

**Çitlekçi Mağazacılık Gıda A.Ş. Tarafından Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay
Tebliğ’i’nin 29/5 Maddesi Uyarınca Hazırlanan Rapor**

**Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara İlişkin Değerlendirme Raporu
30.06.2026**

1. RAPORUN AMACI

Bu raporun amacı, Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Pay Tebliği’nin 29/5 Maddesi uyarınca Şirket’in halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmedi ise nedeninin açıklanmasıdır.

İlgili rapor, Çitlekçi Mağazacılık Gıda A.Ş.’nin halka arz sürecinde belirlenen halka arz fiyatının dayandığı varsayımların, Şirket’in 2026 yılı 2. Çeyrek dönemine ait gerçekleşen finansal sonuçlar ile karşılaştırılmasına yönelik olarak hazırlanmıştır.

2. FİYAT TESPİT RAPORUNDA YER ALAN VARSAYIMLAR

Halka açılma aşamasında Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Tera Yatırım”) tarafından hazırlanan ve Şirketimizin internet sitesi ile KAP’da yatırımcıların bilgisine sunulan 15.06.2026 tarihli fiyat tespit raporunda (Rapor No: 2025/2) kullanılan varsayımlar raporda yer aldığı şekilde aşağıdadır.

- Şirket’in değerlemesinde Gelir Yaklaşımı kapsamında İNA yöntemi ile Şirket’in ileriye dönük yapmayı planladığı yatırımların ve bu yatırımların hasılat ve kârlılık katkısının değerlendirilmesine yansıtılması amacıyla 2026-2030 dönemini içeren projeksiyonlar kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiş olup 12.452.922.037 TL özkaynak değerine ulaşılmıştır.
- Nihai değer tespitinde Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı’na eşit ağırlık verilmiştir. Ayrıca söz konusu iki yaklaşım kapsamında değerlendirmeye alınmayan yatırım amaçlı gayrimenkul ekspertiz değeri %30 iskonto uygulanarak nihai değere dahil edilmiştir. Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerin ekspertiz değerleri, değerlendirilmesine %30 iskonto uygulanmak suretiyle dahil edilmiştir. Bu nedenle, söz konusu gayrimenkullerin değerinin ilgili kira geliri yaratma kapasitesini de içerdiği değerlendirilmiş; mükerrer değerlemeye yol açmamak adına, bu gayrimenkullerden elde edilen kira gelirleri ayrıca İndirgenmiş Nakit Akışları modelinde dikkate alınmamıştır. Bunun sonucunda Şirket’in ağırlıklı özkaynak değeri 13.821.976.774 TL, iskonto öncesi pay başına değeri ise 92,15 TL olarak hesaplanmıştır.
- Rapor’da esas alınan finansal veriler, Çitlekçi Mağazacılık Gıda Anonim Şirketi’nin 31.03.2026, 31.12.2025, 31.12.2024 ve 31.12.2023 tarihli finansal tablolarına dayanmaktadır.
- Fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri’nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımının tamamı incelenmiş ve uygun olanlar seçilerek değerlendirilmesine dahil edilmiştir.
- Şirket’in kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması nedeniyle eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması ve faaliyetlerinin sürekli olduğu düşünüldüğü için maliyet yaklaşımı değerlendirilmesine kapsamında dikkate alınmamıştır.

FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN YÖNTEMLER

Şirket paylarının değerlendirilmesi; SPK’ nun III-62.1 “Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ” i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında;

Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerin belirlenmesi amacıyla ;

- a) Pazar Yaklaşımı, (Piyasa Çarpanları)
- b) Gelir Yaklaşımı, (İndirgenmiş Nakit Akımları İNA)

yöntemleri kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1. uyarınca Pazar yaklaşımı varlığın fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2. maddesinin b bendi uyarınca değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi durumunda uygulanması zorunludur.

Bu yaklaşım da UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 50.1.'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında Firma Değeri / Hasılat (FD/Hasılat), Firma Değeri / FAVÖK (faiz, vergi ve amortisman öncesi faaliyet karı) ("FD/FAVÖK"), Piyasa Değeri / Defter Değeri ("PD/DD") çarpanlarının kullanılması uygun bulunmuştur.

