



**OFİS YEM GIDA SANAYİ TİCARET A.Ş.**  
**FİYAT TESPİT RAPORU**  
**10 Temmuz 2023**

 **Garanti BBVA**  
Yatırım

**GARANTİ YATIRIM**  
**MENKUL KIYMETLER A.Ş.**  
Nispetiye Mahallesi Barışın Bulvarı  
No:55 Kat:5 Kat:5 Kat:5  
34399 Beşiktaş/İSTANBUL  
Tel:0212 384 10 10

## İçindekiler

1. KISALTMALAR.....	3
2. GİRİŞ .....	5
3. İŞİN KAPSAMI .....	5
4. HALKA ARZ GEREKÇESİ .....	9
5. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİ .....	10
6. ŞİRKET'İN FAALİYET GÖSTERDİĞİ SEKTÖRLERDEKİ/PAZARLARDAKİ YERİ .....	15
7. ŞİRKET'İN FİNANSAL BİLGİLERİ .....	23
8. DEĞERLEME.....	32
9. DEĞERLEME SONUCU .....	58

## Kısaltmalar

KISALTMA VE TANIMLAR	
A.Ş.	Anonim Şirket
AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları ya da ABD\$	Amerika Birleşik Devletleri Para Birimi
Ana Hissedarlar	Galip YEŞİLBAŞ, Salih YEŞİLBAŞ, Agah MAMALOĞLU, Bekir TAŞKALDIRAN, Selim YEŞİLBAŞ, Muzaffer DAŞKIN, Ofis Holding A.Ş.
BİAŞ / Borsa / Borsa İstanbul / BİST	Borsa İstanbul A.Ş.
Bağımsız Denetim Raporu	RSM Turkey Arkan Ergin Uluslararası Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanan 1 Ocak - 31 Aralık 2020, 1 Ocak - 31 Aralık 2021 hesap dönemlerine ait konsolide finansal tablolar ve özel bağımsız denetçi raporları ve A-1 Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanan 1 Ocak 2022 - 31 Aralık 2022, 1 Ocak - 31 Mart 2023 hesap dönemine ait konsolide finansal tablolar ve özel bağımsız denetçi raporu
CapitalIQ	S&P platformu veri tabanı
CEO	Şirket'teki en üst düzey idari yönetici (Chief Executive Officer)
CFR	Navlun Ödenmiş Halde Teslim (Cost and Freight)
CIF	Masraflar, Navlun, Sigorta Ödenmiş Halde Teslim (Cost, Insurance and Freight)
CIP	Taşıma Ücreti, Sigorta Ödenmiş Teslim (Carriage and Insurance Paid To)
Covid-19	Koronavirüs Hastalığı / Covid-19 Pandemisi
Esas Sözleşme	Şirket Esas Sözleşmesi
DAP	Belirlenen Yerde Teslim (Delivered at Place)
DDP	Gümrük Vergileri Ödenmiş Halde Teslim (Delivered Duty Paid)
ERP	Kurumsal Kaynak Planlaması (Enterprise Resource Planning)
EXW	İhracatçının İş Yerinde Teslim (Ex Works)
FAO	Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Örgütü
FOB	Gemi Bordasında Teslim (Free on Board)
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar
FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar
Garanti BBVA Yatırım	Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Genel Kurul	Şirket Genel Kurulu
GSYH	Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
HACCP	Tehlike Analizi ve Kritik Kontrol Noktaları (Hazard Analysis and Critical Control Points)
Halka Arz Edenler / Satan Ortaklar	Halka arzda mevcut ortak satışı gerçekleştiren Galip YEŞİLBAŞ, Salih YEŞİLBAŞ ve Selim YEŞİLBAŞ
Halka Arz Edilecek Paylar	Şirket'in sermaye artırımından kaynaklanan 16.250.000 adet B Grubu pay ve Galip YEŞİLBAŞ'a ait 2.600.000 adet, Salih YEŞİLBAŞ'a ait 2.600.000 adet ve Selim YEŞİLBAŞ'a ait 1.300.000 adet pay

	olmak üzere toplam 22.750.000 TL nominal değerli 22.750.000 adet hamiline yazılı B grubu pay
Halka Arza Aracılık Eden Yetkili Kuruluş	Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Halka Arza Aracılık Yetki Sözleşmesi	Şirket paylarının halka arzına aracılık edilmesi, aracılığın türü ve kapsamı, aracılık komisyonu ve masrafları ve halka arz satış usulü ve dağıtımına ilişkin hususların düzenlenmesi amacıyla Halka Arza Aracılık Eden Yetkili Kuruluş ile Şirket ve Halka Arz Eden Ortaklar arasında 10.04.2023 tarihinde akdedilen sözleşme
İhraççı / Şirket / Ofis Yem	Ofis Yem Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.
ID , İşletme Değeri	Tanımı UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 20.3.a.'da verilen bir işletmedeki toplam özsermaye değerine borç ve borç benzeri yükümlülüklerin değerinin eklenmesi ile bulunan değerden, bu yükümlülükleri karşılamak için bulundurulmuş tüm nakit veya nakit benzerlerinin çıkarılması ile elde edilen değer
İş Kanunu	10/06/2003 tarihli ve 25134 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 4857 sayılı İş Kanunu
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KDV	Katma Değer Vergisi
Kişisel Verilerin Korunması Kanunu	7/4/2016 tarihli ve 29677 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Kişisel Verilerin Korunması Kanunu
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsü
Kg	Kilogram
KKO	Kapasite Kullanım Oranı
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
OSB	Organize Sanayi Bölgesi
Ofis Acay	Ofis Acay Gıda Tarım Hayvancılık Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
Pay Tebliği	Kurul'un VII-128.1 sayılı Pay Tebliği
S12A	Son On İki Ay
Satış Tebliği	Kurul'un II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği
SMMM	Serbest Muhasebeci Mali Müşavir
SPK, Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
T.C.	Türkiye Cumhuriyeti
TCMB / Merkez Bankası	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TMS/TFRS	Türkiye Muhasebe Standartları / Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TTK	Türk Ticaret Kanunu
TTSG	Türk Ticaret Sicil Gazetesi
UDS	Uluslararası Değerleme Standartları
UMS	Uluslararası Muhasebe Standartları
Yönetim Kurulu	Şirket'in Yönetim Kurulu



istihdam etmektedir. Garanti BBVA Yatırım'ın 10.04.2023 tarihinde imzalanan "Halka Arz Aracılık Yetki Sözleşmesi" dışında değerlemeye konu Şirket ile önemli bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır.

İşbu fiyat tespit raporunu hazırlayan ekip 7 yılın üzerinde danışmanlık ve kurumsal finansman tecrübesine ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge No: 922148) sahibi Garanti BBVA Yatırım Kurumsal Finansman Yöneticisi Taylan Özgür Toprak tarafından yönetilmiştir.

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

Bu değerlendirme raporu Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Üyeleri'nin; birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kurallarını ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır. Bu kapsamda aşağıda sıralanan ilkelere uyulmuştur;

- Yapılan değerlendirme çalışmasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek biçimde yürütülmüştür. Değerleme kapsamında kurulan ilişkilerde ve gerçekleştirilen çalışmalarda doğru beyana dayalı, meslek kurallarına uygun, zamanında ve eksiksiz hareket edilerek güveni zedeleyici hareketlerden özenle kaçınılmıştır.
- Değerleme çalışmaları yürütülürken bağımsız ve tarafsız olunmuştur. Bağımsızlığa ve tarafsızlığa gölge düşürebilecek teklif veya taleplerde bulunulmamıştır ve bu yöndeki teklif veya talepler kabul edilmemiştir.
- Değerleme görevinin planlanması, yürütülüp sonuçlandırılması ve değerlendirme raporunun hazırlanması safhalarında gerekli mesleki özen ve titizlik gösterilmiştir.
- Değerleme kapsamında sahip olunan maddi, teknolojik ve beşeri kaynaklar etkin ve verimli şekilde kullanılmıştır.
- Değerleme çalışması yürütülürken mesleki faaliyetler haksız rekabete yol açmayacak şekilde meslek adabı dikkate alınmıştır. Ticari amaçlarla birlikte toplumsal yarar ve çevreye saygı da gözetilmiştir.

#### Müşteri ve diğer tüm kullanıcılar:

Bu rapor Ofis Yem ve Garanti BBVA Yatırım arasında 10.04.2023 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Yetki Sözleşmesi kapsamında hazırlanmıştır.

Bu rapor ve içinde yer alan veriler VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin hükümleri uyarınca kamuya açıklanacaktır ancak bu raporun muhatabı Ofis Yem olarak kalacaktır.

#### Değerlemesi yapılacak varlık:

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

#### Değerleme para birimi:

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

Değerlemenin amacı:

Bu rapor, halka arz edilecek Ofis Yem paylarının satış fiyatının payların nominal değerinden yüksek olmasından dolayı, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak görüş bildirmek dışında hiçbir amaca hizmet etmemektedir.

Kullanılan değer esası:

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde Pazar Yaklaşımı ile Gelir Yaklaşımı yöntemlerinden olan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi dikkate alınmıştır.

Değerleme tarihi:

Değerleme tarihi aynı zamanda rapor tarihi de olan 10 Temmuz 2023'tür.

Değerlemeyi gerçekleştirenin işinin niteliği ve kapsamı ile konuya ilişkin kısıtlamalar:

Yapılan değerlendirme çalışması kapsamında Garanti BBVA Yatırım tarafından genel kabul görmüş denetim standardına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışması yapılmamıştır.

Değerleme kapsamında kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup bu bilgilerin güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Tarafımızca Ofis Yem ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespiti de yapılmamıştır. Garanti BBVA Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında, Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda Garanti BBVA Yatırım'ın herhangi bir sorumluluğu da bulunmamaktadır. Muhataplarca değerlendirme yapılırken, raporda ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir.

Garanti BBVA Yatırım değerlendirme çalışmasındaki analizlerine esas verilerin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte Garanti BBVA Yatırım elde edilmiş bilgi ve belgelerin doğru olduğunu taahhüt edememektedir.

Elde edilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları düşünülen verilere göre hazırlanan bu raporda, verilerin benimsenmesinde gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler dolayısıyla Şirket değerinin öngörülen şekilde oluşmaması halinde Garanti BBVA Yatırım ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır.

Değerlemeyi gerçekleştirenin dayanak olarak kullandığı bilgilerin nitelikleri ve kaynakları:

Raporda kullanılan veriler değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen Şirket yönetiminin sağladığı bilgilere, RSM Turkey Arkan Ergin Uluslararası Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından TMS/TFRS kapsamında denetimden geçirilmiş 31.12.2020 ve 31.12.2021 ve A-1 Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından TMS/TFRS kapsamında denetimden geçirilmiş 31.12.2022 ve 31.03.2023 raporlama dönemleri için hazırlanan denetim raporlarına, Rasyonet, CapitalIQ ve Bloomberg veri tabanlarına, kamuya açık olan kaynaklardan edilen bilgilere ve bulgulara dayanmaktadır.

Garanti BBVA Yatırım olarak, Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan etmekle birlikte, tarafımızla paylaşılan bilgilerin doğru olmadıklarının ortaya çıkması halinde Garanti BBVA Yatırım ve çalışanlarınca herhangi bir sorumluluk kabul edilmeyecektir.

**Önemli ve/veya anlamlı varsayımlar ve/veya özel varsayımlar:**

Değerleme kapsamında Pazar Yaklaşımını temsilen Benzer Şirketler Değerleme Çarpanı Yöntemi ve Gelir Yaklaşımını temsilen ise İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi kullanılmıştır. Belirtilen yöntemler özelinde yapılan varsayımlar raporun ilerleyen bölümlerinde sunulmuştur.

Raporda şirketlerin ve varlıkların hiçbir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda değerlendirme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir.

**Hazırlanan raporun türü:**

Fiziki olarak hazırlanan bu rapor Ofis Yem paylarının halka arzından önce dijital olarak KAP'da yayımlanacaktır.

**Kullanım, dağıtım veya yayımlanma kısıtlamaları:**

İşbu rapor, muhatabı olan Ofis Yem'in dahili kullanımı ve halka arz işlemiyle ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır. VII-128.1 sayılı Pay Tebliği hükümleri gereğince KAP'da yayımlanacak olan bu rapor Garanti BBVA Yatırım'ın yazılı izni olmadan, kısmen veya tamamen yayımlanamaz, çoğaltılamaz veya dağıtılamaz.

**Değerlemenin Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak yapıldığının teyit edilmesi:**

İşbu rapor kapsamında yapılan değerlendirme çalışmaları Ofis Yem paylarının halka arzı kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi tarafından 2017 yılında yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'nın (<https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>) izin verdiği ölçüde uyumlu olarak hazırlanmıştır.



## Halka Arz Gerekçesi

Şirket paylarının halka arzı ile kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Şirket'in mevcut pay sahiplerinden ortaklardan Galip Yeşilbaş'ın sahip olduğu 2.600.000 TL, Salih Yeşilbaş'ın sahip olduğu 2.600.000 TL ve Selim Yeşilbaş'ın sahip olduğu 1.300.000 TL, toplam 6.500.000 TL nominal değerli 6.500.000 adet payın halka arz kapsamında satılması sonucunda Şirket herhangi bir gelir elde etmeyecektir.

Şirket, sermaye artışı kapsamında ihraç edeceği 16.250.000 TL nominal değerli 16.250.000 adet yeni payın ihracı yoluyla elde edeceği halka arz gelirini ağırlıklı olarak Şirket'in mevcut kredilerinin bir kısmının kapatılmasında kullanarak finansal borcun azaltılmasında, net işletme sermayesi ihtiyacının finansmanında ve yatırım harcamaları için kullanmayı planlamaktadır.

Toplamda 22.750.000 TL nominal değerli 22.750.000 adet payın halka arz kapsamında satılması planlanmaktadır. Bu durumda halka arz büyüklüğü, 22.750.000 TL nominal değerli 22.750.000 adet payın halka arz fiyatıyla çarpılması sonucunda bulunacak tutara tekabül edecektir.

Halka arz gelirinin, makul bir ekonomik veya finansal gerekçeye dayanmak koşuluyla verilen aralıklar içerisinde kalınmasına özen gösterilerek, %50-60'ının finansal borçların kapatılmasında, %10-20'sinin Şirket'in net işletme sermayesi ihtiyacının finansmanı kapsamında ve %15-20'sinin yatırım harcamalarında kullanılması planlanmaktadır.

## Şirket Hakkında Genel Bilgi

### Ortaklık Yapısı

İhraççı tarafından gerçekleştirilen son genel kurul toplantı tarihi olan 17.03.2023 tarihi ve İzahname tarihi itibarıyla, İhraççı'nın sermayesinde veya toplam oy hakkı içinde payları doğrudan ve dolaylı olan gerçek ve tüzel kişiler aşağıda gösterilmiştir:

#### Şekil 1 Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi

Ortağın; Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	Sermaye Payı			
	Son Genel Kurul (17.03.2023)		Son Durum (İzahname tarihi itibarıyla)	
	(TL)	(%)	(TL)	(%)
Ofis Holding A.Ş.	19.500.000	15	19.500.000	15
Galip Yeşilbaş	26.000.000	20	32.500.000	25
Bekir Taşkaldıran	16.250.000	12,5	16.250.000	12,5
Muzaffer Daşkın	13.000.000	10	1.300.000	1
Agah Mamaloğlu	16.250.000	12,5	21.450.000	16,5
Salih Yeşilbaş	26.000.000	20	26.000.000	20
Selim Yeşilbaş	13.000.000	10	13.000.000	10
<b>Toplam</b>	<b>130.000.000</b>	<b>100</b>	<b>130.000.000</b>	<b>100</b>

Ortağın; Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	Oy Hakkı			
	Son Genel Kurul (17.03.2023)		Son Durum (İzahname tarihi itibarıyla)	
	Oy Hakkı	(%)	Oy Hakkı	(%)
Ofis Holding A.Ş.	19.500.000	15	19.500.000	8,33
Galip Yeşilbaş	26.000.000	20	94.900.000	40,55
Bekir Taşkaldıran	16.250.000	12,5	31.850.000	13,61
Muzaffer Daşkın	13.000.000	10	1.300.000	0,55
Agah Mamaloğlu	16.250.000	12,5	47.450.000	20,27
Salih Yeşilbaş	26.000.000	20	26.000.000	11,11
Selim Yeşilbaş	13.000.000	10	13.000.000	5,5
<b>Toplam</b>	<b>130.000.000</b>	<b>100</b>	<b>234.000.000</b>	<b>100</b>

Kaynak: Şirket, İzahname

## Şekil 2 Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi

Ortağın; Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	Sermaye Payı			
	Son Genel Kurul (17.03.2023)		Son Durum (İzahname tarihi itibarıyla)	
	(TL)	(%)	(TL)	(%)
Galip Yeşilbaş	32.501.300	25	39.001.300	30
Salih Yeşilbaş	32.501.300	25	32.501.300	25
Bekir Taşkaldıran	19.498.700	15	19.498.700	15
Agah Mamaloğlu	19.498.700	15	26.698.700	18,99
Muzaffer Daşkın	13.000.000	10	1.300.000	1
Selim Yeşilbaş	13.000.000	10	13.000.000	10
<b>Toplam</b>	<b>130.000.000</b>	<b>100</b>	<b>130.000.000</b>	<b>100</b>

Ortağın; Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	Oy Hakkı			
	Son Genel Kurul (17.03.2023)		Son Durum (İzahname tarihi itibarıyla)	
	Oy Hakkı	(%)	Oy Hakkı	(%)
Galip Yeşilbaş	32.501.300	25	101.401.300	43,33
Salih Yeşilbaş	32.501.300	25	32.501.300	13,88
Bekir Taşkaldıran	19.498.700	15	35.098.700	14,99
Agah Mamaloğlu	19.498.700	15	50.698.700	21,66
Muzaffer Daşkın	13.000.000	10	1.300.000	0,55
Selim Yeşilbaş	13.000.000	10	13.000.000	5,59
<b>Toplam</b>	<b>130.000.000</b>	<b>100</b>	<b>234.000.000</b>	<b>100</b>

Kaynak: Şirket, İzahname

2021 yılında şirket sermayesi, 20.000.000 TL'den 130.000.000 TL'ye artırılmıştır. Bahsi geçen sermaye artırımını 30.06.2021 tarihinde tescil edilmiş ve 30.06.2021 tarihli ve 10360 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.

