654 JP Equity	Japonya	34	M.D	M.D	13,7	0,7	M.D	2,9%	-32,0%	2,6%	M.D	M.D
	Yonghui Superstores Co Ltd-A	601933 CH Equity	Çin	5.649	M.D	0,7	M.D	7,0	18,2	-5,4%	M.D	M.D	M.D	2,6
Kobe Bussan Co Ltd	3038 JP Equity	Japonya	6.206	20,4	1,6	39,3	6,2	19,9	10,7%	11,4%	8,0%	(1,5)	(0,5)	
Sumber Alfara Trjaya Tbk P	AMRT U Equity	Endonezya	7.596	14,8	1,1	33,5	7,8	13,4	12,2%	11,4%	7,7%	(0,3)	(0,1)	
Sun Art Retail Group Ltd	6808 HK Equity	Çin	2.758	2,6	0,1	M.D	0,9	M.D	M.D	-15,1%	M.D	(2,6)	(0,3)	
Avenue Supermarts Ltd	DMART IN Equity	Hindistan	28.936	71,7	5,8	96,2	13,1	M.D	28,4%	20,2%	8,0%	(0,0)	(0,0)	
Ortalama			7.690	14,8	0,5	13,7	0,8	13,3	5,4%	-2,0%	M.D	(0,2)	0,9	
Medyan			5.927	14,8	0,7	13,7	0,8	13,3	6,8%	11,4%	M.D	(0,9)	(0,1)	
Minimum			34	2,6	0,1	13,7	0,7	8,4	-5,4%	-32,0%	2,6%	(2,6)	(0,5)	
Maksimum			23.895	71,7	5,8	345,8	13,1	19,9	28,4%	20,2%	8,0%	3,5	2,8	
Global	Ortalama			4.500	13,7	0,6	21,9	1,5	11,4	7,0%	13,6%	M.D	2,0	181%
	Medyan			4.558	14,8	0,8	23,6	0,9	9,5	9,5%	11,4%	M.D	2,6	148%
	Minimum			545	2,6	0,1	0,0	0,3	5,3	-26,1%	-32,0%	2,6%	-2,6	-48%
	Maksimum			9.326	71,7	5,8	345,8	13,1	21,7	36,6%	28,5%	11,5%	3,5	489%
	MultiNet			18.467	14,8	8,8	23,6	9,4	9,5	A.D	A.D	A.D	0,5	0,3



## Piyasa Çarpanları Yurtiçi Çarpanlar

**Gıda perakende şirketlerinin çarpanları ile 11.209 mn TL piyasa değerine ulaşılmıştır.**

Gıda perakende şirketlerinin çarpanları baz alındı. Şirket, hızlı tüketim perakendeciliği (FMCG-Fast Moving Consumer Goods) sektöründe faaliyet göstermektedir. Bu nedenle benzer şirketler belirlenirken yurtiçinde gıda perakendeciliği sektöründe faaliyet gösteren şirketler incelenmiş ve yurtiçi benzer şirketler tespit edilmiştir. Yapılan incelemeler sonucunda yurtiçi benzer şirketlerin BIMAS, BİZİM, CRFSA, KIMMR, GMTAS, MGROS ve SOKM olduğu belirlenmiştir. Değerlemede sadece EV/EBITDA çarpanına yer verilmiştir. F/K çarpanının kullanılmamasının nedeni TMS29 gereği karların nominal kar yerine enflasyona göre göreceli karlardan oluşmasıdır. Ayrıca TMS29 kaynaklı net parasal pozisyon hesabının belirsizliği de bu durumda etkindir. Uç değerlemeleri elemine etmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına EV/EBITDA çarpanlarında 30x'in üstü, F/K çarpanında 30x'in üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmezken değerlemelerde medyan çarpanlar kullanılmıştır. PD/DD ve EV/Net Satış rasyoları faaliyet karlılığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri nedeniyle çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