Öte yandan, kabul gören diğer bir çarpan olan Fiyat / Kazanç ("F/K") çarpanı incelenmiş fakat 2024 yılında olduğu gibi 2025 yılı içerisinde de enflasyon muhasebesi uygulamasının şirketler özelinde farklı net parasal kazanç/kayıp sonuçları doğurması nedeniyle net kar rakamının benzer şirketler için çarpan ölçütü olma özelliğinin zayıfladığı değerlendirilmiş ve nihai değer tespitinde FD/Hasılat, FD/FAVÖK ve PD/DD kadar uygun bulunmamıştır.

Çarpan analizinde yurt içi emsal şirketler olarak; Şirket'in dahil olması beklenen BIST Ticaret (XTCRT) ile faaliyetleriyle yakından ilişkili olan BIST Gıda, İçecek (XGIDA) endekslerindeki firmaların ve gıda ticareti alanında benzer faaliyet gösteren şirketlerin son 12 aylık verileri üzerinden hesaplanan güncel çarpanları dikkate alınmıştır (Kaynak: Rasyonet)

Gelir Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1. uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akışları ("İNA") yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 60.1.'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

Bu değerleme raporunda yer alan İNA değerlemesi kapsamında, Şirket'in yürütmekte olduğu faaliyetleri kapsamında gerçekleşmesini beklediği nakit akımlarının miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcuttur. Ek olarak Şirket'in gelir yaratma kabiliyetinin yatırımcının gözünde değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması dolayısıyla, değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldükçe, Gelir Yaklaşımı değerleme kapsamında kullanılmıştır.

1.1. İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi'ne Göre Özkaynak Değeri

Varsayımlar

İNA Analizi, bir şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerleme yöntemi olup bu serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve net finansal pozisyonun da eklenmesi ile oluşan değeri, şirketin özsermaye değeri olarak kabul eder.

İNA metodunda gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ve Tera Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda, Şirket'in 2023, 2024, 2025 ve 31.03.2026 verileri ışığında analiz edilerek 2026-2030 yılları için projekte edilmiştir.

Değerleme modelinde dikkate alınan Türkiye enflasyon ve büyüme varsayımları 2024-2030 yılları için aşağıdaki tabloda paylaşılan Tera Yatırım Ekonomik Araştırmalar verilerine dayanmaktadır.

Ekonomik Tahminler		2022	2023	2024	2025	2026B	2027B	2028B	2029B	2030B
GSMH büyümesi	(yıllık, %)	5,4	5,0	3,3	3,6	3,2	4,8	4,3	4,3	4,25
Tüketici Enflasyonu	(yıl sonu, %)	64,3	64,8	44,4	30,9	27,1	20,0	15,0	12,5	10,0
Tüketici Enflasyonu	(yıl ortalama, %)	72,3	53,9	58,5	34,9	29,0	23,6	17,5	13,8	11,25

Satış ve satışların maliyet kalemleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Buna göre 2023-2025 arasındaki dönemde eşit ağırlıklandırılmış brüt kar marjı %29,9 olarak gerçekleşmiştir. 2025 yılında %36,3 brüt kar marjı ile çalışılmasına rağmen projeksiyon dönemi brüt kar marjının %29,9 olarak gerçekleşeceği varsayılmaktadır.

İNA (Milyon TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	2026 B	2027 B	2028 B	2029 B	2030 B	Terminal Dönem
Satış Gelirleri*	3.924	6.071	8.622	11.655	16.399	21.203	25.848	30.157	31.664
Büyüme Oranı %		54,7%	42,0%	35,2%	40,7%	29,3%	21,9%	16,7%	5%
Satışların Maliyeti*	2.826	4.519	5.494	8.166	11.490	14.855	18.109	21.128	22.185
Brüt Kar Marjı* %	28,0%	25,6%	36,3%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%

*tablodaki değerler amortisman ve inşaat satış ve maliyetlerinden arındırılmıştır.

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

ii) Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışlagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı,

iii) Türk ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gelişmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği.

Bu varsayımların Şirket değerlemesini doğrudan etkileyen sonuçları vardır. Değerlemede ayrıca olağanüstü herhangi özel bir varsayımda bulunulmamıştır.