### Faaliyetler Hakkında Genel Bilgiler

Şirket'in ana faaliyet konusu, her türlü canlı hayvan için vitaminli ve normal yemlerin imalatı, yem imalatı için gerekli olanlar başta olmak üzere işlenmiş veya işlenmemiş ham maddelerin toptan veya perakende alımı, satımı, ithalatı ve ihracatıyla iştigal etmektir. Şirket, 1997 yılında Ankara'da 75 ton/saat üretim kapasitesine sahip Çubuk fabrikasını satın alarak faaliyetlerine başlamıştır. 2010 yılında Kars'ta 35 ton/saat üretim kapasitesine sahip ikinci bir yem fabrikası alınıp üretime başlanmıştır. 2012 yılında ise Manisa Salihli'de üçüncü yem fabrikası satın alınmış olup yenileme ve kapasite artışı amacıyla yapılan yatırımlar ile beraber Salihli'deki fabrikanın kapasitesi 40 ton/saat'e ulaşmıştır. Söz konusu fabrikanın şu anki üretim kapasitesi 60 ton/saat seviyesindedir. Talep karşılanması adına 2015 yılında Sincan OSB'de, 2017

yılında ise Adana ilinde fason üretime başlanmıştır. Sincan OSB'deki fason yem üretimi kapasitesi 36 ton/saat, Adana'daki fason yem üretimi kapasitesi ise 45 ton/saat seviyesindedir.

Ankara Çubuk fabrikasında 15.178 m<sup>2</sup> alan üzerine kurulu 6.100 m<sup>2</sup> kapalı alanda 9.000 ton ham madde stoklanıp saatte 75 ton/saat üretim yapılmaktadır. Tesiste 4 adet pelet pres hattında 3 farklı ürün aynı anda üretilebilmekte ve 3 paketleme hattı ve bir dökme hattından üretilen ürünlerin sevkiyatı sağlanmaktadır.

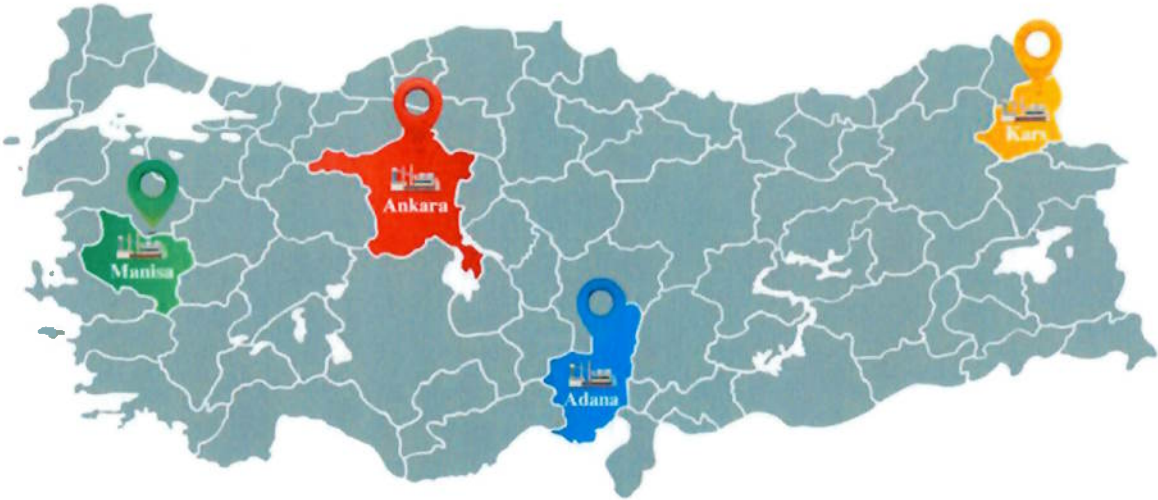
Kars fabrikasında 35 ton/saat üretim yapılmaktadır. 2 pelet pres hattında 2 farklı ürün aynı anda üretilebilmekte ve 3 paketleme hattından sevkiyat yapılmaktadır.

Manisa Salihli fabrikasında 13.895 m<sup>2</sup> alanda 5.500 ton ham madde stoklanabilmekte ve saatte 60 ton/saat üretim yapılmaktadır. Fabrikada 4 adet pelet pres hattından 4 farklı ürün aynı anda üretilebilmekte, 3 paketleme hattı ve bir dökme hattından üretilen ürünlerin sevkiyatı sağlanmaktadır.

Adana Yüreğir'deki 45 ton/saat sevkiyat kapasitesine sahip tesiste 10.000 ton ham madde stoklanabilmektedir. Adana OSB'de devam eden yatırım faaliyete geçtiğinde bu fason fabrikadaki üretim sonlandırılacaktır.

2020 yılından itibaren Ankara Sincan'da fason üretim yaptırılmaktadır. Tesiste 25.000 ton ham madde stok alanı bulunmaktadır. 36 ton/saat üretim ve sevkiyat kapasitesine sahiptir.

2022 yıl sonu itibarıyla Şirket'te beyaz yaka çalışan sayısı 98, mavi yaka çalışan sayısı 160 olmak üzere toplamda 258 kişi çalışmaktadır.



### Sekil 3 Şirket'in Fabrika Bazında Üretim Kapasiteleri

Fabrika Bazında Üretim Kapasiteleri (ton)	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2022 31.03.2023
Adana (Fason)	38.400	38.400	38.400	9.600
Çubuk	540.000	540.000	540.000	135.000
Kars	-	161.700	161.700	40.425
Salihli	288.000	288.000	374.400	108.000
Sincan (Fason)	144.000	144.000	144.000	36.000
<b>Toplam Üretim Kapasitesi</b>	<b>1.172.100</b>	<b>1.172.100</b>	<b>1.258.500</b>	<b>329.025</b>

Kaynak: Şirketten alınan TFRS uyumlu veriler

### Sekil 4 Şirket'in Fabrika Bazında Kapasite Kullanım Oranları

Fabrika Bazında Kapasite Kullanım Oranları (%)	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2022 31.03.2023
Adana (Fason)	%80,4	%84,3	%83,4	%66,5
Çubuk	%61,7	%53,3	%59,3	%60,1
Kars	-	%43,1	%38,1	%46,0
Salihli	%55,9	%59,4	%44,9	%44,1
Sincan (Fason)	%32,9	%62,5	%58,6	%47,0
<b>Ortalama</b>	<b>%48,8</b>	<b>%55,5</b>	<b>%52,9</b>	<b>%51,9</b>

Kaynak: Şirketten alınan TFRS uyumlu veriler

### Sekil 5 Şirket'in Ürün Grupları Bazında Satış Miktarları

Ürün Gruplarına Göre Satışlar (ton)	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2022 31.03.2023
Besi Yemi	393.695	458.485	477.679	115.488
Buzağı Yemi	39.734	41.203	36.006	10.379
Kanatlı Yemi	1.362	2.090	1.224	172
Küçükbaş Yemi	7.225	12.309	11.739	3.900
Süt Yemi	130.290	136.978	139.393	40.691
Ticari Mal	247.959	624.596	783.072	203.295
<b>Toplam Satışlar</b>	<b>820.265</b>	<b>1.275.661</b>	<b>1.449.113</b>	<b>373.925</b>

Kaynak: Şirketten alınan TFRS uyumlu veriler

31 Mart 2023 itibarıyla Ofis Yem'in satışlar içerisinde en çok paya sahip ürün grubu ticari mallardan sonra besi yemi grubudur. Besi yemini sırasıyla süt yemi ve buzağı yemi takip etmektedir. Ofis Yem'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.03.2023 tarihlerinde sona eren finansal dönemlerine ilişkin ana ürün grupları ile net satışlarının gelişimi aşağıdaki tablolarda verilmektedir:

#### Sekil 6 Ürün Gruplarına Göre Satışlar

Ürün Gruplarına Göre Satışlar (TL)	01.01.2020	01.01.2021	01.01.2022	01.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Besi Yemi	605.994.673	1.052.066.333	2.572.577.996	736.664.309
Buzağı Yemi	66.601.676	101.235.995	209.298.264	68.537.584
Kanatlı Yemi	2.854.241	5.887.644	8.476.579	1.429.648
Küçükbaş Yemi	11.958.939	29.689.251	67.037.452	26.228.959
Süt Yemi	222.143.685	344.384.776	797.867.717	270.509.586
Ticari Mal	397.346.954	1.654.438.155	4.051.419.780	1.170.657.843
İade ve İskontolar (-)	(7.694.927)	(18.672.914)	(97.592.038)	(19.937.866)
<b>Net Satışlar</b>	<b>1.299.205.241</b>	<b>3.169.029.240</b>	<b>7.609.085.750</b>	<b>2.254.090.063</b>

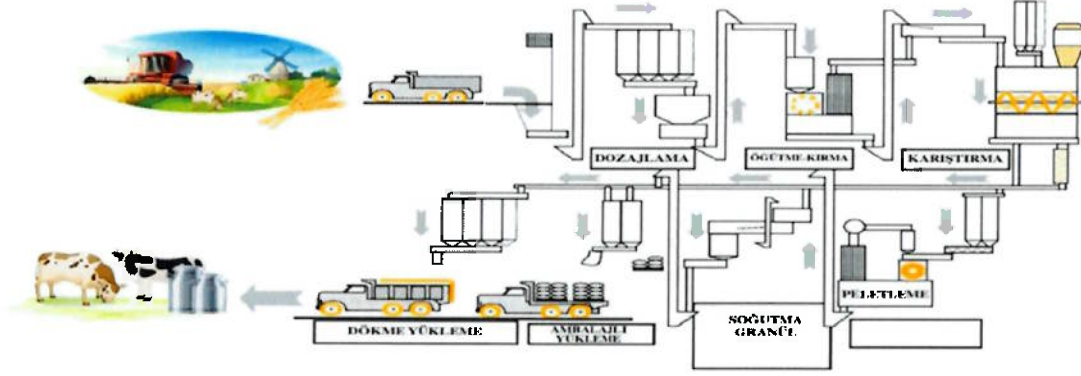
Kaynak: Şirketten alınan TFRS uyumlu veriler

Şirket, yem üretiminde ham madde olarak hububatlar, un, nişasta, meyve posası vb. gıda sanayi üretim atıklarını kullanmakta olup işbu ham maddeleri yurt içi ve yurt dışı tedarikçilerden temin etmektedir. Şirket, 10'u ana ham madde olmak üzere toplamda 50'ye yakın ham maddenin yurt içi ve yurt dışı fiyatlarını hayvan besleme uzmanlarından oluşan formülasyon ekibine haftalık şekilde bildirmektedir. Formülasyon ekibi ise gerekli yem formüllerini ve üretim tonajlarını dikkate alarak miktar bazında projeksiyon hazırlamaktadır.

Ofis Yem mevcut ürünlerinin çeşitliliği ile birçok farklı sektörde faaliyet gösteren müşterilere satış yapmaktadır. Ofis Yem'in satış faaliyetine konu olan 7 farklı ham madde çeşidi bulunmaktadır. Bunlar sırasıyla tahıl grupları, yağ fabrikaları yan ürünleri, nişasta ve etanol yan ürünleri, çeltik ve bakliyat fabrikaları yan ürünleri, un sanayi yan ürünleri, şeker fabrikaları yan ürünleri ve katkı maddeleridir. Şirket, tedarik edilen ham maddelerin kaliteli ve sürdürülebilir olması için menşei çeşitliliğini artırarak Amerika kıtasında, Asya kıtasında, Avrupa kıtasında ve Karadeniz ülkelerinde doğrudan kaynağında anlaşmalar yapmaktadır. Alım ve satımda teslim şekli ise Incoterms'in belirlemiş olduğu EXW-FOB-CFR-CIF-CIP-DAP-DDP teslimi ve yurt içi milli şeklindedir. Müşteri yapısı ağırlıklı olarak yem fabrikaları, aracı ithalatçı firmalar, yurt içi zahireciler, hayvan çiftlikleri ve yem bayilerinden oluşmaktadır. Ofis Yem, ürettiği yem mamulü yanında ham maddelerin ticaretini de yapmaktadır.

Şirket'in yem üretim süreci aşağıda gösterilmiştir:

Şekil 7 Süreç Akış Diyagramı



### Ana Ürün Grupları ve Üretim Tesisleri

Karma yemler; hayvanların ağız yoluyla beslenmesi amacıyla kullanılan işlenmiş, kısmen işlenmiş ve yem katkı maddeleri ile de zenginleştirilmiş en az iki yem ham maddesinin karışımı ile oluşan ürünler şeklinde tanımlanmaktadır. Büyükbaş ve küçükbaş yetiştiriciliğinde karma yemlere tamamlayıcı yemler de denilmektedir. Kanatlı beslemede ise karma yemler tam yem olarak tanımlanmaktadır. Yem sektöründe karma yem kavramı çok daha geniş bir şekilde ele alınmaktadır. Ofis Yem'in üretimini ve satışını gerçekleştirmekte olduğu besi, buzağı, küçükbaş, süt ve kanatlı yemleri karma yem kategorisinde sınıflandırılmaktadır.

Karma yem sektörü, insan gıdası olarak kullanılan veya kullanılmayan ürünleri değerlendirerek hayvansal proteine dönüştüren önemli bir ara sanayi koludur. Bu özelliği dolayısıyla karma yem sanayi bitkisel üretim ile hayvansal üretim arasında bir köprü görevi görmektedir. Bitkisel üretimden elde edilen hububatlar, yağlı tohumlar ve bunların değerlendirildiği un, nişasta, yağ, etanol ve gıda yan ürünü olan kepek, yağlı tohum küspeleri, damıtma sanayi posa ve artıkları gibi birçok yan ürün; vitamin ve mineraller gibi yem katkılarıyla karıştırılıp karma yeme dönüştürülmektedir.

Karma yem, hayvansal ürünlere olan talebin artışına bağlı olarak gelişim göstermiştir. Dünyada sınırlı olan yem kaynaklarının en verimli şekilde kullanılması ihtiyacı, hayvan besleme bilimindeki ilerlemeler, karma yem sektöründeki bilginin ve teknolojinin gelişmesini teşvik etmiştir. Günümüzde karma yemler, yemden yararlanmayı en üst seviyeye çıkararak, hayvanların refah ve sağlık durumları korunacak şekilde hayvanlardan maksimum performansı almayı sağlayabilecek bilgisayar destekli en gelişmiş otomasyon sistemleri ile üretilmektedir.

### Ham madde kabul ve numune alma

Üretim süreci ham madde alımı ile başlamaktadır. Fabrikalara ulaşan yem ham maddelerinin numuneleri kalite kontrol ekipleri tarafından sonda yardımıyla veya çeşitli ekipmanlar ile alınır.

### Laboratuvar analizi

Ham maddelerin istenilen kalite standartlarını sağlayıp sağlamadıklarının tespit edilmesi amacıyla ham maddeler fabrikaların her birinde bulunan laboratuvarlarda yağ, kül ve protein gibi analizlerden geçirilirler. İstenilen standartlara sahip yem ham maddeleri fabrikalara kabul edilir ve ilgili ham maddeye ait bilgiler kayıt altına alınır.

### Depolama

Fabrikalara kabul edilen ham maddeler depolanacak ise yatay depolara veya silolara; direkt üretimde kullanılacak ise fabrika içerisindeki dozajlama silolarına alınır. Depolarda bekleme süresinde ham maddelerin teslim alındığı tarihteki kalite standartlarının depolama süresi boyunca korunması hedeflenmektedir. Ayrıca, bu hammadeler belirli periyotlarda laboratuvarlarda kontrolden geçer.

### Dozajlama

Fabrika içerisindeki dozajlama silolarında bulunan ham maddelerin tartımı, üretilecek yemin hangi ham maddelerden oluştuğunu ve ham maddelerin ne kadar kullanılacağını belirten reçetelere göre insan müdahalesi olmadan ERP'ye bağlı bilgisayar kontrollü sistemlerde otomatik olarak yapılır.

### Öğütme - kırma

Dozajlaması tamamlanan ham maddelerin değirmenlerde öğütülerek benzer boyuta evrilmesi ve hayvan sindirimi için daha uygun hale getirilmesi amaçlanır.

### Karıştırma

Değirmenlerde öğütülen ham maddeler daha sonra mikserlere aktarılarak burada homojen bir karışım elde edilmesi için ortalama 3-4 dakika karıştırılır. Farklı dozajlama ekipmanlarından tartımı yapılan vitamin, mineral ve yağ gibi bazı ham maddeler ise direkt olarak mikserde karışım esnasında katılır. Karışım sonrası yem toz form olarak hazırdır. Toz yem talebine göre direkt paketleme – yükleme bölümüne gönderilir. Fakat talebin büyük çoğunluğu pelet ve granül formda olduğu için büyük oranda üretilen toz yemler bir sonraki aşama olan presleme için pelet preslerine transfer edilir.

### Peletleme

Mikserden sonra toz formda olan yem, peletleme öncesi kondisyonerlerde buhar ile ısıtılma işlemi tabii tutularak belirli bir süre tavllanır. Tavlama işlemi sonrası pelet preslerine gelen yem, preslerde bulunan disk ve ruloların basınç etkisi ile belirli çaptaki disk deliklerinden geçerek sıkıştırma etkisi ile preslenerek şekil alır.

Preslerden sonra soğutuculara gelen yemin hava yardımı ile soğutularak belirli bir sıcaklığa gelmesi sağlanır. Preslerden çıkan yem pelet olarak mamul silolarına transfer edilir. Granül



yem talebine göre pelet yemler granül makinasına gönderilip kırılarak granül formuna getirilir.

#### Ambalajlama – sevkiyat

Hazır olan toz, pelet ve granül formda olan yemler karışmayacak şekilde ayrı ayrı mamul silolarına gönderilir. Daha sonra mamul silolardan siparişlere göre 50 kg'lık çuvallar halinde veya ambalajsız ve doğrudan dökme olarak taşıma araçlarına yüklenerek müşterilere ulaştırılır.