BIST Benzer							Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	2024/09	2024/09	2024/09
BIST Kodu	Şirket Adı	PD (mn TL)	FD/ FAVÖK 2024/09	FD/ Satışlar 2024/09	F/K 2024/09	PD/DD 2024/09	2023-2024/09 YBBO (%)	2023-2024/09 YBBO (%)	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
BIMAS	Bim Magazalar	320.905	19,8	0,7	14,9	3,2	199,8%	40,9%	3,5%	85,5%	0,14
BİZİM	Bizim Magazaları	2.334	74,5	0,1	(2,2)	1,4	155,5%	-56,6%	0,1%	1656,4%	0,41
CRFSA	Carrefoursa	13.352	9,0	0,3	(10,7)	2,6	192,7%	39,8%	3,4%	265,6%	1,09
KIMMR	Kırsan Alışveriş Hizmetler	2.306	2,7	0,3	3,7	0,9	194,3%	99,5%	10,9%	25,4%	0,09
GMTAS	Gimat Magazacılık	1.568	5,5	0,5	4,1	0,5	240,3%	91,7%	9,5%	-61,3%	(0,06)
MGROS	Mgros İcicaret	99.037	9,3	0,4	15,6	1,8	213,6%	57,7%	3,8%	-43,6%	(0,08)
SOKM	Şok Marketler İcicaret	24.444	(62,8)	0,2	(72,3)	0,9	185,3%	A.D	-0,2%	-595,7%	0,09
Ortalama		84.724	10,9	0,3	15,2	1,8	185,6%	30,9%	4,5%	5,1	0,4
Medyan		7.843	9,2	0,3	15,2	1,6	193,5%	40,4%	3,5%	1,8	0,3
Minimum		2.306	2,7	0,1	(10,7)	0,9	155,5%	-56,6%	0,1%	0,3	0,1
Maksimum		320.905	74,5	0,7	14,9	3,2	199,8%	99,5%	10,9%	16,6	1,1
<b>Mopas</b>		<b>11.209</b>	<b>9,2</b>	<b>1,0</b>	<b>15,2</b>	<b>5,7</b>	<b>A.D</b>	<b>A.D</b>	<b>A.D</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>



## Çarpan Değerlemesi

Çarpanlara %50 ağırlık verilmiştir

EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır. Değerlemede EV/EBITDA çarpanı kullanılırken İNA ve Çarpan metodunda gelen değerlere %50'şer ağırlık verilerek nihai değer tespit edilmiştir. F/K çarpanının kullanılmamasının nedeni TMS29 gereği karların nominal kar yerine enflasyona göre göreceli karlardan oluşmasıdır. Ayrıca TMS29 kaynaklı net parasal pozisyon hesabının belirsizliği de bu durumda etkindir. Son dönemde birçok FTR'de F/K rasyosunun bu nedenle kullanılmamaya başlanması da önemli bulunmuştur.

Mn TL	Değer
<b>Mopaş EBITDA 2024/09</b>	<b>1290,9</b>
Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	9,2
<b>Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>	<b>11.833</b>
Net Borç 2024/09	624
<b>Yurtiçi Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>11.209</b>
Yurtiçi Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri	11.209

Mn TL	Değer
<b>Mopaş EBITDA 2024/09</b>	<b>1290,9</b>
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	14,8
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>	<b>19.092</b>
Net Borç 2024/09	624
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>18.467</b>
Yurtdışı Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri	18.467

## Nihai Değer

8.050 mn TL iskonto sonrası  
halka arz piyasa değeri

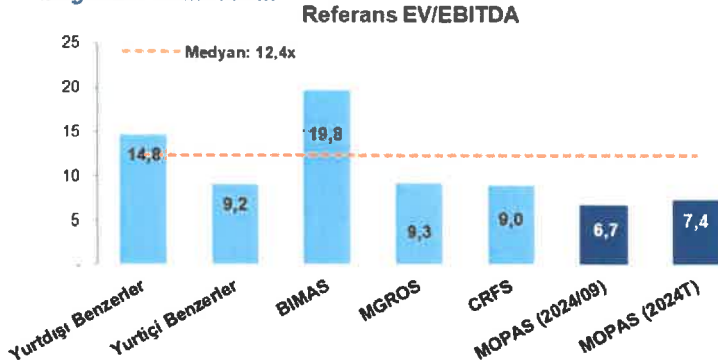
Halka arz piyasa değeri 2025T  
EBITDA verisine göre 4,3x  
EV/EBITDA çarpanına işaret  
etmektedir