Şirket değerlemesi, değeri etkileyebilecek ilgili tüm faktörlerin dikkate alınması ile hesaplanır. Bu faktörler genellikle şunları içerir:

- İşletmenin geçmişi
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görüntüsü
- İşletmenin mali yapısı ve defter değeri
- İşletmenin kar yaratma kapasitesi
- İşletmenin, sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki halka açık şirketlerin piyasa değerleri ‘

3. FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN YÖNTEMLER

Şirket paylarının değerlendirme çalışması; SPK' nun III-62.1 "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında;

Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer belirlenmesi amacıyla ;

- a) Pazar Yaklaşımı, (Piyasa Çarpanları)
- b) Gelir Yaklaşımı, (İndirgenmiş Nakit Akımları İNA)

yöntemleri kullanılmıştır.

Pazar yaklaşımı; varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. Piyasa Çarpanları olarak da bilinen bu yöntem piyasa bazlı bir değerlendirme yöntemidir. Bu yöntem ile Şirkete benzer başka şirketler ya da Şirketin faaliyetleri ile ilgili pazarların piyasa çarpanları üzerinden Şirket değeri hesaplanmaktadır. Piyasa bazlı bir değerlendirme yöntemi olması sayesinde, değerlendirilen Şirketin piyasa şartlarındaki değerini göstermesi açısından önemli bir yöntemdir. Öte yandan piyasada volatilitenin yüksek olduğu dönemlerde çarpanlar da hızla değiştiğinden, Şirket değerlemesi de değişkenlik gösterebilmektedir.

Gelir yaklaşımı; gösterge niteliğindeki değerin, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. Bu yöntemin zayıf yönü geleceğe yönelik bir takım varsayımlar içermesidir. Bu varsayımların gerçekleşmemesi ya da öngörülerden sapması durumunda Şirket değeri de değişebilecektir.

Şirket'in özkaynak değerinin tespit edilmesinde Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi) ve Pazar Yaklaşımı (Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi) yöntemlerine yer verilmiştir. Değerleme metodolojileri sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiştir. Uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.

Şirket'in değerlemesinde Gelir Yaklaşımı kapsamında İNA yöntemi ile Şirket'in ileriye dönük yapmayı planladığı yatırımların ve bu yatırımların hasılat ve kârlılık katkısının değerlendirilmesine yansıtılması amacıyla 2026-2030 dönemini içeren projeksiyonlar kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiş olup 12.452.922.037 TL özkaynak değerine ulaşılmıştır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında ise BIST Ticaret (XTCRT) endeksine dahil olan şirketlerin, Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerin ve BIST Gıda, İçecek endeksinde yer alan şirketlerin 31.03.2026 itibarıyla son 12 aylık verileri üzerinden hesaplanan 15.06.2026 tarihli güncel çarpanları kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiş olup 13.599.652.068 TL özkaynak değerine ulaşılmıştır.

Nihai değer tespitinde Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı'na eşit ağırlık verilmiştir. Ayrıca söz konusu iki yaklaşım kapsamında değerlendirmeye alınmayan yatırım amaçlı gayrimenkul ekspertiz değeri %30 iskonto uygulanarak nihai değere dahil edilmiştir. Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerin ekspertiz değerleri, değerlendirilmesine %30 iskonto uygulanmak suretiyle dahil edilmiştir. Bu nedenle, söz konusu gayrimenkullerin değerinin ilgili kira geliri yaratma kapasitesini de içerdiği değerlendirilmiş; mükerrer değerlemeye yol açmamak adına, bu gayrimenkullerden elde edilen kira gelirleri ayrıca İndirgenmiş Nakit Akışları modelinde dikkate alınmamıştır. Bunun sonucunda Şirket'in ağırlıklı özkaynak değeri 13.821.976.774 TL, iskonto öncesi pay başına değeri ise 92,15 TL olarak hesaplanmıştır.