### **Şirket'in Faaliyet Gösterdiği Sektörlerdeki/Pazarlardaki Yeri**

*“İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan sektörel bilgiler dipnotlarda kaynak olarak paylaşılmakta olan raporlar çerçevesinde düzenlenip yazılmış olup, söz konusu raporlara baz olan veriler ve kaynaklar üzerinde Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. detaylı bir inceleme gerçekleştirmemiştir.”*

Her türlü canlı hayvan için vitaminli ve normal yemlerin imalatı, yem imalatı için gerekli olanlar başta olmak üzere işlenmiş veya işlenmemiş ham maddelerin toptan veya perakende alımı, satımı, ithalatı ve ihracatıyla iştigal eden Ofis Yem, karma yem sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket'in içinde bulunduğu karma yem sektörü; hububatlar, yağlı tohumlar gibi bitkisel üretimden elde edilen, değirmencilik, nişastacılık, şeker yan ürünleri, yağlı tohum küspeleri gibi gıda sektöründen elde edilen ürünleri hayvan ihtiyaçlarına göre işleyip vitamin, mineraller ve premiksler ile karıştırarak hayvancılık sektörünün kullanımına sunan bir endüstridir. Ofis Yem'in ürettiği yem ürünleri 4 adet ana gruptan oluşmaktadır. Bunlar; besi yem grupları, süt yem grupları, kuzu başlangıç, kuzu büyütme, toklu besi, koyun süt ve keçi sütü ürünlerinden oluşan küçükbaş yem grupları ile etli piliç yemi, etli civciv yemi, yumurta civciv yemi ve gezen tavuk ürünlerinden oluşan kanatlı yem gruplarıdır.

#### **A) Dünyada Karma Yem Sektörü**

Karma yem sektörü, hayvansal ürünlere olan talebin artışına paralel olarak gelişim göstermiştir. Dünyada sınırlı olan yem kaynaklarının en verimli şekilde kullanılması ihtiyacı, hayvan besleme bilimindeki gelişmeler, karma yem sektöründeki bilginin ve teknolojinin gelişmesini teşvik etmiştir. Günümüzde karma yemler, hayvanlardan maksimum performansı almayı sağlayabilecek bilgisayar destekli otomasyon sistemleri ile üretilmektedir. Dünyada karma yemin ve karma yem sektörünün geçirmiş olduğu evreler, 1800'lü yılların sonlarına doğru kurulan fabrikaların üretimiyle başlamıştır. Karma yem sanayisinde üretim ve ticaretteki gelişmeler ve düzenlemelere yönelik ilk uygulamalar, 1916 ve 1920 yıllarında yaşanmıştır. İlk yasal düzenlemelerin yapıldığı ABD'de ve Almanya'da karma yem üretimi, 1975 yılından itibaren tamamen bilgisayar kontrollü üretim hatlarına sahip olan fabrikaların kurulmaya başlamasıyla hızlı bir gelişme sağlamıştır. Bu gelişmelerle beraber, son yıllarda karma yem; üretim aşamalarının tümü izlenebilen, üretim süreci ve enerji tüketimi kontrol edilebilen, içeriği isteğe göre düzenlenebilen ve herhangi bir mikrobik bulaşmaya meydan vermeden pazara sunulabilen bir ürün haline gelmiştir.

Günümüzde sağlıklı ve güvenli gıda üretiminde önemli bir yere sahip olan karma yem sanayisi, başta tarımsal faaliyetler olmak üzere birçok sektöre hizmet etmektedir. Dünya karma yem üretimine bakıldığında 1975 yılında 300 milyon ton seviyelerinde olan üretim seviyesi 1990 yılına kadar her yıl ortalama olarak yaklaşık %6 büyüyerek 1990 yılında 537 milyon tona ulaşmıştır. Karma yem sektörünün bu büyüme hızı 1990-2010 yılları arasında bir miktar azalma göstermiş ve büyüme oranı yıllık %2 seviyelerine gerilemiştir. Ancak dünya karma yem üretiminin 2010 yılından sonra hızlı bir büyüme trendine girdiği ve yıllık büyümenin %6'yı geçtiği görülmüştür.<sup>3</sup>

2021 yılı itibarıyla dünyada 1,2 milyar civarında karma yem üretimi olmuştur. Türkiye ise aynı yıl 28 milyon ton ile dünyada 7.sırada yer almış ve Avrupa'nın en çok yem üreten ülkesi konumuna gelmiştir.<sup>4</sup> Bu yemler ağırlıklı olarak hububatlar ve yağlı tohumlardan meydana gelmektedir.<sup>5</sup>

Son yıllarda, çiftlik hayvanlarında, süt ürünlerinde ve balık da dahil olmak üzere küresel ölçekte hayvansal protein talebinde devam eden bir artış gözlemlenmektedir. Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Örgütü (FAO), 2050 yılına kadar gıda talebinin %60 oranında artacağını, 2010 ile 2050 yılları arasında ise hayvansal protein üretiminin yılda yaklaşık %1,7 oranında artacağını öngörmektedir.<sup>6</sup>

Dünya üzerinde bölgelere göre karma yem üretimleri aşağıda tablo ve grafikte milyon ton olarak gösterilmiştir:

Bölge	2012	2017	2018	2019
Afrika	30,3	39,1	40,7	43,7
Asya- Pasifik	356,5	381,1	384,5	363,2
Avrupa	208,4	267,1	278,8	279,2
Latin Amerika	137	160,7	164,3	167,9
Ortadoğu	25,4	27	27,6	26
Kuzey Amerika	188,1	194,6	232,2	236
Okyanusya	0	0	10,7	10,5
Toplam	945,8	1.069,7	1.138,2	1.126,5

Kaynak: TAGEM - Yem Sektör Politika Belgesi 2020-2024

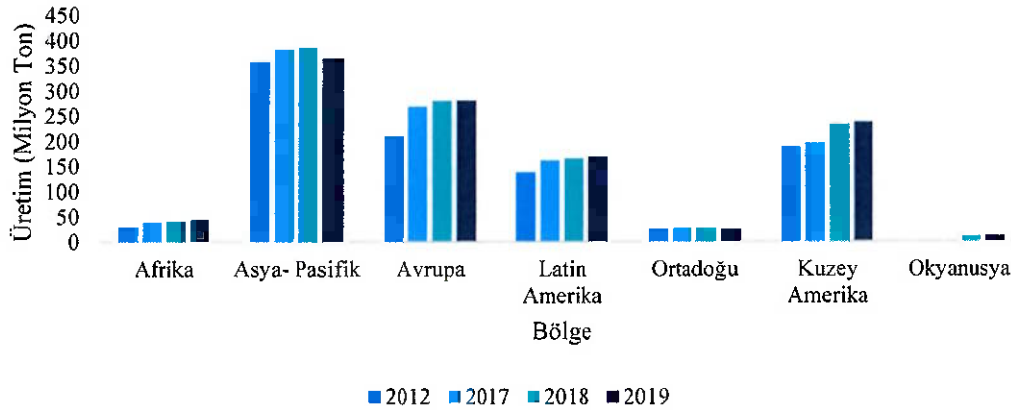
<sup>3</sup> Türkiye Yem Sanayicileri Birliği, 2019 Karma Yem Sanayi Raporu

<sup>4</sup> <https://ifif.org/global-feed/statistics/>

<sup>5</sup> <https://www.yem.org.tr/DosyaMerkezi/Dergi/yem%20magazin%20say%C4%B1%2095/95.pdf>. Aralık 2022 Sayı 95

<sup>6</sup> <https://ifif.org/global-feed/statistics/>

## Dünya Karma Yem Üretimi



2018 yılı verilerine göre dünya karma yem üretiminde Çin 1. sırada yer almaktadır. Aynı dönemde Türkiye karma yem üretiminde dünya genelinde 7., AB'de ise 1. sırada yer almıştır. 2019 yılı itibarıyla ise karma yem üretimi en çok Asya-Pasifik, Avrupa ve Kuzey Amerika ülkelerinde gerçekleşmektedir.<sup>7</sup>

### B) Türkiye'de Karma Yem Sektörü

Karma yemler, ağırlıklı olarak büyük-küçükbaş, kanatlı ve balık yemleri olarak üretilmekte, bunun yanı sıra at yemi, kemirgen yemi, pet yemleri gibi üretimler de yapılmaktadır. Üretildikten sonra piyasaya arz edilen yemler ise genellikle büyükbaş ve küçükbaş yemleridir. Türkiye'de karma yem sektöründeki gelişmeler 1956 yılında Yem Sanayii Türk A.Ş.'nin kurulmasıyla başlamıştır. Yem Sanayii Türk A.Ş. hayvancılığın gelişmesi ve hayvansal verimin çoğaltılması için gerekli olan tam ve tamamlayıcı özellikte karma yemler üretmek amacıyla kurulan ve o zamanki adıyla Tarım ve Köyişleri Bakanlığı'na bağlı bir iktisadi devlet kuruluşudur. Yem Sanayii Türk A.Ş.'ye ait ilk yem fabrikaları 1958 yılında Ankara ve Konya'da faaliyete başlamıştır. Yem Sanayii Türk A.Ş. bir yandan kısa sürede kendi fabrikalarını işletmeye açarken, bir yandan da özel sektörü özendirme amacıyla özel sektör firmalarıyla ortaklıklar kurmuş ve 1989 yılında kendisine ait fabrika sayısını 26'ya çıkarmıştır. Bahsedilen 26 fabrikanın 13'ü ülkenin Batı bölgelerinde 13'ü ise Doğu Anadolu Bölgesi'nde faaliyet göstermiştir. 1960-1989 yılları arasında kuruluşun karma yem üretim kapasitesi ise 28 bin ton/yıl'dan 700 bin ton/yıl'a yükselmiştir. Yem Sanayii Türk A.Ş., Türkiye'de %100'ü özelleştirilen ilk KİT olarak, tüm yem fabrikalarını özelleştirme kapsamında satın 1996 yılından itibaren yem sanayisinden çekilmiştir. Bu tarihten itibaren karma yemin tamamı özel sektörlerde üretilmeye başlanmıştır. Karma yem sektöründeki ilk fabrikalar tamamen insan gücüne dayalı bir şekilde faaliyet gösterirken sonrasında fabrikalarda bilgisayar kontrollü otomasyon sistemlerine geçilmiştir.

Türkiye yem sektörünün regülasyonu ile kullanılan ham madde ve üretilen yemlerde gerekli kontrollerin yapılması amacıyla 1973 yılında 1734 sayılı Yem Kanunu ve bu kanuna bağlı Yem Yönetmeliği yürürlüğe girmiş, bu kanun ve yönetmelikteki görevleri yürütmek üzere ise Yem Tescil ve Kontrol İşleri Dairesi kurulmuştur. Bu ilk mevzuata göre karma yemler devlet

<sup>7</sup> Türkiye Yem Sanayicileri Birliği, 2019 Karma Yem Sanayii Raporu

tarafından belirlenen kriterlere göre tescil edilmiş ve piyasaya arzına izin verilmiştir. Daha sonra ise AB'ye girme sürecinin de etkisiyle Türkiye'de mevzuatlar AB ile uyumlu hale getirilmeye başlanmıştır. Yem Kanunu 2010 yılında AB'ye uyumlu hale getirilerek "Veteriner Hizmetleri, Bitki Sağlığı, Gıda ve Yem Kanunu" adıyla yayınlanmıştır. Bu yeni kanunun ve yönetmeliklerinin yürürlüğe girmesi ile birlikte yemlerin kalite kriterleri devlet tarafından etiket beyanına dayalı olarak kontrol edilmeye başlanmış ancak hayvan ve insan sağlığına yönelik denetimler ise daha çok önem kazanmıştır. Yem güvenilirliğini tesis etmeye yardımcı olan iyi üretim uygulamaları, HACCP, izlenebilirlik gibi yeni sistemler sektörcü benimsenerek uygulanmaya başlanmıştır.<sup>8</sup>

Türkiye karma yem sektörü, 1995-2019 yılları arasında tarım sektörünün genel büyümesinden daha hızlı bir büyüme kat etmiştir. Tarım sektörü 1995'ten 2019'a her yıl ortalama %2 büyürken karma yem sanayi her yıl ortalama %8 büyümüştür. Yine tarım sektörü son 5 yılda her yıl ortalama %4 büyürken karma yem sanayii ise her yıl ortalama %9 büyümektedir.<sup>9</sup>

Yem üretimlerindeki artış 2000'li yıllarda da kendisini göstermiştir. Ancak 2001 yılında yaşanan ekonomik kriz ve 2008 yılındaki kuraklık, yem üretimlerinin bir önceki yıla göre düşmesine neden olmuştur. 2000-2005 yılları arasında karma yem üretimleri artışı beş yılda sadece %3 olmuşken bu oran 2005-2010 yılları arasında %68'e yükselmiştir. 2010-2015 yılları arasında üretim artışı daha da hızlanmış ve bu beş yıllık dönemde %75'e ulaşmıştır.

YILLAR İTİBARIYLA TÜRKİYE KARMA YEM ÜRETİMİ (TON) VE DEĞİŞİMİ (%)											
	KANATLI YEMLERİ			BÜYÜK VE KÜÇÜKBAS YEMLERİ			DİĞER YEMLER			TOPLAM KARMA YEMLER	
	Miktar	Değişim	Pay	Miktar	Değişim	Pay	Miktar	Değişim	Pay	Miktar	Değişim
	Ton	(%)	(%)	Ton	(%)	(%)	Ton	(%)	(%)	Ton	(%)
2010	4.962.054	20	43	6.301.645	23	55	237.424	31	2	11.501.123	22
2011	5.581.390	12	42	7.279.252	16	55	301.698	27	2	13.162.340	14
2012	5.953.696	7	41	8.078.771	11	56	456.073	51	3	14.488.539	10
2013	6.370.673	7	40	9.127.412	13	57	463.783	2	3	15.961.867	10
2014	7.132.257	12	40	10.441.933	14	58	429.425	-7	2	18.003.616	13
2015	9.109.087	28	45	10.426.661	0	52	569.234	33	3	20.104.983	12
2016	8.309.272	-9	41	11.501.556	10	56	591.025	4	3	20.401.852	1
2017	8.882.908	7	40	12.905.804	12	58	629.621	7	3	22.418.332	10
2018	9.766.923	10	40	13.741.988	6	57	635.578	1	3	24.144.489	8
2019	10.034.794	3	40	14.076.212	2	56	828.110	30	3	24.939.117	3
2020	10.033.796	0	38	15.115.019	7	58	1.123.451	36	4	26.272.266	5
2021	10.165.410	1	38	15.505.173	3	57	1.333.415	19	5	27.003.998	3
2022	10.565.469	4	39	15.036.046	-3	55	1.528.133	15	6	27.129.648	0

Kaynak: <https://yem.org.tr/DosyaMerkezi/istatistikler/grupkarma2.xls>

<sup>8</sup> Türkiye Yem Sanayicileri Birliği, 2019 Karma Yem Sanayii Raporu

<sup>9</sup> Türkiye Yem Sanayicileri Birliği, 019 Karma Yem Sanayii Raporu

2020, 2021 ve 2022 yıllarına bakıldığında ise toplam karma yem miktarları sırasıyla 26.272.266 ton, 27.003.998 ton ve 27.129.648 tondur.

Türkiye Karma Yem Fabrikalarının Yıllara Göre Sayıları, Kapasiteleri ve KKO'ları						
Yıl	Faal Fabrika	Faal Kapasite	KKO Tek Vardiya			KKO Çift Vardiya %
	Adet	Değişim	Miktar (Bin ton/yıl)	Değişim	Değişim	
2010	465	0	13.496	2	85	42,6
2011	478	3	14.400	7	91	45,7
2012	471	1	15.308	6	95	47,3
2013	492	4	15.970	4	100	50
2014	508	3	16.500	3	100	54,6
2015	521	3	17.341	5	100	58
2016	515	-1	17.480	1	100	58,4
2017	515	0	17.480	0	100	64,1
2018	525	2	18.263	4	100	66,1

Kaynak: Gıda ve Kontrol Genel Müdürlüğü Kayıtları

TÜRKİYE ORTALAMA YEM SATIŞ FİYATLARI										
Yem Cinsleri	2017		2018		2019		2020		2021	
	Fiyat	Değ.	Fiyat	Değ.	Fiyat	Değ.	Fiyat	Değ.	Fiyat	Değ.
	(TL/Kg)	(%)	(TL/Kg)	(%)	(TL/Kg)	(%)	(TL/Kg)	(%)	(TL/Kg)	(%)
Etlük Piliç Yemi	1,384	16	1,793	30	2,076	16	2,719	31	4,54	67
Yum. Tav. Yemi	1,22	14	1,536	26	1,722	12	2,185	27	3,312	52
Süt Yemi	0,979	17	1,266	29	1,435	13	1,767	23	2,76	55
Besi Yemi	0,913	14	1,148	26	1,332	16	1,643	23	2,55	55