4,3x EV/EBITDA25T. Nihai değerde şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz İNA'ya %50 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerle dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir. Şirket, hızlı tüketim perakendeciliği (FMCG-Fast Moving Consumer Goods) sektöründe faaliyet göstermektedir. Bu nedenle benzer şirketler belirlenirken yurtiçinde gıda perakendeciliği sektöründe faaliyet gösteren şirketler incelenmiş ve yurtiçi benzer şirketler tespit edilmiştir. Yapılan incelemeler sonucunda yurtiçi benzer şirketlerin BIMAS, BİZİM, CRFSA, KIMMR, GMTAS, MGROS ve SOKM olduğu belirlenmiştir. Benzer şirketler belirlenirken yurtdışında faaliyet gösteren şirketlere de odaklanılmış ve çarpan bölümünde belirtilen şirketler yurtdışı örneklem olarak belirlenmiştir. Özellikle yurtdışı firmaların farklı ülke riskleri, değişen vergi oranları, düşük CDS ve faiz oranları barındırması, yurtiçi fiyatlama davranışlarından oldukça farklı olması ve ölçek olarak daha büyük olmaları nedeniyle ağırlığının daha düşük tutulmasını makul görülerek yurtdışı çarpanlara %10 ağırlık verilmiştir. **Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %21 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Şirket için halka arz iskontosu sonrası 8.050 mn TL piyasa değeri ve pay başı 35,0 TL değer tespit edilmiştir.** Bulunan değer cari 6,7x EV/EBITDA ve 15,0x F/K çarpanlarına işaret ederken yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin ortalama verilerinin altında bir çarpana ulaşılmıştır. Bununla birlikte Şirket'in 2025 yılı için önemli bir büyüme potansiyeli barındırması 2024 EBITDA beklentisine göre çarpanı öne çıkarmaktadır. **2025 yılında GES yatırımlarının maliyetleri düşürecek olması, yeni mağazaların devreye girecek olması, enflasyon üstü mağaza başı ciro büyümesi beklentisi, artan kar marjları, et-entegre tesisi ve süt ve süt ürünleri üretimi 2025 yılı EV/EBITDA çarpanını ön plana çıkarmaktadır. 2025 yılı EBITDA beklentisine göre halka arz değeri EV/EBITDA çarpanı 4,3x olarak hesaplanmıştır.**

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başına Değer (TL)
<b>Metodolojiler</b>			
İNA	9.172	50,0%	39,88
Yurtdışı Benzerler	18.467	0,0%	80,29
BİST Benzer	11.209	50,0%	48,73
<b>Halka Arz Piyasa Değeri</b>	<b>10.191</b>	<b>100%</b>	<b>44,31</b>
Halka Arz İskontosu	21,0%		
<b>Nihai Değer</b>	<b>8.050</b>		<b>35,00</b>

Değer Çarpanları	2024/09	2024T	2025T
EV/EBITDA	6,7	7,4	4,3
F/K	15,0	m.d.	m.d.
EV/Net Satış	0,8	0,7	0,5
PD/DD	4,0	m.d.	m.d.

Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans değerlerin altındadır...



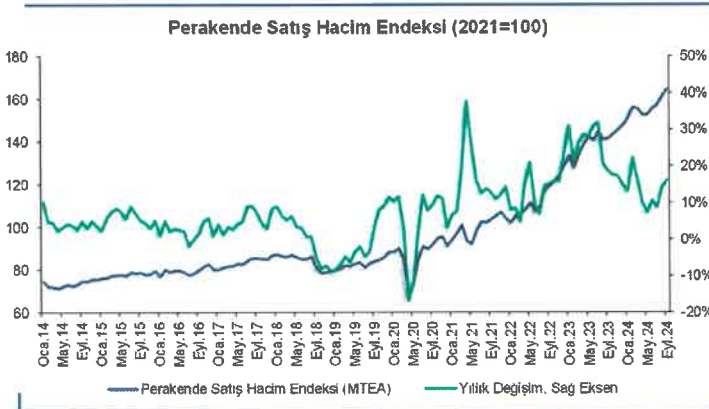
Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.  
Barbaros Mah. İhtisar Biv. No:3 Ağaçlı My Network  
İç Kapı No:188 Ataşehir / İstanbul  
Boğaziçi Kurumlar V.D.178-036.787  
Mersis No:047800367870001