Ulaşılan değer %20 halka arz iskontosuna tabi tutulmuş ve iskontolu halka arz değeri 11.055.000.000 TL, iskontolu pay başına halka arz değeri ise 73,7 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemleri	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Özkaynak Değeri
Gelir Yaklaşımı (İNA Yöntemi)	12.452.922.037	50%	6.226.461.018
Pazar Yaklaşımı (Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi)	13.599.652.068	50%	6.799.826.034
BIST Benzer Şirketler	15.530.627.666	50%	
BIST Gıda, İçecek	15.281.641.831	25%	
BIST Ticaret	8.055.711.109	25%	
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Ekspertiz Değeri	1.136.699.602	70%	795.689.721
Ağırlıklı Özkaynak Değeri			13.821.976.774
Halka Arz Öncesi Sermaye			150.000.000
İskonto Öncesi Pay Değeri			92,15
%20 Halka Arz İskontosu Sonrası Pay Değeri			73,70
İskontolu Halka Arz Değeri			11.055.000.000
Sermaye Artırımı /Mevcut Sermaye (%)			20,0%
Sermaye Artırımı - Nominal			30.000.000
Yeni Sermaye TL			180.000.000
Ortak Satışı / Mevcut Sermaye (%)			4,3%
Ortak Satışı TL			6.500.000
Halka Arz Büyüklüğü Nominal TL			36.500.000
Halka Arz Büyüklüğü TL			2.690.050.000
Halka Açıklık Oranı			%20,3

SONUÇ

Şirketin 2026 yılsonu beklentileri ve 30.06.2026 tarihi itibari ile gerçekleşenleri özetleyen tablo aşağıdadır.

ÇİTLEKÇİ A.Ş.	31.12.2026 (T)	30.06.2026 (G)	Gerçekleşme Oranı %
Hasılat	11.655.492.785	5.267.041.871	45,2%
Satışların Maliyeti	8.166.028.119	3.556.734.567	43,6%
Brüt Kar	3.489.464.666	1.710.307.304	49,0%
Faaliyet Giderleri (Diğer Gelir/gider dahil)	1.703.063.967	836.925.859	49,1%
FAVÖK	1.786.400.699	873.381.445	48,9%

(T) : Değer Tespit Raporlarına göre tahmini dönem sonu rakam.

(G) : İlgili dönemde gerçekleşen (kamuoyuna açıklanan) rakam.

Gerçekleşme Oranı % : Fiyat Tespit Raporlarına göre şirketin dönem sonunda ulaşması öngörülen finansal verilere yaklaşma oranı

Hasılat : Fiyat tespit raporunda 2026 yılsonu satış hasılatı 11.655.492.785 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.06.2026 mali dönemi itibariyle gerçekleşen satış rakamı ise 5.267.041.871 TL olup Değer tespit raporu yılsonu tahmini değerinin %45,2 oranında gerçekleşmiştir.

Brüt Kar: Değer tespit raporunda 2026 yılsonu brüt karı 3.489.464.666TL olarak tahmin edilmiştir. 30.06.2026 mali dönemi itibariyle gerçekleşen brüt kar ise 1.710.307.304 TL olup Değer tespit raporu yılsonu tahmini değerinin % 49,0 oranında gerçekleşmiştir.

Faaliyet Giderleri: Fiyat Tespit raporunda 2026 yılsonu esas faaliyet giderleri 1.703.063.967 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.06.2026 mali dönemi itibariyle gerçekleşen esas faaliyet giderleri ise 836.925.859 TL olarak gerçekleşmiş olup Değer tespit raporu yıl sonu tahmini değerinin %49,1 oranında gerçekleşmiştir.

FAVÖK : Fiyat Tespit raporunda 2026 yılsonu FAVÖK 1.786.400.699 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.06.2026 mali dönemi itibariyle gerçekleşen FAVÖK ise 873.381.445 TL olarak gerçekleşmiş olup fiyat tespit raporu yıl sonu tahmini değerinin % 48,9 oranında gerçekleşmiştir.

Sonuç olarak halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan 2026 yılsonu varsayımlarının tutarlılığı 2026 yılı gerçekleşen rakamları ile teyit edilebilmektedir.

Saygılarımızla,

İlhan TUNÇ
Yönetim Kurulu Başkanı

Abdullah TUNÇ
Yönetim Kurulu Başkan Vekili