**YEM CİNSLERİNE GÖRE KARMA YEM ÜRETİMLERİ (TON)**

Yem Cinsleri	2017		2018		2019		2020		2021	
	Ton	(%)	Ton	(%)	Ton	(%)	Ton	(%)	Ton	(%)
Etlik Cıvcıv Yemi	1.657.409	9,1	1.955.015	18,0	1.823.271	(6,7)	1.810.886	(0,7)	1.934.035	6,8
Etlik Piliç Yemi	3.096.580	1,6	3.351.102	8,2	3.539.938	5,6	3.586.640	1,3	3.608.939	0,6
<b>Toplam Broiler Yemleri</b>	<b>4.753.989</b>	<b>4,1</b>	<b>5.306.118</b>	<b>11,6</b>	<b>5.363.209</b>	<b>1,1</b>	<b>5.397.526</b>	<b>0,6</b>	<b>5.542.974</b>	<b>2,7</b>
Yumurta-Cıvcıv Yemi	215.881	17,3	173.212	(19,8)	166.943	(3,6)	141.368	(15,3)	150.815	6,7
Piliç Büyütme Yemi	149.631	20,6	130.886	(12,5)	141.238	7,9	99.757	(29,4)	126.421	26,7
Piliç Geliştirme Yemi	99.800	26,5	91.119	(8,7)	76.943	(15,6)	69.114	(10,2)	77.620	12,3
Kafes Tavuğu Yemi	1.719.070	28,6	1.859.413	8,2	2.080.774	11,9	1.688.035	(18,9)	1.984.519	17,6
Yumurta Yemi	1.185.273	(3,9)	1.346.213	13,6	1.362.543	1,2	1.718.481	26,1	1.322.405	(23,0)
<b>Toplam Yumurta Yemleri</b>	<b>3.369.655</b>	<b>13,9</b>	<b>3.600.844</b>	<b>6,9</b>	<b>3.828.441</b>	<b>6,3</b>	<b>3.716.754</b>	<b>(2,9)</b>	<b>3.661.780</b>	<b>(1,5)</b>
Damızlık Tavuk Yemi	564.036	(6,5)	622.937	10,4	607.765	(2,4)	671.940	10,6	732.839	9,1
Hindi Yemi	180.086	10,9	222.942	23,8	206.975	(7,2)	211.558	2,2	195.173	(7,7)
Diğer Kanatlı	15.140	(19,7)	14.083	(7,0)	28.404	101,7	36.017	26,8	32.645	(9,4)
<b>Toplam Diğer Kanatlı Yemleri</b>	<b>759.263</b>	<b>(3,3)</b>	<b>859.961</b>	<b>13,3</b>	<b>843.144</b>	<b>(2,0)</b>	<b>919.515</b>	<b>9,1</b>	<b>960.656</b>	<b>4,5</b>
<b>Kanatlı Yemler Toplamı</b>	<b>8.882.908</b>	<b>6,9</b>	<b>9.766.923</b>	<b>10,0</b>	<b>10.034.794</b>	<b>2,7</b>	<b>10.033.796</b>	<b>0,0</b>	<b>10.165.410</b>	<b>1,3</b>
Kuzu-Buzağı Yemi	1.174.667	13,7	1.199.779	2,1	1.164.463	(2,9)	1.299.774	11,6	1.339.284	3,0
Besi Yemi	5.060.781	20,1	5.537.775	9,4	5.922.314	6,9	6.368.137	7,5	6.698.431	5,2
Süt Yemi	6.254.798	6,0	6.541.435	4,6	6.617.733	1,2	7.096.602	7,2	7.246.725	2,1

Diğer BB KB Yemleri	415.559	17,2	463.000	11,4	371.702	(19,7)	350.506	(5,7)	220.732	(37,0)
<b>BB. ve KB. Yemler Toplamı</b>	<b>12.905.804</b>	<b>12,2</b>	<b>13.741.988</b>	<b>6,5</b>	<b>14.076.212</b>	<b>2,4</b>	<b>15.115.019</b>	<b>7,4</b>	<b>15.505.173</b>	<b>2,6</b>
Balık Yemi	512.761	11,2	446.078	(13,0)	588.883	32,0	634.371	7,7	652.813	2,9
Diğer Yemler	116.860	(10,0)	189.500	62,2	239.227	26,2	489.081	104,4	680.602	39,2
<b>Diğer Yemler Toplamı</b>	<b>629.621</b>	<b>6,5</b>	<b>635.578</b>	<b>0,9</b>	<b>828.110</b>	<b>30,3</b>	<b>1.123.452</b>	<b>35,7</b>	<b>1.333.415</b>	<b>18,7</b>
<b>Genel Toplam</b>	<b>22.418.332</b>	<b>9,9</b>	<b>24.144.489</b>	<b>7,7</b>	<b>24.939.117</b>	<b>3,3</b>	<b>26.272.266</b>	<b>5,3</b>	<b>27.003.998</b>	<b>2,8</b>

Kaynak: Gıda ve Kontrol Genel Müdürlüğü Kayıtları

### Şirket'in sektördeki/pazardaki avantajları/dezavantajları

#### Avantajlar:

Şirket, sermaye yapısı ve üretim kapasitesinin yanı sıra üretilen ürünlerin günlük sevk edilmesi sayesinde stokların ham madde olarak bulunması ve aynı zamanda ticari mal olarak da hemen satışa sunulabilme özellikleri sayesinde Türkiye yem pazarında avantajlı bir konumdadır.

Şirket'in mevcut müşterileri ile uzun yıllardır devam eden iş ilişkileri bulunmaktadır.

Şirket'in fabrikalarının ülkenin farklı konumlarında olması navlun maliyetlerini azaltıp ham maddeye ulaşımı kolaylaştırarak rekabet avantajı sağlamaktadır.

Ürün portföyü ve satış kanalları çeşitliliği: Şirket'in ürün yelpazesinin geniş olması her konumdaki müşteri portföyünün ihtiyaçlarını kolayca karşılamasına imkân vermektedir.

Üretim tesisleri ve teknoloji altyapısı: Üretim tesisleri emeğe dayalı olmaktan ziyade, makine ve teknoloji altyapısına dayalı olarak oluşturulmuştur. Fabrikaların farklı yerlerde konumlandırılmış olması sayesinde ürünler üreticilere daha hızlı ve daha az maliyetli bir şekilde ulaştırılabilmektedir.

#### Dezavantajlar:

Mevsimsel ve iklimsel etkiler (kuraklık vb.) rekolteyi olumsuz etkilemekte ve ham madde maliyetlerinin artmasına sebep olabilmektedir.

Sektördeki oluşabilecek salgın hastalıklar da hayvan sağlığını ve gelişim performansını olumsuz yönde etkileyebilmektedir.

Türkiye yem sektöründe kullanılan ham maddelerin yaklaşık %50'lik kısmı ithal edilmektedir. Bu nedenle kurlardaki ani ve hızlı değişimler maliyetlere doğrudan yansımaktadır.

Ham maddelerin yoğun olarak tedarik edildiği noktalardaki küresel karışıklıklar (savaş, salgın hastalık vb.) tedarik imkanını ve süresini olumsuz etkileyebilmektedir.

## Şirket'in Finansal Bilgileri

Şirket'in 2020, 2021 yılları için RSM Turkey Arkan Ergin Uluslararası Bağımsız Denetim A.Ş. ve 2022 yılı, 31.03.2023 dönemi için A-1 Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanan TMS/TFRS kapsamında bağımsız denetimden geçirilmiş mali tablolarına göre gelir tablosu aşağıda verilmektedir:

Şekil 8 Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	01.01.2020	01.01.2021	01.01.2022	01.01.2022	01.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Hasılat	1.299.205.241	3.169.029.240	7.609.085.750	1.544.704.167	2.254.090.063
Satışların Maliyeti (-)	(1.198.404.713)	(2.879.977.080)	(6.945.937.268)	(1.394.492.671)	(2.053.740.444)
<b>BRÜT KAR / ZARAR</b>	<b>100.800.528</b>	<b>289.052.160</b>	<b>663.148.482</b>	<b>150.211.496</b>	<b>200.349.619</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	(9.172.193)	(13.108.728)	(25.704.337)	(4.590.121)	(10.152.521)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(32.737.315)	(58.013.475)	(128.899.526)	(30.069.976)	(38.213.955)
Diğer Gelirler	47.331.593	28.379.300	54.306.813	24.585.784	29.051.553
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(41.194.878)	(87.851.671)	(53.029.213)	(31.679.082)	(16.775.560)
<b>ESAS FAALİYET KARI / ZARARI</b>	<b>65.027.735</b>	<b>158.457.586</b>	<b>509.822.219</b>	<b>108.458.101</b>	<b>164.259.136</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	47.682.620	41.448.897	56.024.996	11.218.188	11.977.537
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(18.289)	(1.118.698)	(46.348)	-	(81.705)
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları (Zararları) ve Değer Düşüklüğü Zararlarının İptalleri	-	-	(6.709.003)	-	(1.340.069)
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların (Zararlarındaki) Paylar	(10.647.747)	-	-	-	-
<b>FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ</b>	<b>102.044.319</b>	<b>198.787.785</b>	<b>559.091.864</b>	<b>119.676.289</b>	<b>174.814.899</b>



<b>FAALİYET KARI / ZARARI</b>					
Finansman Gelirleri	2.440.960	10.946.224	12.876.841	2.448.021	3.015.627
Finansman Giderleri (-)	(36.324.021)	(87.862.086)	(262.533.679)	(33.579.431)	(70.348.874)
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI / ZARARI</b>	<b>68.161.258</b>	<b>121.871.923</b>	<b>309.435.026</b>	<b>88.544.879</b>	<b>107.481.652</b>
Dönem Vergi Gideri	(10.322.170)	(29.099.934)	(54.768.565)	(17.431.297)	(2.012.582)
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	(2.689.475)	(7.009.310)	66.703.905	(3.350.356)	(20.658.044)
<b>DÖNEM KARI / ZARARI</b>	<b>55.149.613</b>	<b>85.762.679</b>	<b>321.370.366</b>	<b>67.763.226</b>	<b>84.811.026</b>
Dönem Kar Dağıtımı	55.149.613	85.762.679	321.370.366	67.763.226	84.811.026
<i>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</i>	-	231.264	9.279.327	2.428.233	3.859.073
<i>Ana Ortaklık Payları</i>	55.149.613	85.531.415	312.091.039	65.334.993	80.951.953
Pay Başına Kazanç	0,42	0,66	2,40	0,50	0,62

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.03.2023 itibarıyla sona eren finansal dönemlere ait ana kategoriler bazında satışlarının gelişimi ile üretim ve satış miktarları aşağıdaki tablolarda verilmektedir:

**Şekil 9 Ürün Bazında Satış Gelişimi**

Ürün Gruplarına Göre Satışlar (TL)	01.01.2020	01.01.2021	01.01.2022	01.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Besi Yemi	605.994.673	1.052.066.333	2.572.577.996	736.664.309
Buzağı Yemi	66.601.676	101.235.995	209.298.264	68.537.584
Kanatlı Yemi	2.854.241	5.887.644	8.476.579	1.429.648
Küçükbaş Yemi	11.958.939	29.689.251	67.037.452	26.228.959
Süt Yemi	222.143.685	344.384.776	797.867.717	270.509.586
Ticari Mal	397.346.954	1.654.438.155	4.051.419.780	1.170.657.843
İade ve İskontolar (-)	(7.694.927)	(18.672.914)	(97.592.038)	(19.937.866)
<b>Net Satışlar</b>	<b>1.299.205.241</b>	<b>3.169.029.240</b>	<b>7.609.085.750</b>	<b>2.254.090.063</b>

Kaynak: Şirketten alınan TFRS uyumlu veriler

**Sekil 10 Ürün Bazında Satış Miktarı**

Ürün Gruplarına Göre Satışlar (ton)	01.01.2020	01.01.2021	01.01.2022	01.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Besi Yemi	393.695	458.485	477.679	115.488
Buzağı Yemi	39.734	41.203	36.006	10.379
Kanatlı Yemi	1.362	2.090	1.224	172
Küçükbaş Yemi	7.225	12.309	11.739	3.900
Süt Yemi	130.290	136.978	139.393	40.691
Ticari Mal	247.959	624.596	783.072	203.295
<b>Toplam Satış Miktarı</b>	<b>820.265</b>	<b>1.275.661</b>	<b>1.449.113</b>	<b>373.925</b>

Kaynak: Şirketten alınan TFRS uyumlu veriler

Yukarıdaki ürün bazında satış gelişimi tablosunda görüldüğü üzere, Ofis Yem'in mamul satışları içerisinde en fazla gelir elde ettiği ürün grubu olan besi yemi satışları 2021 yılında 2020'ye göre %74 oranında, 2022 yılında 2021 yılına göre %145 oranında artış göstermiştir. Besi yemi satışları 2020'den 2021'e miktarsal olarak %16 oranında, 2021'den 2022'e ise %4 artmıştır. 31.03.2023 itibarıyla besi yemi satışları 736.664.309 TL olarak gerçekleşmiştir.

Buzağı yemi satışları 2021 yılında 2020 yılına göre %52 oranında artış ve 2022 yılında 2021 yılına göre %107 oranında artış göstermiştir. Buzağı yemi satışları miktarsal olarak 2020 yılından 2021 yılına %4 oranında artmış, 2022 yılından 2021 yılına ise %13 azalmıştır. 31.03.2023 itibarıyla buzağı yemi satışları 68.537.584 TL olarak gerçekleşmiştir.

Kanatlı yemi satışları 2021 yılında 2020 yılına göre %106 oranında ve 2022 yılında 2021 yılına göre %44 oranında artış göstermiştir. Kanatlı yemi satışları miktarsal olarak 2020'den 2021'e %53 oranında artmış, 2021'den 2022'ye ise %41 azalmıştır. 31.03.2023 itibarıyla kanatlı yemi satışları 1.429.648 TL olarak gerçekleşmiştir.

Küçükbaş yemi satışları 2021 yılında 2020'ye göre %148 oranında ve 2022 yılında 2021 yılına göre %126 oranında artış göstermiştir. Küçükbaş yemi satışları miktarsal olarak 2020'den 2021'e %70 oranında artmış, 2021'den 2022'ye ise %5 azalmıştır. 31.03.2023 itibarıyla küçükbaş yemi satışları 26.228.959 TL olarak gerçekleşmiştir.

Süt yemi satışları 2021 yılında 2020'ye göre %55 oranında ve 2022 yılında 2021 yılına göre %132 oranında artış göstermiştir. Süt yemi satışları miktarsal olarak 2020'den 2021'e %5 oranında, 2021'den 2022'ye ise %2 artmıştır. 31.03.2023 itibarıyla süt yemi satışları 270.509.586 TL olarak gerçekleşmiştir.

Ticari mal satışları 2021 yılında 2020'ye göre %316 oranında ve 2022 yılında 2021 yılına göre %145 oranında artış göstermiştir. Ticari mal satışları miktarsal olarak 2020'den 2021'e %152 oranında, 2021'den 2022'ye ise %25 artmıştır. 31.03.2023 itibarıyla ticari mal satışları 1.170.657.843 TL olarak gerçekleşmiştir.

Ürün gruplarına göre satışların dağılımı aşağıda yer alan tabloda gösterilmektedir. Şirket'in ana faaliyet alanı olan besi yemi satışlarının toplam satışlar içindeki payı 2022 yılında bir önceki yıla göre artış gösterirken, diğer yem türlerinin toplam satışlar içindeki payı aynı dönemde düşüş göstermiştir. Besi yemi üretimi ve satışında güçlü bir konumda olan Şirket, süt ve küçükbaş yemlerinde de aynı başarıyı elde edip toplam yem satışındaki konumunu üst noktalara taşımayı hedeflemektedir.

**Şekil 11 Ürün Gruplarına Göre Satışlar**

Ürün Gruplarına Göre Satışlar				
	01.01.2020	01.01.2021	01.01.2022	01.01.2023
%	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Besi Yemi	%46,64	%33,20	%33,81	%32,68
Buzağı Yemi	%5,13	%3,19	%2,75	%3,04
Kanatlı Yemi	%0,22	%0,19	%0,11	%0,06
Küçükbaş Yemi	%0,92	%0,94	%0,88	%1,16
Süt Yemi	%17,10	%10,87	%10,49	%12,00
Ticari Mal	%30,58	%52,21	%53,24	%51,93
İade ve İskontolar (-)	%(0,59)	%(0,59)	%(1,28)	%(0,88)
<b>Net Satışlar</b>	<b>%100</b>	<b>%100</b>	<b>%100</b>	<b>%100</b>

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in karlılık oranlarını gösteren tablo aşağıda verilmektedir. Şirket'in karlılık oranları 2020'den 2022'ye iyileşme sergilemiş ve 2023 ilk 3 aylık dönem içinde de karlılıklardaki artış devam etmiştir. Karlılığın iyileşmesinde, pandemi süreci ve sonrasında nakliye ve tedarik zincirlerinde yaşanan değişime paralel olarak Ofis Yem'in ürünlerine yurt içi talebin artması etkili olmuştur. Daha geniş bir kitleye ulaşan Ofis Yem, ürünlerinin bilinirliğinin artması ve müşterilerinin talebine uygun olarak yüksek kaliteli ürünler üretebiliyor olması sayesinde Şirket'in pazarlık gücü yükselmiştir. Ofis Yem, gelir tablosunda esas faaliyetlerden diğer gelirler kaleminde dahil ettiği nakliye gelirlerini esas faaliyet karının içerisinde takip etmektedir. Şirket, kendi fabrikalarından başka bölgelere ürün taşıyan araçların geri dönüşünde ham madde taşıma ve sevkiyatından dolayı nakliye gelirleri yaratmaktadır, bu nedenle nakliye gelirleri esas faaliyet karı kalemine dahil edilmiştir.