**Sektör**

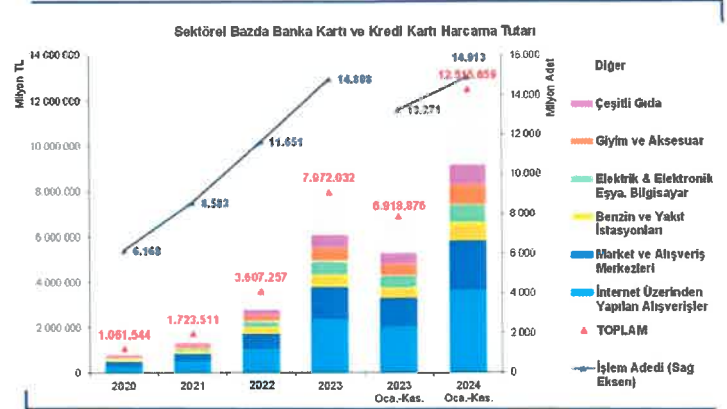
**Hızlı tüketim malları perakendeciliği gerek sağlamış olduğu istihdam olanakları gerekse de ekonomiye yapmış olduğu doğrudan ve dolaylı katkılarından ötürü Türkiye’de ve dünyada hizmet sektörünün en önemli kollarından birisini oluşturmaktadır.**

**Hızlı Tüketim Malları Perakendeciliği Sektörü Genel Bakış.** Şirket’in içinde yer aldığı hızlı tüketim malları (HTM) perakendeciliği (Fast Moving Consumer Goods “FMCG” perakendeciliği) sektörü, hızla tüketilen ve sıkça satın alınan ürünleri içeren bir perakende sektörüdür. Tedarikçiler tarafından sağlanan hızlı tüketime konu nihai ürünlerin son kullanıcılar olan tüketicilere çeşitli yollarla ulaştırılmasını sağlayan faaliyetler bütünüdür. FMCG sektörü, dünya çapında da en büyük sektörlerden biri olarak da ön plana çıkmaktadır. Perakende oyuncuları, satışa sunduğu ürünlerini rakiplerden ayırmak ve tüketici sadakatini artırmak adına sürekli stratejiler geliştirmektedir. Özellikle hızlı tüketim ürünleri sektörü, satışları ve müşteri sadakatini artırmak için değer odaklı stratejiler geliştirerek rekabeti yönetmeye çalışmaktadır. Bu sebeple, müşteri sadakati yaratan markaların gelecekte daha etkin olacağı düşünülmektedir.

**Perakende Satış Endeksi ve Kredi Kartı Harcamaları.** Reel tüketim harcamalarının başlıca öncü göstergesi olan perakende satış hacmi endeksi, Eylül 2024’te yıllık bazda (mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış) %16, aylık bazda %2,3 artış gösterdi. Ticaret satış hacmi 2024 yılı Eylül ayında bir önceki yılın aynı ayına göre %12,7 arttı. TCMB verilerine göre sektörel bazda banka kartı ve kredi kartı harcama tutarı 2024 Ocak-Kasım döneminde, bir önceki yılın aynı dönemine göre %81 büyüyerek 12.515.659 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Banka kartı ve kredi kartı işlem adedi ise yine aynı dönemde yıllık %12 büyüyerek 14.913 milyon adet olarak gerçekleşmiştir. Sektörel bazda banka kartı ve kredi kartı harcama tutarı incelendiğinde 2024 Ocak-Kasım döneminde en çok payı %29 ile internet üzerinden yapılan alışverişler ve %18 ile market & alışveriş merkezlerinde yapılan harcamalar almıştır. Harcama tutarları ve işlem adetlerinin yıllık bileşik büyüme oranları (2020-2024 Kasım yıllıklandırılmış) incelendiğinde harcama tutarları %92 ve işlem adetleri %28 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyondaki artışa paralel olarak harcama tutarları da yıllara sarı gözle görülür artış göstermiştir.