**Şekil 12 Karlılık Analizi**

	01.01.2020	01.01.2021	01.01.2022	01.01.2023
TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Net Satışlar	1.299.205.241	3.169.029.240	7.609.085.750	2.254.090.063
Brüt Kar	100.800.528	289.052.160	663.148.482	200.349.619
<b>Brüt Kar Marjı</b>	<b>%7,76</b>	<b>%9,12</b>	<b>%8,72</b>	<b>%8,89</b>
Esas Faaliyet Karı	65.027.735	158.457.586	509.822.219	164.259.136
Nakliye Gelirleri	5.437.539	7.073.139	20.693.161	6.646.590
Düzeltilmiş Esas Faaliyet Karı	64.328.559	225.003.096	529.237.780	158.629.734
<b>Faaliyet Kar Marjı</b>	<b>%5,01</b>	<b>%5,00</b>	<b>%6,70</b>	<b>%7,29</b>
FAVÖK	67.729.291	162.118.613	520.022.852	167.506.730
<b>FAVÖK Kar Marjı</b>	<b>%5,21</b>	<b>%5,12</b>	<b>%6,83</b>	<b>%7,43</b>
Net Kar	55.149.613	85.762.679	321.370.366	84.811.026
<b>Net Kar Marjı</b>	<b>%4,24</b>	<b>%2,71</b>	<b>%4,22</b>	<b>%3,76</b>

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 2020, 2021 yılları için RSM Turkey Arkan Ergin Uluslararası Bağımsız Denetim A.Ş. ve 2022 yılı, 31.03.2023 dönemi için A-1 Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanan TMS/TFRS kapsamında bağımsız denetimden geçirilmiş mali tablolarına göre bilançosu aşağıda verilmektedir:

**Sekil 13 Bilanço**

<b>ÖZEL BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ FİNANSAL DURUM TABLOSU</b>				
<b>Finansal Durum Tablosu (TL)</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>31.12.2021</b>	<b>31.12.2022</b>	<b>31.03.2023</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	11.467.115	75.672.382	329.881.794	114.680.319
Finansal Yatırımlar	367.193	694.303	207.940.438	213.742.815
Ticari Alacaklar	310.338.844	600.262.539	1.176.666.671	1.542.191.364
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	37.385.748	55.864.325	152.082.078	262.042.066
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	272.953.096	544.398.214	1.024.584.593	1.280.149.298
Diğer Alacaklar	31.174.625	44.230.793	46.689.436	55.057.288
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	18.103.365	27.879.813	11.807.589	19.440.096
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	13.071.260	16.350.980	34.881.847	35.617.192
Stoklar	155.562.866	246.496.094	295.897.569	475.803.426
Canlı Varlıklar	113.742	-	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	24.030.935	41.311.352	125.071.174	235.206.717
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	46.792	-	60.243
Diğer Dönen Varlıklar	11.478.936	23.292.240	37.232.521	24.878.876
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>544.534.256</b>	<b>1.032.006.495</b>	<b>2.219.379.603</b>	<b>2.661.621.048</b>
Diğer Alacaklar	18.821	118.821	4.200	4.200
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	37.636.042	36.900.464	18.346.000	18.346.000
Maddi Duran Varlıklar	45.319.530	102.824.649	272.713.703	280.990.901
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	53.528	29.619	78.357	71.441
Ertelenmiş Vergi Varlığı	4.467.896	6.155.350	59.361.535	38.054.929
<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>87.495.817</b>	<b>146.028.903</b>	<b>350.503.795</b>	<b>337.467.471</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>632.030.073</b>	<b>1.178.035.398</b>	<b>2.569.883.398</b>	<b>2.999.088.519</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	229.488.770	400.450.347	927.626.008	942.549.425
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	5.918.097	36.269.380	184.097.465	260.160.886
Ticari Borçlar	101.395.081	315.684.148	431.473.939	681.438.868
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	11.910.318	20.724.498	16.354.202	112.510.552
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	89.484.763	294.959.650	415.119.737	568.928.316
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.342.871	2.036.394	4.715.089	8.599.549
Diğer Borçlar	14.084.002	28.683.497	9.836.364	5.306.382
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	14.084.002	28.480.694	9.836.364	5.306.382
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	-	202.803	-	-
Ertelenmiş Gelirler	39.158.018	34.413.434	100.552.721	105.745.704
- İlişkili Taraflara Ertelenmiş Gelirler	-	-	3.746.382	313.025

- İlişkili Olmayan Taraflara Ertelemiş Gelirler	39.158.018	34.413.434	96.806.339	105.432.679
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	4.068.780	6.088.718	2.442.348	2.004.434
Kısa Vadeli Karşılıklar	240.564	385.192	1.456.237	1.756.566
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	240.564	318.192	1.112.509	1.412.838
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	-	67.000	343.728	343.728
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	125.517	366.131	1.846.259	3.440.361
<b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>395.821.700</b>	<b>824.377.241</b>	<b>1.664.046.430</b>	<b>2.011.002.175</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	48.869.902	21.482.843	256.693.383	255.014.053
Diğer Borçlar	-	11.325	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.696.451	2.117.201	8.763.286	5.286.719
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	1.696.451	2.117.201	8.763.286	5.286.719
Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü	5.716.799	11.134.943	-	-
<b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>56.283.152</b>	<b>34.746.312</b>	<b>265.456.669</b>	<b>260.300.772</b>
Ödenmiş Sermaye	20.000.000	130.000.000	130.000.000	130.000.000
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletme Birleşmelerinin Etkisi	-	(23.590.906)	(23.590.906)	(23.590.906)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	14.664.739	46.020.527	72.346.293	74.418.663
- Maddi Duran Varlıkları Değerleme Artış / (Azalışları)	14.976.337	46.170.167	76.675.975	76.675.975
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazanç / (Kayıpları)	(311.598)	(149.640)	(4.329.682)	(2.257.312)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	5.334.419	12.532.243	12.540.171	27.994.901
Diğer Yedekler	-	27.864.817	-	-
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	84.776.450	22.728.239	107.374.995	404.011.304
Net Dönem Karı/Zararı	55.149.613	85.531.415	312.091.039	80.951.953
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	17.825.510	29.618.707	33.999.657
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>179.925.221</b>	<b>318.911.845</b>	<b>640.380.299</b>	<b>727.785.572</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>632.030.073</b>	<b>1.178.035.398</b>	<b>2.569.883.398</b>	<b>2.999.088.519</b>

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

### İşletme Sermayesi

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.03.2023 tarihlerinde sona eren finansal dönemlerde net işletme sermayesi aşağıdaki tabloda da sunulduğu üzere pozitifdir.

#### Sekil 14 İşletme Sermayesi

TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
A-Dönen Varlıklar	544.534.256	1.032.006.495	2.219.379.603	2.661.621.048
B-Kısa Vadeli Yükümlülükler	395.821.700	824.377.241	1.664.046.430	2.011.002.175
<b>A-B Net İşletme Sermayesi</b>	<b>148.712.556</b>	<b>207.629.254</b>	<b>555.333.173</b>	<b>650.618.873</b>
Hasılat	1.299.205.241	3.169.029.240	7.609.085.750	2.254.090.063
<b>Net İşletme Sermayesi / Hasılat</b>	<b>%11,45</b>	<b>%6,55</b>	<b>%7,30</b>	<b>%28,86</b>

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 31.03.2023 tarihi itibarıyla net işletme sermayesi 650.618.873 TL olup; işbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla en az 12 aylık bir dönem için yeterli işletme sermayesi bulunmaktadır. Şirket'in mevcut finansman imkanları ve nakit ve nakit kaynakları dikkate alındığında, Şirket yıllık olarak operasyonel ihtiyaçlarını karşılayabilecek düzeyde işletme sermayesi yaratabilmektedir. Halka arzdan elde edilmesi beklenen gelir ile devam eden %45'i tamamlanmış olan Adana fabrikası ile yapımına 2023/Mayıs ayında başlanan Bala GES Projesi tamamlanacaktır. Aynı zamanda borç stoğu azaltılarak yeni yatırımlar nedeniyle ortaya çıkması muhtemel ilave işletme sermayesi ihtiyacı karşılanacaktır.

#### Likidite ve Borçluluk

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.03.2023 tarihlerinde sona eren finansal dönemlerine ilişkin hazırlanan özet likidite analizi aşağıdaki tabloda verilmektedir. Aşağıdaki tabloda yer alan oranlar; 2020, 2021 yılları için RSM Turkey Arkan Ergin Uluslararası Bağımsız Denetim A.Ş. ve 31.12.2022, 31.03.2023 finansal dönemi için A-1 Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanan bağımsız denetim raporunda verilen konsolide bilançodaki ilgili kalemler baz alınmak suretiyle hesaplanmıştır. Şirket'in cari oranı son 3 senede 1,3'ün altına düşmemiştir. Aynı dönemde kaldıraç oranları ise mali tablo dönemler itibarıyla 0,7-0,8 seviyesindedir.

#### Sekil 15 Likidite ve Borçluluk Oranları

Önemli Rasyolar	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Cari Oran: (Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar)	1,38	1,25	1,33	1,32
Kaldıraç Oranı: (Kısa ve Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar/ Aktif Toplamı)	0,72	0,73	0,75	0,76
Özkaynaklar / Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler	0,40	0,37	0,33	0,32
Özsermaye Karlılığı (Net Kar/ Özkaynaklar)	0,31	0,27	0,50	0,12
Net Borç/ FAVÖK*	4,06	1,67	1,54	1,95

\* Karşılaştırılabilir olması açısından 31.03.2023 itibarıyla son 12 aylık FAVÖK rakamı kullanılmıştır.

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.03.2023'te sona eren finansal dönemlerine ilişkin hazırlanan özet borçluluk analizi aşağıdaki tabloda verilmektedir.

**Sekil 16 Borçluluk**

(TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Toplam Finansal Borçlar	284.276.769	458.202.570	1.368.416.856	1.457.724.364
Eksi: Nakit ve Nakit Benzerleri ve Finansal Yatırımlar	(11.834.308)	(76.366.685)	(537.822.232)	(328.423.134)
<b>Net Finansal Borç</b>	<b>272.442.461</b>	<b>381.835.885</b>	<b>830.594.624</b>	<b>1.129.301.230</b>
Toplam Özkaynak	179.925.221	318.911.845	640.380.299	727.785.572
<b>Net Finansal Borç/Özkaynak</b>	<b>1,51</b>	<b>1,20</b>	<b>1,30</b>	<b>1,55</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>67.030.115</b>	<b>228.664.123</b>	<b>539.438.413</b>	<b>580.572.141</b>
<b>Net Finansal Borç/FAVÖK*</b>	<b>4,06</b>	<b>1,67</b>	<b>1,54</b>	<b>1,95</b>

\* Karşılaştırılabilir olması açısından 31.03.2023 itibarıyla son 12 aylık FAVÖK rakamı kullanılmıştır.

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 2020, 2021 yılları için TMS/IFRS kapsamında bağımsız denetimden geçirilmiş mali tablolarına göre nakit akış tablosu aşağıda verilmektedir:

**Sekil 17 Nakit Akış Tablosu**

(TL)	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2022 31.03.2022	01.01.2023 31.03.2023
<b>A. İŞLETME FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI</b>	<b>(132.971.072)</b>	<b>15.197.093</b>	<b>(506.823.518)</b>	<b>(104.194.632)</b>	<b>(256.280.863)</b>
Dönem Net Karı / (Zararı) Mutabakatı ile İlgili Düzeltmeler	3.256.226	117.013.296	(51.906.533)	6.090.879	12.866.930
İşletme Sermayesinde Gerçekleşen Değişimler	(191.376.921)	(172.990.826)	(750.793.351)	(178.048.737)	(353.958.819)
Faaliyetlerden Elde Edilen Nakit Akışları	(132.971.072)	29.553.885	(481.329.518)	(104.194.632)	(256.280.863)
<b>B. YATIRIM FAALİYETLERİNDEN KAYNAKLANAN NAKİT AKIŞLARI</b>	<b>11.988.195</b>	<b>(59.181.171)</b>	<b>(117.077.256)</b>	<b>(6.678.131)</b>	<b>(11.517.876)</b>
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıkların Alımından Kaynaklanan Nakit Girişleri	109.618	4.272.582	8.892.502	(1.900.658)	1.732.363
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlıkların Alımından Kaynaklanan Nakit Çıkışları	(13.112.101)	(63.453.753)	(151.633.143)	(4.777.473)	(13.250.239)
Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerin Satışından Kaynaklanan Nakit Girişleri	-	-	25.663.385	-	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerin Alımından Kaynaklanan Nakit Çıkışları	(9.322)	-	-	-	-
İştiraklerin ve/veya İş Ortaklıklarının Pay Satışı veya Sermaye Azaltımı Sebebiyle Oluşan Nakit Girişleri	25.000.000	-	-	-	-
<b>C. FİNANSMAN FAALİYETLERİNDEN NAKİT AKIŞLARI</b>	<b>107.611.774</b>	<b>108.189.345</b>	<b>878.110.186</b>	<b>86.835.648</b>	<b>52.597.264</b>
Borçlanmadan Kaynaklanan Nakit Girişleri	118.286.669	173.925.801	3.546.571.673	109.545.324	91.600.950
Ödenen Faiz	(13.115.855)	(76.682.680)	(40.245.662)	(26.848.122)	(44.855.960)

Alınan Faiz	2.440.960	10.946.224	19.168.232	3.189.824	8.145.716
Diğer Nakit Girişleri	-	-	43.977.916	948.622	(2.293.442)
<b>YABANCI PARA ÇEVİRİM FARKLARININ ETKİSİNDEN ÖNCE NAKİT VE NAKİT BENZERLERİNDEKİ NET ARTIŞ (AZALIŞ)</b>	<b>(13.371.103)</b>	<b>64.205.267</b>	<b>254.209.412</b>	<b>(24.037.115)</b>	<b>(215.201.475)</b>
<b>NAKİT VE NAKİT BENZERLERİNDEKİ NET ARTIŞ (AZALIŞ)</b>	<b>(13.371.103)</b>	<b>64.205.267</b>	<b>254.209.412</b>	<b>(24.037.115)</b>	<b>(215.201.475)</b>
<b>DÖNEM BAŞI NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ</b>	<b>24.838.218</b>	<b>11.467.115</b>	<b>75.672.382</b>	<b>75.672.382</b>	<b>329.881.794</b>
<b>DÖNEM SONU NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ</b>	<b>11.467.115</b>	<b>75.672.382</b>	<b>329.881.794</b>	<b>51.635.267</b>	<b>114.680.319</b>

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

## Değerleme

### Değerleme Yöntemleri

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımının tamamı dikkate alınmıştır.

#### Maliyet Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.1. uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 70.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde nadiren uygulanmaktadır. 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 değerlendirme kapsamında dikkate alınmış fakat kullanılmamıştır.

#### 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 Akımları (İNA) yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

İNA yöntemi, şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratacağı varsayılan nakit akımlarının bugünkü değerlerine indirgenmeleri esasına dayanan bir değerlendirme yöntemidir.



İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin uzun vadeli potansiyelini de yansıtarak özgün değerini bulmaya odaklanır. Bunu yaparken de şirket özelindeki riskleri belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin en önemli dezavantajı, varsayımlara çok duyarlı olması dolayısıyla objektif bir değerlendirme yapmanın zorluğudur. Bu değerlendirme raporunda yer alan İNA değerlemesi kapsamında, Şirket'in stratejik hedefleri ve geçmiş yıllardaki performansı dikkate alınmış ve hem tonaj hem de hasılat bazında rakamlar gözden geçirilmiştir.

#### *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 değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu yaklaşımda UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 50.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması ve Ofis Yem paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceği olması nedeni ile değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında Şirket'in paylarının halka arz edileceği ve Şirket'in benzeri olan borsada işlem gören nitelikteki emsallerine ilişkin güvenilir bilgilerden istifade edilebileceği dikkate alınarak Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır.

#### **Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi**

Borsada işlem gören ve Şirket ile benzer alanlarda faaliyet gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak İşletme Değeri bulunabilmesi için Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında Şirket'e benzer alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Bu yöntem etkin işleyen spekülasyonun yapılmadığı durumlarda payların rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

UDS 104 Değer Esasları'nın "UDS Tanımlı Değer Esası – Pazar Değeri" başlığının altında yer alan madde 30.6 uyarınca değerlendirme yapılan varlık için mevcut verilere ve pazarla ilişkili koşullara göre en geçerli ve en uygun değerlendirme yönteminin veya yöntemlerinin tespit edilmesi gerekmektedir. Ek olarak UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.4 uyarınca değerlendirme çalışmasında yer alan bilgiler ve şartlar dikkate alındığında, özellikle tek bir yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat duyulduğu hallerde, değerlemeyi gerçekleştirenlerin bir varlığın değerlendirme için birden fazla değerlendirme yöntemi kullanmasına gerek olmadığı belirtilmektedir.

Bu doğrultuda mevcut şartlar dikkate alındığında değerlendirme için en geçerli ve en uygun yöntem olduğu düşünülen, doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edilen yöntemlerden Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamındaki İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. İD/FAVÖK çarpanına ek olarak yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin İD/FVÖK, İD/Satışlar, F/K ve PD/DD çarpanları da incelenmiş fakat aşağıdaki sebeplerden ötürü bu çarpanlar İD/FAVÖK çarpanı kadar güvenilir bulunmamıştır.

- İD/FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (Borsa'da işlem gören şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu dikkate değer bulunmuştur.
- Faaliyet gösterilen yem sektöründe şirketlerin duran varlık yatırımları hem tutar olarak hem de zamanlama açısından farklılıklar gösterebilmektedir. Bu durum benzer şirketlerin farklı seviyelerde amortisman giderlerine sahip olmalarına yol açmaktadır. Nakit olmayan amortisman giderlerinin faaliyet karı üzerindeki etkisini dikkate alması sebebiyle İD/FVÖK çarpanı değerlemede tercih edilmemiştir.
- Değerleme çalışması kapsamında incelenen benzer şirketler arasında Ofis Yem gibi ağırlıklı karma yem üreten firmaların yanında, diğer gıda çeşitlerini üreten firmalar bulunmaktadır. Aynı alt sektörde faaliyet gösteren şirketler arasında dahi kar marjları açısından farklılıklar olabilmektedir. Bunun sonucu olarak şirketler belli bir faaliyet karı seviyesine çok farklı hasılat rakamlarıyla ulaşabilmektedir. Bu sebeple İD/Net Satışlar çarpanı değerlemede tercih edilmemiştir.
- Benzer şirketlerin faaliyet gösterdiği ülkeler ve bu ülkelerdeki vergilendirme esasları farklılıklar göstermektedir. Ayrıca farklı ülkelerdeki farklı şirketler farklı fonlama alternatifleri üzerinden ciddi değişkenlik gösteren finansman koşulları altında operasyonlarına devam etmektedir. Şirketlerin net karları ve dolayısıyla özkaynakları üzerinde doğrudan etkisi olan bu durum, benzer şirketlerin F/K ve PD/DD çarpanları üzerinden karşılaştırılmasını güçleştirmektedir. Bu sebeple F/K ve PD/DD çarpanları değerlemede tercih edilmemiştir.

İD/FAVÖK oranı işletme değerinin FAVÖK rakamına oranlanması neticesinde elde edilir. FAVÖK ise, esas faaliyet karı (şirketin faaliyetlerinden elde ettiği kar) ile ilgili dönemde satışlardan esas faaliyet karına ulaşılırken düşülen amortisman ve itfa bedellerinin toplamıdır. Bu yöntem ile İşletme Değeri, Şirket'in ilgili yıla ait FAVÖK rakamının, aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık diğer şirketlerin İD/FAVÖK oranları ortalamaları ile çarpılması sonucunda elde edilir.

## Değerleme Yöntemleri

### A) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

Şirket'in mal alımları TL ve yabancı para cinsindedir ve Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.03.2023 dönemlerini içeren bağımsız denetim raporları fonksiyonel para birimi TL olarak hazırlanmıştır. Bu kapsamda Şirket'in söz konusu dönemler için net satışları ve kar marjları aşağıdaki gibidir:

### Sekil 18 Satışlar ve Marjlar

TL	01.01.2020	01.01.2021	01.01.2022	01.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Net Satışlar	1.299.205.241	3.169.029.240	7.609.085.750	2.254.090.063
Brüt Kar	100.800.528	289.052.160	663.148.482	200.349.619
<b>Brüt Kar Marjı</b>	<b>%7,76</b>	<b>%9,12</b>	<b>%8,72</b>	<b>%8,89</b>
Esas Faaliyet Karı*	64.328.559	225.003.096	529.237.780	158.629.734
<b>Faaliyet Kar Marjı</b>	<b>%4,95</b>	<b>%7,10</b>	<b>%6,96</b>	<b>%7,04</b>
FAVÖK	67.030.115	228.664.123	539.438.413	161.877.328
<b>FAVÖK Kar Marjı</b>	<b>%5,16</b>	<b>%7,22</b>	<b>%7,09</b>	<b>%7,18</b>
Net Kar	55.149.613	85.762.679	321.370.366	84.811.026
<b>Net Kar Marjı</b>	<b>%4,24</b>	<b>%2,71</b>	<b>%4,22</b>	<b>%3,76</b>

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

\* Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirler altında sınıflandırdığı nakliye gelirleri esas faaliyet karı hesaplamasına dahil edilmiştir.

### Net Finansal Borç Pozisyonu

Şirket'in 31.03.2023 itibarıyla toplam finansal yükümlülüğü 1.457.724.364 TL'dir. Aynı dönem itibarıyla Şirket, 114.680.319 TL nakit ve nakit benzerlerine ve 213.742.815 TL finansal yatırımlara sahiptir. Şirket, finansman ihtiyaçlarını faaliyetlerinden elde ettiği gelirler ve kredi sözleşmeleri kapsamında elde ettiği fonlar ile karşılamaktadır. Bu fonlar işletme faaliyetlerinin yürütülmesi ve yeni yatırımların finansmanı için kullanılmaktadır. Şirket'in net finansal borç pozisyonunu gösteren tablo aşağıda sunulmuştur:

### Sekil 19 Net Finansal Borç (31 Mart 2023 itibarıyla)

(TL)	31.03.2023
KV Borçlanmalar	942.549.425
UV Borçlanmaların KV Karşılıkları	260.160.886
UV Finansal Borçlar	255.014.053
<b>Toplam Finansal Borçlar</b>	<b>1.457.724.364</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	(114.680.319)
Finansal Yatırımlar	(213.742.815)
<b>Net Finansal Borç (Nakit)</b>	<b>1.129.301.230</b>

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

### Projeksiyonlar

#### 1- Genel Varsayımlar

İNA değerlemesi Şirket'in fonksiyonel para birimi olan TL cinsinden hazırlanmıştır ve değerlendirme kapsamında Şirket'in 2023 yılı ile 2027 yılı arasında yaratacağı nakit akımları ve 2027 sonrası için nihai dönem değeri dikkate alınmıştır. Yine bu çalışma kapsamında Şirket'in kendi kayıtları ve ürün segmentleri bazında gelir-gider kırılımları ile bağımsız denetçi raporlarındaki verilerden faydalanılmıştır. Ayrıca, projeksiyon dönemi boyunca her bir ürün için Şirket'in üretim tonajı ile satış tonajının aynı olacağı varsayılmıştır.

İNA değerlemesi için kullanılan Türkiye ve ABD enflasyon tahminleri için IMF'nin Nisan 2023 tarihinde yayımladığı 2023-2027 yılları öngörülerini kullanılmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca ABD\$/TL paritesinin yıl sonu değerleri ise, öngörülen Türkiye ve ABD enflasyon oranları üzerinden tahmin edilmiştir. Projeksiyon dönemi boyunca Türkiye ve ABD için öngörülen enflasyon oranları ve ABD\$/TL paritesi aşağıdaki tabloda sunulmuştur:

**Sekil 20 Makro Varsayımlar**

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
TL Enflasyon, Ortalama	%72,3	%50,6	%35,2	%24,9	%20,0	%20,0
ABD\$ Enflasyon, Ortalama	%8,0	%4,5	%2,3	%2,1	%2,0	%2,0
ABD\$/TL Paritesi, Ortalama	16,56	22,51	29,92	36,45	42,87	50,35
ABD\$/TL Paritesi, Yıl Sonu	18,70	26,32	33,52	39,39	46,34	54,36

Kaynak: IMF

## 2- Gelirler

Şirket gelir projeksiyonları oluşturulurken tümevarım yaklaşımı benimsenmiştir. Bu doğrultuda; besi yemi, buzağı yemi, kanatlı yemi, küçükbaş yemi, süt yemi ve ticari mal satış kalemleri Şirket'in stratejik hedeflerine uygun büyüme oranları kullanılarak modellenmiştir.

Adana, Çubuk Kars fabrikalarında tüm ürün segmentleri için Şirket'in üretim kapasitesi ve yönetim stratejisi göz önüne alınarak tonaj bazında büyüme oranları belirlenmiştir. Salihli ve Kars fabrikalarındaki üretim miktarları için ise bütün ürün segmentlerinde projeksiyon dönemi için sırasıyla %2'lik ve %3'lük büyüme öngörülmüştür. Fiyat tarafında 2023-2027 projeksiyon dönemi boyunca tüm ürün fiyatlarının TL enflasyon tahminlerine paralel olarak artacağı varsayılmıştır.

Şirket'in projeksiyon dönemindeki ticari mal satış tonajları için Şirket yönetiminin strateji planı ve piyasa beklentisi baz alınmış olup, birim fiyatların 2023-2027 projeksiyon dönemi boyunca TL enflasyon tahminlerine paralel olarak artacağı öngörülmüştür.

Projeksiyon dönemi boyunca her beş ürün için satış tonajlarının gelişimi ve bu satış tonajları üzerinden hesaplanan kapasite kullanım oranları aşağıda yer almaktadır:

**Sekil 21 Kapasite Gelişimi ve Kapasite Kullanım Oranları**

Ton/yıl	01.01.2022	01.01.2023	01.01.2024	01.01.2025	01.01.2026	01.01.2027
	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
Adana (Fason)	38.400	38.400	-	-	-	-
Adana Yeni Fabrika	-	-	567.000	567.000	567.000	567.000
Adana (Yeni Fabrika)	-	60.000	60.000	60.000	60.000	60.000
Premiks	-	60.000	60.000	60.000	60.000	60.000
Çubuk	540.000	540.000	540.000	540.000	540.000	540.000
Kars	161.700	161.700	161.700	161.700	161.700	161.700
Salihli	374.400	432.000	432.000	432.000	432.000	432.000
Sincan (Fason)	144.000	144.000	144.000	144.000	144.000	144.000
<b>Toplam Üretim Kapasitesi</b>	<b>1.258.500</b>	<b>1.376.100</b>	<b>1.904.700</b>	<b>1.904.700</b>	<b>1.904.700</b>	<b>1.904.700</b>

%	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2023 31.12.2023	01.01.2024 31.12.2024	01.01.2025 31.12.2025	01.01.2026 31.12.2026	01.01.2027 31.12.2027
Adana (Fason)	%83,4	%83,4	-	-	-	-
Adana Yeni Fabrika	-	-	%29,3	%47,5	%64,4	%74,0
Adana (Yeni Fabrika)	-	%0,5	%15,0	%31,5	%49,1	%49,1
Premiks	%59,3	%60,4	%61,9	%61,9	%61,9	%61,9
Çubuk	%38,1	%50,2	%50,5	%50,5	%50,5	%50,5
Kars	%44,9	%45,5	%46,5	%47,4	%48,3	%49,3
Salihli	%58,6	%60,3	%62,1	%64,0	%65,9	%67,9
Sincan (Fason)	%52,9	%52,5	%45,8	%51,6	%56,9	%60,2
<b>Ortalama</b>						

Şirket'in fabrika bazında satış tonaj varsayımları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

**Sekil 22 Fabrika Bazında Ürün Tonaj Projeksiyonları**

Fabrika Bazında Ürün Satışları (ton)	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2023 31.03.2023
<b>Adana (Fason)</b>	<b>30.874</b>	<b>32.374</b>	<b>32.031</b>	<b>6.382</b>
Besi Yemi	15.259	19.436	16.869	2.484
Buzağı Yemi	1.331	984	1.330	355
Kanatlı Yemi	-	-	-	-
Küçükbaş Yemi	2.085	3.411	4.632	1.002
Süt Yemi	12.198	8.543	9.200	2.540
<b>Adana Yeni Fabrika</b>	-	-	-	-
Besi Yemi	-	-	-	-
Buzağı Yemi	-	-	-	-
Kanatlı Yemi	-	-	-	-
Küçükbaş Yemi	-	-	-	-
Süt Yemi	-	-	-	-
<b>Premiks</b>	-	-	-	-
<b>Çubuk</b>	<b>333.134</b>	<b>287.732</b>	<b>320.015</b>	<b>81.172</b>
Besi Yemi	281.994	245.748	283.956	68.754
Buzağı Yemi	29.833	23.382	16.983	5.529
Kanatlı Yemi	1.087	968	575	89
Küçükbaş Yemi	1.846	2.319	2.498	932
Süt Yemi	18.374	15.315	16.004	5.868
<b>Kars</b>	-	<b>69.769</b>	<b>61.533</b>	<b>18.588</b>
Besi Yemi	-	60.583	50.270	15.568
Buzağı Yemi	-	5.053	5.530	1.357
Kanatlı Yemi	-	219	131	9
Küçükbaş Yemi	-	2.091	1.659	666
Süt Yemi	-	1.822	3.943	988
<b>Salihli</b>	<b>160.871</b>	<b>171.165</b>	<b>168.147</b>	<b>47.578</b>
Besi Yemi	49.014	48.692	50.782	14.023
Buzağı Yemi	8.570	10.010	9.163	2.538
Kanatlı Yemi	276	504	244	45
Küçükbaş Yemi	3.293	4.308	2.631	1.146
Süt Yemi	99.719	107.651	105.327	29.827
<b>Sincan (Fason)</b>	<b>47.427</b>	<b>90.026</b>	<b>84.315</b>	<b>16.910</b>
Besi Yemi	47.427	84.026	75.802	14.659
Buzağı Yemi	-	1.775	3.001	600
Kanatlı Yemi	-	400	274	29
Küçükbaş Yemi	-	180	319	154
Süt Yemi	-	3.646	4.919	1.468
<b>Toplam Satış Tonajı</b>	<b>572.306</b>	<b>651.065</b>	<b>666.041</b>	<b>170.630</b>

<b>Fabrika Bazında Ürün Satışları</b>	<b>01.01.2023</b>	<b>01.01.2024</b>	<b>01.01.2025</b>	<b>01.01.2026</b>	<b>01.01.2027</b>
<b>(ton)</b>	<b>31.12.2023</b>	<b>31.12.2024</b>	<b>31.12.2025</b>	<b>31.12.2026</b>	<b>31.12.2027</b>
<b>Adana (Fason)</b>	<b>32.031</b>	-	-	-	-
Besi Yemi	16.869	-	-	-	-
Buzağı Yemi	1.330	-	-	-	-
Kanatlı Yemi	-	-	-	-	-
Küçükbaş Yemi	4.632	-	-	-	-
Süt Yemi	9.200	-	-	-	-
<b>Adana Yeni Fabrika</b>	-	<b>165.922</b>	<b>269.498</b>	<b>365.029</b>	<b>419.331</b>
Besi Yemi	-	87.381	141.928	192.239	220.836
Buzağı Yemi	-	6.888	11.187	15.153	17.407
Kanatlı Yemi	-	-	-	-	-
Küçükbaş Yemi	-	23.995	38.974	52.790	60.643
Süt Yemi	-	47.658	77.408	104.848	120.445
<b>Adana (Yeni Fabrika) Premiks</b>	<b>300</b>	<b>9.000</b>	<b>18.878</b>	<b>29.488</b>	<b>29.488</b>
<b>Çubuk</b>	<b>325.920</b>	<b>334.354</b>	<b>334.354</b>	<b>334.354</b>	<b>334.354</b>
Besi Yemi	289.195	296.679	296.679	296.679	296.679
Buzağı Yemi	17.296	17.744	17.744	17.744	17.744
Kanatlı Yemi	586	601	601	601	601
Küçükbaş Yemi	2.544	2.610	2.610	2.610	2.610
Süt Yemi	16.299	16.721	16.721	16.721	16.721
<b>Kars</b>	<b>81.094</b>	<b>81.600</b>	<b>81.600</b>	<b>81.600</b>	<b>81.600</b>
Besi Yemi	66.250	66.664	66.664	66.664	66.664
Buzağı Yemi	7.289	7.334	7.334	7.334	7.334
Kanatlı Yemi	172	173	173	173	173
Küçükbaş Yemi	2.186	2.200	2.200	2.200	2.200
Süt Yemi	5.196	5.229	5.229	5.229	5.229
<b>Salihli</b>	<b>196.732</b>	<b>200.667</b>	<b>204.680</b>	<b>208.774</b>	<b>212.949</b>
Besi Yemi	59.415	60.604	61.816	63.052	64.313
Buzağı Yemi	10.720	10.935	11.154	11.377	11.604
Kanatlı Yemi	285	291	297	303	309
Küçükbaş Yemi	3.078	3.140	3.203	3.267	3.332
Süt Yemi	123.232	125.697	128.211	130.775	133.391
<b>Sincan (Fason)</b>	<b>86.844</b>	<b>89.450</b>	<b>92.133</b>	<b>94.897</b>	<b>97.744</b>
Besi Yemi	78.076	80.418	82.831	85.316	87.875
Buzağı Yemi	3.091	3.184	3.279	3.377	3.479
Kanatlı Yemi	282	291	299	308	317
Küçükbaş Yemi	328	338	348	359	370
Süt Yemi	5.067	5.219	5.375	5.537	5.703
<b>Toplam Satış Tonajı</b>	<b>722.921</b>	<b>880.993</b>	<b>1.001.144</b>	<b>1.114.142</b>	<b>1.175.466</b>

Şirket'in yukarıda açıklanan satış tonaj varsayımları ve her ürün için 2022 yılı ortalama birim fiyatlarının TL enflasyon beklentileri ile artırılması sonucunda hesaplanan TL cinsinden satış tutarları aşağıda verilmektedir:

**Sekil 23 Gelir Kırılımı ve Büyüme Projeksiyonları**

	01.01.2020	01.01.2021	01.01.2022	01.01.2023
TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
<b>Besi Yemi</b>	<b>605.994.673</b>	<b>1.052.066.333</b>	<b>2.572.577.996</b>	<b>736.664.309</b>
<i>Büyüme (%)</i>		%73,6	%144,5	
Satış Miktarı (ton)	393.695	458.485	477.679	115.488
<b>Buzağı Yemi</b>	<b>66.601.676</b>	<b>101.235.995</b>	<b>209.298.264</b>	<b>68.537.584</b>
<i>Büyüme (%)</i>		%52,0	%106,7	
Satış Miktarı (ton)	39.734	41.203	36.006	10.379
<b>Kanath Yemi</b>	<b>2.854.241</b>	<b>5.887.644</b>	<b>8.476.579</b>	<b>1.429.648</b>
<i>Büyüme (%)</i>		%106,3	%44,0	
Satış Miktarı (ton)	1.362	2.090	1.224	172
<b>Küçükbaş Yemi</b>	<b>11.958.939</b>	<b>29.689.251</b>	<b>67.037.452</b>	<b>26.228.959</b>
<i>Büyüme (%)</i>		%148,3	%125,8	
Satış Miktarı (ton)	7.225	12.309	11.739	3.900
<b>Süt Yemi</b>	<b>222.143.685</b>	<b>344.384.776</b>	<b>797.867.717</b>	<b>270.509.586</b>
<i>Büyüme (%)</i>		%55,0	%131,7	
Satış Miktarı (ton)	130.290	136.978	139.393	40.691
<b>Premiks</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<i>Büyüme (%)</i>		%0	%0	
Satış Miktarı (ton)	0	0	0	
<b>Ticari Mal</b>	<b>397.346.954</b>	<b>1.654.438.155</b>	<b>4.051.419.780</b>	<b>1.170.657.843</b>
<i>Büyüme (%)</i>		%316,4	%144,9	
Satış Miktarı (ton)	247.959	624.596	783.072	203.295
İade ve İskontolar	(7.694.927)	(18.672.914)	(97.592.038)	(19.937.866)
<b>Net Satışlar</b>	<b>1.299.205.241</b>	<b>3.169.029.240</b>	<b>7.609.085.750</b>	<b>2.254.090.063</b>
<i>Net Satışlar</i>		%143,9	%140,1	

	01.01.2023	01.01.2024	01.01.2025	01.01.2026	01.01.2027
TL	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
<b>Besi Yemi</b>	<b>4.137.564.035</b>	<b>6.420.689.010</b>	<b>8.759.305.633</b>	<b>11.336.198.625</b>	<b>14.199.482.677</b>
<i>Büyüme (%)</i>		%60,8	%55,2	%36,4	%29,4
Satış Miktarı (ton)	509.806	591.747	649.918	703.950	736.368
<b>Buzağı Yemi</b>	<b>348.354.910</b>	<b>539.072.697</b>	<b>735.758.034</b>	<b>952.606.357</b>	<b>1.193.829.278</b>
<i>Büyüme (%)</i>		%66,4	%54,7	%36,5	%29,5
Satış Miktarı (ton)	39.726	46.084	50.697	54.984	57.567
<b>Kanath Yemi</b>	<b>13.909.920</b>	<b>19.229.915</b>	<b>24.281.271</b>	<b>29.461.399</b>	<b>35.752.364</b>
<i>Büyüme (%)</i>		%64,1	%38,2	%26,3	%21,3
Satış Miktarı (ton)	1.325	1.356	1.370	1.385	1.401
<b>Küçükbaş Yemi</b>	<b>110.145.810</b>	<b>353.006.793</b>	<b>641.144.807</b>	<b>991.122.712</b>	<b>1.341.303.393</b>
<i>Büyüme (%)</i>		%64,3	%220,5	%81,6	%54,6
Satış Miktarı (ton)	12.769	32.283	47.335	61.225	69.154
<b>Süt Yemi</b>	<b>1.369.554.090</b>	<b>2.293.095.168</b>	<b>3.302.078.581</b>	<b>4.451.840.569</b>	<b>5.701.731.554</b>
<i>Büyüme (%)</i>		%71,7	%67,4	%44,0	%34,8
Satış Miktarı (ton)	158.995	200.524	232.945	263.110	281.488
<b>Premiks</b>	<b>2.605.800</b>	<b>105.691.248</b>	<b>276.895.603</b>	<b>519.018.269</b>	<b>622.821.923</b>
<i>Büyüme (%)</i>		%0,0	%3956,0	%162,0	%87,4

	01.01.2023	01.01.2024	01.01.2025	01.01.2026	01.01.2027
TL	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
Satış Miktarı (ton)	300	9.000	18.878	29.488	29.488
<b>Ticari Mal</b>	<b>6.406.510.098</b>	<b>8.921.449.702</b>	<b>11.477.177.398</b>	<b>14.185.791.264</b>	<b>17.533.638.003</b>
<i>Büyüme (%)</i>	<i>%58,1</i>	<i>%39,3</i>	<i>%28,6</i>	<i>%23,6</i>	<i>%23,6</i>
Satış Miktarı (ton)	822.226	846.892	872.299	898.468	925.422
İade ve İskontolar	(114.725.701)	(172.730.007)	(233.520.044)	(300.653.477)	(376.242.927)
<b>Net Satışlar</b>	<b>12.273.918.963</b>	<b>18.479.504.527</b>	<b>24.983.121.283</b>	<b>32.165.385.718</b>	<b>40.252.316.264</b>
<i>Net Satışlar Büyüme (%)</i>	<i>%61,3</i>	<i>%50,6</i>	<i>%35,2</i>	<i>%28,7</i>	<i>%25,1</i>

### 3- Giderler

Şirket'in satışlarının maliyetleri; direkt ilk madde ve malzeme giderleri, genel üretim giderleri, personel ücret gideri, stok değer düşüklüğü, amortisman giderleri ve itfa payları ile ticari mal maliyeti olmak üzere altı ana gider kaleminden oluşmaktadır. Şirket'in ham madde giderleri hesaplanırken, her bir ürüne özgü olan reçeteler kullanılmıştır. Bu reçeteler üzerinden projeksiyon dönemi boyunca her bir senede satılacak ürün tonajı için gerekli olan ham madde tonajları hesaplanmıştır. Sonrasında her bir ham madde için bulunan tonajlar ile o ham maddenin söz konusu senedeki birim maliyet öngörüsü hesaba katılarak ham madde maliyeti bulunmuştur. Projeksiyon dönemi boyunca ham madde birim fiyatları, birim ürün satış fiyatlarında öngörüldüğü gibi 2022 yılı için gerçekleşen birim fiyatlar baz alınarak projeksiyon dönemi için öngörülen TL enflasyon oranları ile büyütülmüştür.