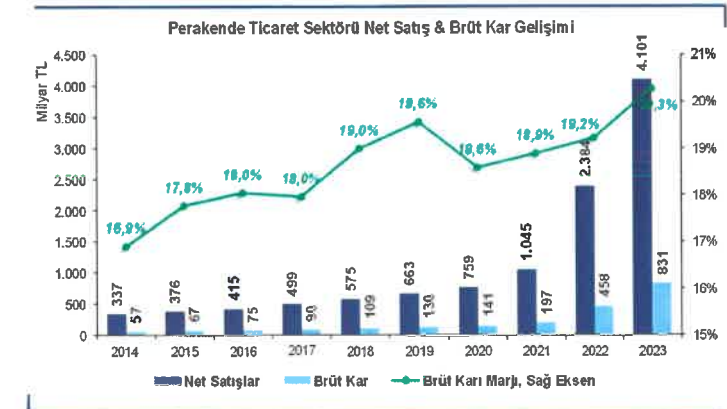
Kaynak: TÜİK, MTEA: Mevsim ve takvim etkisinden arındırılmış.



Kaynak: TCMB



Kaynak: TCMB  
Not: Topluşturulmuş bilanço ve gelir tablolarında Türkiye’de faaliyet gösteren reel sektör firmalarının VUK uyarınca tekdüzen hesap planına uygun olarak hazırlayıp GİB’e sundukları solo bilançoları ve gelir tabloları kullanılmaktadır.



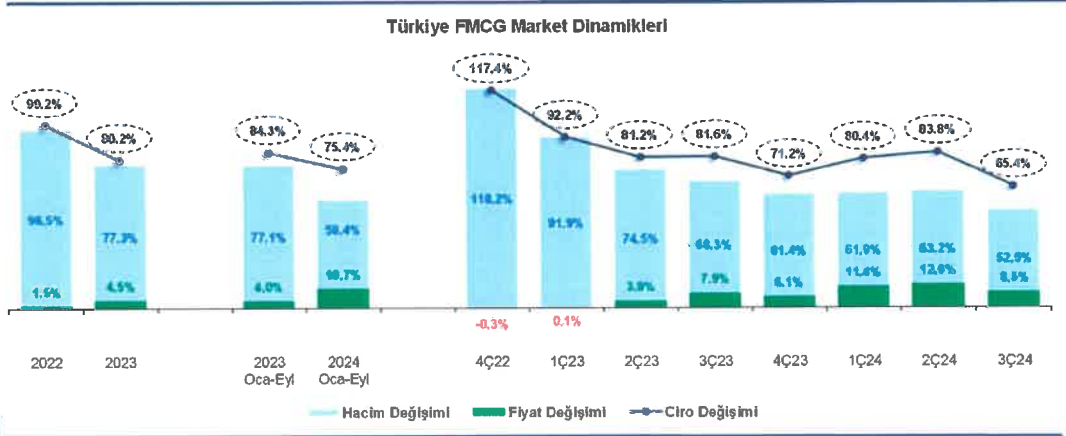
Kaynak: TCMB

## Sektör

**Avrupa'da hacim daralması devam ederken, Türkiye hacim büyümesi ile Avrupa'dan pozitif ayrışıyor**

**Modern perakende oyuncuları, 2014 yılında toplam 16.597 olan mağaza sayısını 2024 yılına gelindiğinde 51.896'ya çıkararak son 10 yılda %213 oranında büyüme kaydetmiştir.**