Genel üretim giderleri hesaplanırken bu kalemi oluşturan buhar kazanı giderleri, tamir bakım giderleri, yemek giderleri, özel güvenlik giderleri, servis ve yol giderleri kalemleri için 2022 yılında gerçekleşen bu kalemlerin her birinin satışlara oranlarının projeksiyon dönemi boyunca aynı olacağı varsayılmış ve projeksiyon dönemi boyunca net satışların bu oranlar ile çarpılması ile bulunmuştur. Stok değer düşüklüğü hesaplanırken, 2021 ve 2022 yıllarında gerçekleşen stok değer düşüklüğünün satışlara oranının projeksiyon dönemi boyunca aynı olacağı varsayılmış ve projeksiyon dönemi boyunca net satışların bu oran ile çarpılması ile bulunmuştur.

Projeksiyon dönemi boyunca personel giderleri öngörülürken, 2023 yılının kalan 9 aylık döneminde de 2023 ilk çeyrekte gerçekleşen personel başına düşen ortalama aylık giderlerin devam edeceği varsayılmıştır. Personel başına düşen ortalama aylık giderler, 2024 yılından itibaren projeksiyon dönemi için öngörülen TL enflasyon oranlarıyla büyütülmüştür. Bu tutarın projeksiyon dönemi boyunca öngörülen çalışan sayısı ile çarpılması sonucu yıllıklandırılması ile personel giderleri hesaplanmıştır. Genel üretim giderlerindeki personel sayısının projeksiyon dönemi boyunca geçmişe göre her yıl ortalama %7 büyüyeceği varsayılmıştır. Pazarlama ve satış giderlerindeki personel sayısının ise projeksiyon dönemi boyunca geçmişe göre her yıl ortalama %3 artış göstereceği öngörülmüştür. Genel yönetim giderlerindeki personel sayısının 2024 yılı sonrası, 2023 ve önceki yıllara göre %12 artış göstereceği öngörülmüştür.

Elektrik giderleri hesaplanırken, öngörülen toplam üretimle doğru orantılı olarak ihtiyaç duyulan toplam elektrik miktarı hesaplanmıştır. Elektrik birim fiyatı ise 2024 yılından itibaren projeksiyon dönemi için 2023 yılının fiyatları baz alınarak makro tahminler üzerinden TL



enflasyon oranları ile artırılarak hesaplanmıştır. Bu kapsamda, projeksiyon dönemi için elektrik giderleri, kullanılacak olan toplam elektrik miktarı ve elektrik birim fiyatının çarpılmasıyla hesaplanmıştır. 2023 Ekim ayında tamamlanacak olan Ankara/Bala'daki güneş enerjisi santrali sayesinde Ankara Çubuk ve Manisa Salihli fabrikalarının ve Ankara/ Şereflikoçhisar'da yine aynı tarihte tamamlanacak olan güneş enerjisi santrali sayesinde ise Kars'taki fabrikanın elektrik tüketimi karşılanacaktır. Dolayısıyla 2024 yılından itibaren sadece Adana Yeni Fabrika için elektrik maliyeti öngörülmüştür.

Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca satılan mal maliyetlerinin gider tipi bazında hesaplanan kırılımı aşağıda verilmektedir:

**Sekil 24 Satılan Malın Maliyeti Kırılımı**

	01.01.2022	01.01.2023	01.01.2023	01.01.2024	01.01.2025	01.01.2026	01.01.2027
'000 TL	31.12.2022	31.03.2023	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
İlk Madde ve Malzeme ile Genel Üretim Giderleri	3.033.352	879.083	4.958.357	8.169.509	11.595.310	15.484.877	19.604.629
Genel Üretim Giderleri	103.673	33.225	146.573	129.014	189.298	257.880	330.828
Personel Ücret Gideri	17.417	6.958	26.230	47.380	59.178	71.013	85.216
Stok Değer Düşüklüğü	7.339	(6.487)	13.699	20.625	27.884	35.900	44.925
Amortisman Giderleri ve İtfa Payları	5.222	1.398	8.999	12.727	13.966	15.472	17.460
Ticari Mal Maliyeti	3.778.934	1.139.564	5.975.629	8.321.422	10.705.259	13.231.700	16.354.382
<b>Toplam Satılan Malın Maliyeti</b>	<b>6.945.937</b>	<b>2.053.740</b>	<b>11.129.486</b>	<b>16.700.678</b>	<b>22.590.894</b>	<b>29.096.843</b>	<b>36.437.440</b>
<b>Büyüme</b>			<b>%60,2</b>	<b>%50,1</b>	<b>%35,3</b>	<b>%28,8</b>	<b>%25,2</b>

Şirket'in satılan mal maliyetlerine ek olarak faaliyet karını etkileyen diğer ana kalemler genel yönetim giderleri ve pazarlama giderleri ile esas faaliyetlerden diğer gelirler kaleminde yer alan nakliye gelirleridir. Genel yönetim giderlerini oluşturan; bakım onarım, dışarıya sağlanan fayda ve hizmetler, vergi, resim ve harçlar, seyahat ve temsil ağırlama giderleri, ofis giderleri, ilan ve reklam giderleri, yardım ve bağışlar, holding yönetim hizmet gideri ve sigorta giderleri 2021 ve 2022 yıllarında gerçekleşen bu kalemlerin her birinin satışlara oranlarının projeksiyon dönemi boyunca bu iki mali yılın ortalaması olacağı varsayılmış ve projeksiyon dönemi boyunca net satışların bu oranlar ile çarpılması ile bulunmuştur. Pazarlama giderlerini oluşturan akaryakıt, bakım onarım, nakliye ve sigorta giderleri, vergi ve harç giderleri, ciro prim giderleri, seyahat giderleri için de genel yönetim giderlerindeki yaklaşım izlenmiş olup bu kalemlerin her birinin satışlara oranlarının projeksiyon dönemi boyunca aynı olacağı varsayılmış ve projeksiyon dönemi boyunca net satışların bu oranlar ile çarpılması ile bulunmuştur. Genel yönetim ve pazarlama giderleri içerisindeki personel giderleri hesaplanırken de satışların

maliyetinde öngörüldüğü gibi, 2023 yılının kalan 9 aylık döneminde de 2023 ilk çeyrekte gerçekleşen personel başına düşen ortalama aylık giderlerin devam edeceği varsayılmış olup 2024 yılından itibaren ise bu gider, projeksiyon dönemi için öngörülen TL enflasyon oranlarıyla büyütülmüştür. Bu tutarın projeksiyon dönemi boyunca öngörülen çalışan sayısı ile çarpılması sonucu bulunan toplam aylık giderin yıllıklandırılması ile personel giderleri hesaplanmıştır.

**Şekil 25 Pazarlama Satış Giderleri**

'000 TL	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2023 31.03.2023	01.01.2023 31.12.2023	01.01.2024 31.12.2024	01.01.2025 31.12.2025	01.01.2026 31.12.2026	01.01.2027 31.12.2027
Akaryakıt	20.007	5.048	26.037	39.201	52.997	68.233	85.388
Bakım	3.539	1.133	5.899	8.881	12.007	15.459	19.346
Onarım							
Nakliye ve sigorta giderleri	75.608	19.533	123.298	185.637	250.969	323.119	404.357
Personel Gideri	16.906	8.401	35.920	50.653	64.570	78.267	94.859
Vergi ve harç giderleri	684	377	1.998	3.008	4.066	5.235	6.551
Ciro prim giderleri	4.237	10	17.396	26.191	35.409	45.588	57.050
Seyahat giderleri	662	135	930	1.401	1.894	2.438	3.051
Amortisman	4.617	1.687	4.620	6.535	7.170	7.944	8.964
Diğer	2.640	1.890	5.663	8.527	11.528	14.842	18.573
<b>Toplam Pazarlama Satış Giderleri</b>	<b>128.900</b>	<b>38.214</b>	<b>221.762</b>	<b>330.033</b>	<b>440.611</b>	<b>561.125</b>	<b>698.140</b>

**Şekil 26 Genel Yönetim Giderleri**

'000 TL	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2023 31.03.2023	01.01.2023 31.12.2023	01.01.2024 31.12.2024	01.01.2025 31.12.2025	01.01.2026 31.12.2026	01.01.2027 31.12.2027
Bakım Onarım	372	110	513	772	1.044	1.344	1.682
Dış.Sağ.Fayda ve Hizmetler	3.601	1.293	5.214	7.850	10.612	13.663	17.099
Personel Gideri	10.627	4.856	19.422	29.461	36.797	44.156	52.987
EYT Ödemesi	-	-	2.888	-	-	-	-
Vergi,resim ve harçlar	5.411	1.290	8.116	12.219	16.520	21.269	26.616
Seyahat ve Temsil	1.583	634	2.356	3.547	4.795	6.173	7.725
Ağırlama Giderleri							
Ofis Giderleri	996	374	1.233	1.856	2.509	3.231	4.043
İlan ve Reklam Giderleri	589	75	1.033	1.555	2.103	2.707	3.388
Yardım ve Bağışlar	355	547	777	1.170	1.582	2.037	2.549
Holdingle Yönetim Hizmet Gideri	600	150	771	1.160	1.568	2.019	2.527
Sigorta	34	6	410	618	835	1.075	1.345
Amortisman	361	162	2.252	3.184	3.494	3.871	4.368
Diğer	1.174	657	3.308	4.980	6.732	8.668	10.847
<b>Toplam Genel Yönetim Giderleri</b>	<b>25.704</b>	<b>10.153</b>	<b>48.292</b>	<b>68.372</b>	<b>88.591</b>	<b>110.213</b>	<b>135.176</b>

Esas faaliyetlerden diğer gelirler; reeskont faiz gelirleri, nakliye gelirleri, sigorta ve kasko gelirleri, müşterilerden vade farkı gelirleri, konusu kalmayan şüpheli alacak karşılığı, ticari

faaliyetlerden kur farkı gelirleri ve diğer gelirlerden oluşmaktadır. İhtiyatlı olmak adına, projeksiyonlarda nakliye gelirleri dışında kalan kalemler tahmin edilmemiştir. Şirket, Ofis Yem'den başka bölgelere ürün taşıyan araçların geri dönüşünde, ürün teslimatı yapılan müşterilerden almış olduğu ham madde taşıma ve sevkiyatından dolayı nakliye gelirleri yaratmaktadır. Nakliye gelirleri öngörülürken 2021 ve 2022 yıllarında gerçekleşen nakliye gelirlerinin satışlara oranının projeksiyon dönemi boyunca bu iki mali yılın ortalaması olacağı varsayılmış ve projeksiyon dönemi boyunca net satışlar bu oran ile çarpılarak ilgili kalem hesaplanmıştır.

**Sekil 27 Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler**

	01.01.2022	01.01.2023	01.01.2023	01.01.2024	01.01.2025	01.01.2026	01.01.2027
'000 TL	31.12.2022	31.03.2023	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
Reeskont Faiz gelirleri	16.509	16.084	-	-	-	-	-
Nakliye Gelirleri	20.693	6.647	30.387	45.751	61.852	79.633	99.654
Sigorta ve Kasko gelirleri	585	4.754	-	-	-	-	-
Müşterilerden vade farkı gelirleri	10.836	116	-	-	-	-	-
Konusu kalmayan şüpheli alacak karşılığı	547	321	-	-	-	-	-
Ticari faaliyetlerden Kur Farkı Gelirleri	-	738	-	-	-	-	-
Diğer gelirler	5.137	391	-	-	-	-	-
<b>Toplam Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler</b>	<b>54.307</b>	<b>29.052</b>	<b>30.387</b>	<b>45.751</b>	<b>61.852</b>	<b>79.633</b>	<b>99.654</b>

Esas faaliyetlerden diğer giderler; kur farkı giderleri, reeskont faiz giderleri, şüpheli alacak karşılığı gideri, dava karşılıkları ve diğer giderlerden oluşmaktadır. İhtiyatlı olmak adına, projeksiyonlarda bu kalemler tahmin edilmemiştir.

**Sekil 28 Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler**

	01.01.2022	01.01.2023	01.01.2023	01.01.2024	01.01.2025	01.01.2026	01.01.2027
'000 TL	31.12.2022	31.03.2023	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
Kur farkı giderleri	32.360	-	-	-	-	-	-
Reeskont Faiz giderleri	13.858	16.770	-	-	-	-	-
Şüpheli Alacak Karşılığı Gideri	6.395	-	-	-	-	-	-
Dava Karşılıkları	277	-	-	-	-	-	-
Diğer Giderler	140	5	-	-	-	-	-
<b>Toplam Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler</b>	<b>53.029</b>	<b>16.776</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

#### 4- Marjların Gelişimi

Şirket'in satışlarının projeksiyon dönemi boyunca hem adetsel hem de tutarsal olarak artacağı öngörülmektedir. Ölçek ekonomisinden faydalanan Şirket'in önümüzdeki dönemde kar marjlarını büyük ölçüde koruması beklenmektedir.

Şekil 29 Projeksiyon Dönemi Marj Gelişimi

	01.01.2022	01.01.2023	01.01.2023	01.01.2024	01.01.2025	01.01.2026	01.01.2027
'000 TL	31.12.2022	31.03.2023	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
Net Satışlar	7.609.086	2.254.090	12.273.919	18.479.505	24.983.121	32.165.386	40.252.316
Brüt Kar	663.148	200.350	1.114.433	1.778.827	2.392.227	3.068.543	3.814.876
Brüt Kar Marjı	%8,7	%8,9	%9,3	%9,6	%9,6	%9,5	%9,5
Faaliyet Karı*	529.238	158.630	904.766	1.426.172	1.924.877	2.476.838	3.081.215
Faaliyet Kar Marjı	%7,0	%7,0	%7,4	%7,7	%7,7	%7,7	%7,7
FAVÖK	539.438	161.877	920.637	1.448.618	1.949.507	2.504.125	3.112.007
FAVÖK Marjı	%7,1	%7,2	%7,5	%7,8	%7,8	%7,8	%7,7

\* Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirler altında sınıflandırdığı nakliye gelirleri, projeksiyon dönemi boyunca da esas faaliyet karı hesaplamasının içerisinde dahil edilmiştir.

#### 5- Net İşletme Sermayesi

İşletme sermayesi modellenirken, işletme sermayesine dahil edilen kalemler için Şirket'in 2020, 2021, 2022 yıllarına ve 2023 ilk çeyrek dönemlerine ait gün sayıları hesaplanmıştır. Tüm kalemler için 2021 ve 2022 yıllarındaki gün sayılarının ortalaması kullanılmıştır. Bu gün sayıları üzerinden projeksiyon dönemi boyunca işletme sermayesi kalemlerinin tutarları bulunarak Şirket'in işletme sermayesi hesaplanmıştır.

Şekil 30 Net İşletme Sermayesi ve Net İşletme Sermayesi İhtiyacı Projeksiyonları

'000 TL	31.12.2022	31.03.2023	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
Net Satışlar	7.609.086	2.254.090	12.273.919	18.479.505	24.983.121	32.165.386	40.252.316
Net İşletme Sermayesi	1.129.234	1.524.906	2.011.822	3.025.121	4.096.674	5.274.099	6.599.424
Net İşletme Sermayesi/Net Satışlar	%14,8	%67,7	%16,4	%16,4	%16,4	%16,4	%16,4
Net İşletme Sermayesi Değişim			882.588	1.013.299	1.071.553	1.177.425	1.325.325

#### 6- Yatırım Harcamaları ve Amortisman

Şirket'in 2020, 2021 ve 2022 yıllarındaki yatırım tutarları incelendiğinde operasyonel büyüklüğüne kıyasla küçük kalan yatırım tutarları görülmektedir. Bu yatırımlar yem fabrikası arsa ve arazi alımlarından oluşmaktadır. İlaveten Şirket yönetiminden alınan bilgiye göre 2023 yılında Salihli'deki fabrikada kapasite artış yatırımı ve Adana OSB'de devam eden yatırımın 2024'te faaliyete geçmesi planlanmaktadır.