**FMGC Pazarı Dinamikleri.** Sektördeki mağaza segmentleri, mağaza konseptleri, sayısı ve pazardan aldıkları paylar sürekli değişim göstermektedir. FMCG sektörü, geleneksel ve organize pazar olarak 2 ana kategoriye ayrılmaktadır. Pazar ayrımının temelinde; organize pazarda daha büyük mağazalarda daha fazla ürün çeşidi sunulması, teşebbüse ait çok sayıda mağaza olması, marka kimliğinin ön plana çıkması, sunulan hizmetlerin çokluğu gibi kriterler yer almaktadır. Bu anlamda geleneksel pazar sınırlı ürün kategorisiyle faaliyette bulunan küçük ölçekli ve bağımsız işletmeleri içermektedir. Bu kategoriler geleneksel kanalda; bakkal, kasap, benzin istasyonu marketi, kuruyemişiçi, manav, büfe, eczane, parfümeriler gibi satış noktalarından oluşmaktadır. Modern kanal olarak da bilinen organize kanal ise geleneksel kanaldan sürekli pay alan ve büyük ölçekli işletmelerin yer aldığı faaliyet alanıdır. Bu kanal da kendi içerisinde 4 farklı konseptte hizmet sunmaktadır. Bu konseptler, süpermarket, indirim(discount) marketleri, gross market ve uzman mağazacılıktan oluşmaktadır. Süpermarketler de kendi içinde üçe ayrılmaktadır: A- Türkiye çapında mağazacılık faaliyeti yürüten, birçok coğrafi bölgede mağazası bulunan perakendecilerden oluşan şirketler (Carrefour, Migros, File vb.) ulusal zincir olarak tanımlanmaktadır. B- Belli bir coğrafi bölgede yer alan, Türkiye genelinde faaliyet göstermeyen, kendi bulunduğu bölgelerde önemli bir ticari hacme ve marka değerine sahip, yerel sermayenin yatırımları ile oluşturduğu 10 ile 200 şube arasında mağazalar zinciri bulunan şirketlerin oluşturduğu işletmeler yerel veya lokal zincir olarak tanımlanmaktadır. Mopas'ın da içinde yer aldığı bu pazardaki oyuncular, (Çağrı, Onur, Happy Center, Kim Market, Çağdaş vb.) mağazalarının bulunduğu bölgelerde önemli yerel perakende zincirler olarak tanınmaktadır. C- İl, ilçe ve semt bazında 10 mağaza sayısından daha az şube sayısına sahip olan aile işletmeleri diğer süpermarket çeşidi olarak tanımlanmaktadır. İndirim(discount) marketler, Türkiye genelinde birçok coğrafi bölgede faaliyetlerini yürüten, metrekare alanı daha küçük, ürün çeşitliliği sınırlı ve hizmet tezgahları (kasap, şarküteri) olmadan büyük oranda kendi özel markaları ile müşterilerine gıda ürünleri sunan şirketler (Bim, A101, Şok, Hakmar Express vb.) olarak tanımlanmaktadır. Gross marketler ise metrekare ve ürün çeşitliliği olarak büyük satış alanlarında toptan-perakende ve toplu tüketim işletmelerine de hizmet veren şirketler (Metro, Bizim Toptan, Anpa, Newgross vb.) olarak tanımlanmaktadır. Uzman mağazacılık ise tüketici nezdinde ihtiyaç duyulan, alanında branşlaşmış belli kategorilerde hizmet veren şirketler (Gratis, Watsons, Rossman vb.) olarak tanımlanmaktadır.

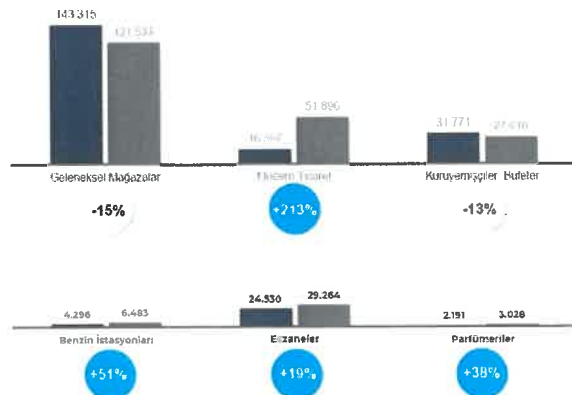


Kaynak: Nielsen Verileri

**Modern Ticaret evreni son 10 yılda %213 büyüdü**

## Perakende evreni gelişimi

■ 2014 mağaza sayısı  
■ 2024 mağaza sayısı  
● Değişim (2024 vs 2014)



**Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**  
Barbaros Mah. İhtemir Dış. No:3 Açıncı My Newwork  
İç Kap. No:186 Ataşehir / İstanbul  
Boğaziçi Kurumlar V.D. No: 706 787  
Mersis No:0478003678700011



## Sektör

**Şirket'in organize perakendecilik sektöründe, mağazalaşma oranı yanında perakende mağazalarındaki metrekare büyüklükleri ortalamaların üzerinde artmıştır.**

**Sektör Oyuncuları.** Türkiye'de mevcut tüm FMCG perakende oyuncuları karşılaştırıldığında Şirket'in içinde bulunduğu organize perakendecilik yapan firmaların diğer rakiplerine göre daha hızlı bir mağazalaşma oranına sahip olduğu, böylelikle daha geniş kapsamlı bir tüketici çevresine ulaştığı gözlemlenmektedir. Nitekim, aşağıdaki tablolarda Türkiye genelinde ciro ve mağaza sayısı bazında geleneksel ve organize perakende kanalın büyüklüğü ile toplam HTM perakendeciliği pazarının büyüklüğüne yer verilmektedir. Tablodan görüleceği üzere hem geleneksel hem de organize perakende kanalı ciro bazında büyüyerek toplam HTM perakendeciliği pazarının gelişimine katkı sağlamaktadır. Öte yandan, mağaza sayısı bazında ise geleneksel kanal küçülürken organize kanalda yer alan mağaza sayısında yaşanan artışın bu düşüşü de kapatarak HTM perakendeciliği pazarının mağaza sayısı bazında da büyümesini sağladığı görülmektedir. Şirket'in 2022 ve 2023 yıllarında hasılat büyüme oranlarının lokal ve ulusal zincirlere göre daha fazla artış göstermesi sebebiyle hem ulusal pazarda hem de lokal zincirler içindeki hasılat payı oranları da yükselmiştir. Şirket, 2021 ile 2023 arasındaki dönemde hasılatını ve pazardaki hasılat payını artırmış, diğer sektör oyuncularından ayrılan pozitif bir büyüme göstermiştir. Hem lokal zincirler hem de ulusal zincirler içindeki hasılat payının artması, Şirket'in pazardaki payının arttığını göstermektedir.

Mağaza Sayısı	2021	2022	2023	2023/09	2024/09
Lokal Zincirler	716	720	710	709	710
Ulusal Zincirler	4.413	4.915	5.428	5.315	5.824
Mopas (*)	107	119	122	121	123

Mağaza Metrekare (bin m <sup>2</sup> )	2021	2022	2023	2023/09	2024/09
Lokal Zincirler	455	458	482	458	468
Ulusal Zincirler	3.106	3.276	3.451	3.408	3.563
Mopas (*)	62	69	74	70	75

Kaynak: Nielsen Verileri

(\*) Nielsen raporuna baz, TMS-29 hariç verilerdir.

Hasılat (bin TL)	2021	2022	2023	2023/09	2024/09
Lokal Zincirler	7.998.768	15.491.511	29.277.145	20.598.433	34.231.546
Ulusal Zincirler	63.511.565	124.834.237	244.895.929	170.810.966	301.053.456
Mopas (*)	1.471.579	3.109.294	6.321.649	4.387.456	7.840.354

Fiş Sayısı (bin Adet)	2021	2022	2023	2023/09	2024/09
Lokal Zincirler	163.973	192.876	213.855	161.811	168.901
Ulusal Zincirler	1.006.663	11.206.866	1.351.689	1.013.032	1.077.043
Mopas (*)	29.590	34.242	37.495	28.072	29.868

Kaynak: Nielsen Verileri

(\*) Nielsen raporuna baz, TMS-29 hariç verilerdir.

	2021	2022	2023	2023/09	2024/09
Mopas Hasılat Payı (Lokal Zincirler)	18,4%	20,1%	21,6%	21,3%	22,9%
Mopas Hasılat Payı (Ulusal Zincirler)	2,3%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%

2024 Ocak - Eylül	Mopas (*)	Lokal Zincirler	Ulusal Zincirler
Mağaza Başı Hasılat (bin TL) Aylık Ortalama	7.128	5.374	5.911
Mağaza Başı Fiş Sayısı (bin Adet) Aylık Ortalama	27,2	26,5	21,1
M <sup>2</sup> Başı Hasılat (bin TL) Aylık Ortalama	11,7	8,2	9,6

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.  
Barbaros Mah. İhtilal Bly. No:3 Akmerkez My Newnetwork  
İç Kapı No:105 Ataşehir / İstanbul  
Boğaziçi Kurumlar V.D.476 9066 787  
Merkezi No:0478003678700011

## Lisans Belgeleri:

**SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.  
LİSANS DURUM BELGESİ****MERNİS KİMLİK BİLGİLERİ**

T.C. Kimlik No : 26288042136  
Adı Soyadı : HÜSEYİN GÖLER

**LİSANS BİLGİLERİ**

Lisans Adı : SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ DÜZEY 3 LİSANSI  
Belge Numarası : 203904  
Geçerlilik Tarihi : 20.01.2026  
Düzenlenme Tarihi : 23.02.2017  
Lisans Durumu : AKTİF LİSANS

**İLGİLİ MAKAMA**

Lisans kayıtlarının Kuruluşumuz nezdinde tutulduğu Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi üzerinde yapılan sorgulama sonucunda; HÜSEYİN GÖLER isimli kişinin ilgili lisansına ait bilgiler yukarıda verilmiştir.

Bu belgenin doğruluğu <https://www.turkiye.gov.tr/belge-dogrulama> adresinden veya <https://bts.spl.com.tr/bilgi-sorgulama> adresinden kontrol edilebilir. Ayrıca mahlî cihazlarınıza yükleyeceğimiz e-Devlet Kapısı'na ait Barındırıcı Belge Doğrulama uygulaması ile yarıotaki barkod okutularak da doğrulama yapılabilir.





**SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.**  
**LİSANS DURUM BELGESİ**

**MERNİS KİMLİK BİLGİLERİ**

T.C. Kimlik No : 38428848454  
Adı Soyadı : TEMUR KAYHAN

**LİSANS BİLGİLERİ**

Lisans Adı : SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ DÜZEY 3 LİSANSI  
Belge Numarası : 211055  
Geçerlilik Tarihi : 23.11.2026  
Düzenlenme Tarihi : 25.05.2016  
Lisans Durumu : AKTİF LİSANS

**İLGİLİ MAKAMA**

Lisans kayıtlarının Kuruluşumuz nezdinde tutulduğu Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi üzerinde yapılan sorgulama sonucunda; TEMUR KAYHAN isimli kişinin ilgili lisansına ait bilgiler yukarıda verilmiştir.

Bu belgenin doğruluğu <https://www.turkiye.gov.tr/belge-dogrulama> adresinden veya <https://lists.spl.com.tr/bilgi-sorgulama> adresinden kontrol edilebilir. Ayrıca mobil cihazlarınıza yükleyeceğiniz e-Devlet Kapısı'na ait Barkodlu Belge Doğrulama uygulaması ile yandaki karekod okutulurak da doğrulama yapılabilir.





15.01.2025

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

**Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**  
Barbaros Mah. İhlâsür Bldv. No:3 Afişoğlu My Newwork  
İç Kapı No: 88 Atasehir / İstanbul  
Boğaziçi Kurumlar V.D. 33 0136 787  
Mersis No:047800387250001

**Engin Emre SEÇEN**  
Genel Müdür Yardımcısı

**Hüseyin GÜLER**  
Genel Müdür Yardımcısı

**Sermaye Piyasası Kurulu**  
**Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na**  
Mustafa Kemal Mahallesi, Dumlupınar Bulvarı (Eskişehir Yolu)  
No:156 06530 Çankaya/Ankara

### **Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı**

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 Değerlemelerinde 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, İzahnamenin bir parçası olan işbu 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.

Saygılarımızla,

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

**Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**  
Barbaros Mah. İnflasyon Biv. No:3 Ağaçlı My Newwork  
İç Kapı No:189 / Ataşehir / İstanbul  
Boğaziçi Kurumlar V.D. No: 036 787  
Mersis No:0478003678700011

Engin Emre SEÇEN  
Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin GÜLER  
Genel Müdür Yardımcısı