Mayıs 2023 itibarıyla Ankara ili Bala ilçesinde 14 mWp kapasiteli, yıllık 22.400.000 kWh elektrik üretmesi beklenen güneş enerjisi santrali kurulumuna başlanmış ve santralin Ekim 2023 itibarıyla tamamlanması planlanmaktadır. Kurulum sonrası Ankara Çubuk ve Manisa Salihli lokasyonlarındaki fabrikaların tüm elektrik tüketimi karşılanacaktır.

Kars fabrikasının elektrik ihtiyacı için ise Ankara ili Şereflikoçhisar ilçesinde 1.258 mWp kapasiteli, yıllık 1.950.000 kWh elektrik üretmesi beklenen güneş enerjisi santralinin kurulumuna 2023 Ağustos ayında başlanacak olup kurulumun 2023 Ekim ayı için içerisinde tamamlanması planlanmaktadır.

Yeni yatırımlara ek olarak, 2020, 2021 ve 2022 yıllarındaki gerçekleştirmeler baz alındığında, Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca satışlarının %0.4'ü seviyesinde idame yatırım ihtiyacı olacağı öngörülmüştür.

Projeksiyon dönemi için Şirket'in amortisman giderleri hesaplanırken 5 yıllık projeksiyon süresinin Şirket'in mevcut varlıklarının faydalı ömürlerine kıyasla kısa olmasından hareketle projeksiyon dönemi boyunca mevcut varlıkların amortisman giderinin sabit kalacağı varsayılmıştır. Mevcut varlıklara ilaveten projeksiyon dönemi boyunca öngörülen idame yatırımları için 20 yıllık, Adana fabrikası için 40 yıllık, Ankara Bala'da ve Kars'ta kurulacak yenilenebilir enerji santralleri için 25 yıllık, Salihli fabrikanın buhar kazanı revizyonu kapasite arttırımı ve Çubuk fabrikadaki 2 adet pelet pres ve ekipman değişimi için 20 yıllık faydalı ömür üzerinden amortisman giderleri hesaplanmış ve bu giderler mevcut varlıkların amortisman giderlerine eklenerek Şirket'in toplam amortisman giderleri bulunmuştur.

**Şekil 31 Yatırım Harcamaları ve Amortisman Giderleri Projeksiyonları**

'000 TL	31.12.2022	31.03.2023	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
Yeni Tesis Yatırımı	-	6.151	404.603	-	-	-	-
İdame Yatırımı	-	-	49.342	74.289	100.434	129.307	161.817
<b>Toplam Yatırımlar</b>	-	<b>6.151</b>	<b>453.945</b>	<b>74.289</b>	<b>100.434</b>	<b>129.307</b>	<b>161.817</b>
Amortisman Giderleri	10.201	3.248	15.871	22.446	24.630	27.287	30.792
<b>Toplam Amortisman Gideri</b>	<b>10.201</b>	<b>3.248</b>	<b>15.871</b>	<b>22.446</b>	<b>24.630</b>	<b>27.287</b>	<b>30.792</b>

## 7- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29 maddesi uyarınca tahmini nakit akışlarını indirgemek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gerekli görülmektedir. Bu kapsamda değerlendirme kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.30 maddesinin b bendinde belirtilen ve işletme değerlemelerinde yaygın olarak kullanılan AOSM yöntemi kullanılmıştır.

Risksiz getiri oranı olarak itfa tarihi 13.10.2032 olan 10 yıllık TL devlet tahvilinin (TRT131032T13) 7 Temmuz 2023 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan 16,87 dikkate alınmış ve projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranının sabit kalacağı varsayılmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca hisse senedi risk primi %5,50 ve şirkete özgü risk primi %1,00 olarak sabit tutulmuştur.

Vergi öncesi borçlanma maliyeti, risksiz getiri oranı olan %16,87'ye %5,00 borç primi eklenmesi yoluyla %21,87 olarak hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca kaldıraçsız beta 1,00 olarak sabit tutulmuştur.

Vergi oranınının 5520 sayılı Kanuna 7316 sayılı Kanununun 11' inci maddesiyle eklenen geçici 13 üncü madde hükmü uyarınca 2023 ve projeksiyon dönemindeki diğer yıllar için %25 olacağı beklenmektedir. Şirket'in borç/özkaynaklar oranı belirlenirken kendi borçluluk oranı olan %66,70 kullanılmıştır.

Şirket'in projeksiyon dönemi için hesaplanan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aşağıda verilmektedir:

**Sekil 32 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması**

	01.04.2023	01.01.2024	01.01.2025	01.01.2026	01.01.2027
	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
Risksiz Getiri Oranı	%16,87	%16,87	%16,87	%16,87	%16,87
Hisse Senedi Risk Primi	%5,50	%5,50	%5,50	%5,50	%5,50
Şirket Risk Primi	%1,00	%1,00	%1,00	%1,00	%1,00
Borçlanma Risk Primi	%5,00	%5,00	%5,00	%5,00	%5,00
Borç/Özkaynaklar	%200,30	%200,30	%200,30	%200,30	%200,30
Borç/(Borç+Özkaynaklar)	%66,70	%66,70	%66,70	%66,70	%66,70
Kaldıraçsız Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Kaldıraçlı Beta	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Efektif Vergi Oranı	%25,00	%25,00	%25,00	%25,00	%25,00
Sermaye Maliyeti	%31,63	%31,63	%31,63	%31,63	%31,63
Borç Maliyeti (Vergi Öncesi)	%21,87	%21,87	%21,87	%21,87	%21,87
Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)	%16,40	%16,40	%16,40	%16,40	%16,40
<b>AOSM</b>	<b>%21,5</b>	<b>%21,5</b>	<b>%21,5</b>	<b>%21,5</b>	<b>%21,5</b>

**İNA Sonucunda Bulunan Değer**

Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Genel olarak;

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişiklik yaşanmayacağı

-Karşılaşılabilecek olası risklerin Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği

varsayılmıştır.

İNA yöntemi Şirket'in öngörülerini baz alınarak birçok varsayımsal parametreye bağlı olarak yapıldığından geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyon ve varsayımların farklılaşması halinde özsermaye değeri ve pay başına değer değişebilir.

Aşağıdaki tabloda firmanın serbest nakit akımları projekte edilmektedir:

**Sekil 33 İNA Yöntemiyle Hesaplanan İşletme ve Piyasa Değerleri**

	01.04.2023	01.01.2024	01.01.2025	01.01.2026	01.01.2027
'000 TL	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
Net Satışlar	10.019.829	18.479.505	24.983.121	32.165.386	40.252.316
<i>Yıllık Büyüme</i>			%35,2	%28,7	%25,1
FVÖK	746.136	1.426.172	1.924.877	2.476.838	3.081.215
<i>FVÖK Marjı</i>	%7,4	%7,7	%7,7	%7,7	%7,7
Vergi Oranı	%25	%25	%25	%25	%25
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	559.602	1.069.629	1.443.658	1.857.628	2.310.911
Amortisman	12.623	22.446	24.630	27.287	30.792
NIS Değişimi	(882.588)	(1.013.299)	(1.071.553)	(1.177.425)	(1.325.325)
Yatırım Harcamaları	(447.794)	(74.289)	(100.434)	(129.307)	(161.817)
<b>Serbest Nakit Akımı (SNA)</b>	<b>(758.157)</b>	<b>4.488</b>	<b>296.302</b>	<b>578.184</b>	<b>854.561</b>
İndirgeme Oranı (AOSM)	%21,5	%21,5	%21,5	%21,5	%21,5
İndirgeme Faktörü	0,93	0,79	0,65	0,54	0,44
İndirgenmiş SNA Değerleri	(704.819)	3.551	193.022	310.066	377.266
İndirgenmiş SNA Değerleri (Kontrol Gücü Olmayan Paylar)	(34.402)	12.328	18.143	20.755	20.359
İndirgenmiş SNA Değerleri (Ana Ortaklık Payları)	(670.417)	(8.777)	174.878	289.311	356.908
<b>SNA İndirgenmiş Değer Toplamı</b>	<b>141.903</b>				
Terminal Büyüme Oranı	%5,0				
<b>İndirgenmiş Terminal Değer</b>	<b>5.153.953</b>				
<b>Firma Değeri</b>	<b>5.295.857</b>				
Düzeltilmiş Net Borç Tutarı	(1.110.688)				
<b>Özsermaye Değeri - 31.03.2023 İtibarıyla</b>	<b>4.185.168</b>				
Değerleme Tarihi İtibarıyla Özkaynak	1.0798x				
Değerleme Faktörü					
<b>Özsermaye Değeri - 10.07.2023 İtibarıyla</b>	<b>4.519.276</b>				
1 TL Nominal Değerli Pay Adedi	130.000.000				
1 TL Nominal Değerli Pay Başına Değer	34,76				

Not: Ofis Yem'in indirgenmiş nakit akımları ve düzeltilmiş net borç tutarı, Ofis Acay'in kontrol gücü olmayan payları çıkartılarak ana ortaklık payları üzerinden hesaplanmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca değişen AOSM ile indirgenmiş nakit akımları üzerinden Şirket'in 31.03.2023 tarihindeki işletme değeri bulunmuş ve işletme değerinden yine aynı tarihteki düzeltilmiş net finansal borç tutarı çıkartılarak firmanın 31.03.2023 tarihindeki özsermaye değeri **4.185.168.109 TL** olarak hesaplanmıştır. 31.03.2023 itibarıyla özsermaye değerinin, fiyat tespit raporu ve aynı zamanda da değerlendirme tarihi olan 10.07.2023 tarihindeki karşılığı, 2023 yılı için öngörülen özsermaye maliyeti kullanılarak hesaplanmıştır. Şirket'in 10.07.2023 tarihindeki özsermaye değeri **4.519.276.428 TL**'dir.

Halka arz satış fiyatı olarak belirlenen **27,20 TL**; İNA değerlendirme sonucu hesaplanan pay başına fiyat olan **34,76 TL**'ye göre **%21,8** iskontoludur.

## B) Çarpan Analizi Yöntemi

### Yurt İçi Benzer Şirketler

Ofis Yem'in ana faaliyet konusu, her türlü canlı hayvan için vitaminli ve normal yemlerin üretimi, yem imalatı için gerekli olanlar başta olmak üzere işlenmiş veya işlenmemiş ham

maddelerin toptan veya perakende alımı, satımı, ithalatı ve ihracatıdır. Yurt içi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler incelendiğinde Şirket ile bire bir aynı alanda faaliyet gösteren herhangi bir şirket bulunmamaktadır. Bununla birlikte, Şirket faaliyetlerinin gıda sektörüne hitap etmesi nedeniyle Borsa İstanbul Gıda Endeksi'nde yer alan tüm şirketler incelenmiş ve yurt içi benzer şirketler olarak değerlemede ilgili endeks çarpanlarına yer verilmiştir. Bu şirketler aşağıda verilmektedir:

**Şekil 34 Yurt İçi Benzer Şirket Tanımları**

Şirket	Açıklama
Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.	Bağlı ortaklıklarıyla birlikte şirketin ana faaliyetleri, yurt içinde ve yurt dışında çeşitli markalar altında bira üretimi, şişelenmesi, dağıtımı ve satışı ile The Coca-Cola Company (TCCC) markaları ile gazlı ve gazsız alkolsüz içecek üretimi, şişelenmesi, dağıtımı ve satışından oluşmaktadır.
A.V.O.D Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.	Şirketin ana faaliyet konusu; her türlü sebze ve meyve kurutma işlemleri, kurutulmuş veya konserve sebze ve meyvelerin alımı, satımı, işlenmesi, pazarlanması, komisyonculuğu, bayiliği, ihracat ve ithalatının yapılmasıdır.
Banvit Bandırma Vitaminli Yem Sanayii A.Ş.	Şirketin fiili faaliyet konusu yem, damızlık yumurta, günlük etlik civciv, canlı piliç, piliç eti ve ileri işlem ürünleri ile hindi palazı, hindi eti üretimi, kesimi, satış ve pazarlamasıdır.
Coca-Cola İçecek A.Ş.	Coca-Cola İçecek (CCI), Türkiye, Pakistan, Orta Asya ve Orta Doğu'da faaliyet gösteren bir alkolsüz içecek üretim, satış ve dağıtım şirkettir. CCI'nin faaliyeti esas olarak The Coca-Cola Company ("TCCC") markalarından oluşan gazlı ve gazsız alkolsüz içeceklerin üretim, satış ve dağıtımından oluşmaktadır.
Dardanel Onentas Gıda Sanayi A.Ş.	Şirketin ana faaliyet konusu; dondurulmuş gıda maddeleri imalatı, değerlendirme, konservecilik, iç ve dış piyasa satışları, soğuk depo, paketleme entegre tesis işletmeciliğidir.
Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş. ambalajlı gıda ve et üreticisi bir firma olarak faaliyet göstermektedir. İstanbul, Türkiye merkezlidir.
Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi Türkiye'de sebze ve meyve suları üretimi ve satışı yapmaktadır. Şirket 1998 yılında kurulmuştur ve merkezi Ankara, Türkiye'dedir.
Ersu Meyve ve Gıda Sanayii A.Ş.	Şirket, Türkiye'de her türlü meyve ve sebzelerin konsantre, meyve suyu ile salça, pulp üretimi- satışı ve içme suyu dolumu-satışı alanında faaliyette bulunmaktadır.
Fade Gıda Yatırım Sanayi Ticaret A.Ş.	Her türlü sebze ve meyve kurutma işlemleri, kurutulmuş veya konserve sebze ve meyvelerin alımı satımı, işlenmesi, pazarlanması, komisyonculuğu, bayiliği, ithalat ve ihracatı ile büyük ve küçükbaş hayvanları, kümes hayvanları yetiştirmek, kesimini, alım ve satımını yapmak. Bununla birlikte fidecilik ve AVM faaliyeti de bulunmaktadır.



Şirket	Açıklama
Frigo-Pak Gıda Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirket ve bağlı ortaklıklarının faaliyet konusu, dondurulmuş ve konserve edilmiş meyve, sebze suyu, meyve suyu, meyve ve sebze püreleri ve salça üretimi ve ticaretidir.
Göknur Gıda Maddeleri Enerji İmalat İthalat İhracat Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Göknur, Türkiye'de bir meyve ve sebze konsantresi şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, konsantre ürünler, püre konsantre ürünler, püre ürünler, deiyonize konsantre ürünler, dondurulmuş IQF, doğal kabuk yağları, doğal meyve FTNF, doğrudan preslenmiş meyve suları, kuru tohumlar, tüketim ürünleri ve taze meyveler sunmaktadır. Ayrıca ürünlerini ihraç etmektedir. Şirket 1993 yılında kurulmuştur ve merkezi Ankara, Türkiye'dedir.
Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş.	Kayseri Şeker Fabrikası Anonim Şirketi, Türkiye'de ve uluslararası alanda kristal şeker üretimi ve satışı yapmaktadır. Şirket 1955 yılında Kayseri, Türkiye'de kurulmuştur.
Kerevitaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirket ve bağlı ortaklıklarının faaliyet konusu, dondurulmuş ve konserve meyve ve sebze, dondurulmuş ve konserve su ürünleri, dondurulmuş unlu mamuller, kaplamalı ürünler ve konserve ton balığı, yağ ve margarin üretimi ve ticaretidir.
Konfrut Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirketin fiili faaliyet konusu, tarıma dayalı sanayi alanında, çeşitli meyve ve sebzeleri, Akkent-Denizli'deki fabrikasında yüksek teknolojiyle işleyerek, dünyanın dört bir yanına satılabilir nitelikte meyve ve sebze suları ve konsantrelerine dönüştürmektir. Şirket iç piyasanın yanı sıra 40'a yakın ülkeye ürünlerini ihraç etmektedir.
Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.Ş.	Şirketin faaliyet konusu, kola ve meşrubat sanayinde kullanılan pet şişe imalatı, bunlara içme suyu ve diğer sıvı gaz veya katı maddeler doldurulması ile su, meşrubat, kolalı içecekler, gazlı ve gazsız meşrubatlar, meyve suları imalatı, ithali, ihracı, sanayi, toptan ve perakende olarak pazarlanmasıdır.
Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi, Türkiye'de şekerleme üretimi ve satışı yapmaktadır. Jöleler, meyan kökü, şekerleme, lolipop, sakız ve fonksiyonel ürünler sağlar. Şirket 1994 yılında İstanbul'da kurulmuştur.
Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.	Kütahya Şeker Fabrikası Anonim Şirketi Türkiye'de şeker üretimi ve satışı yapmaktadır. Şirket 1953 yılında kurulmuştur ve merkezi Kütahya, Türkiye'dedir.
Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirket, domates salçası, küp domates üretimi ile iştigal etmektedir.
Orçay Ortaköy Çay Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Orçay Ortaköy Çay Sanayi ve Ticaret A.Ş. çay ve benzer gıda ürünleriyle ilgili her türlü üretim ve ticaretin yapılması, hammadde, yarı mamul ve mamul halinde çay ve benzeri ürünlerin yurt içi ve dışında satış ve pazarlamasını yapmak çay ve benzer ürünlerle ilgili imalat ve ambalajlama işlemleri için gerekli her türlü makine ve malzemeyi ithal ve ihraç etmek yanında ilgili mercilerden izin almak kaydı ile imalat sanayini kurmak, yurt içi ve dışından hammaddesini temin etmek veya satmak, ürettiği yarı mamul ve mamul maddesini yurt içi ve yurt dışında pazarlamasını yapmak, şube ve satış yerleri açmak, bu amaçla kurulacak tesislerin yurt içi ve yurt dışından makine ve diğer malzemelerini temin etmek maksadıyla kurulmuş olup merkezi Ortaköy Köyü Güneysu Rize – Türkiye'dir.

Şirket	Açıklama
Oylum Sinai Yatırımlar A.Ş.	Şirketin ana faaliyet konusu çeşitli gıda maddeleri imalatı ve bilhassa; bisküvi, çikolata, gofret, çikolata kaplamalı bisküvi ve gofret, kek, kraker, çiklet, şekerleme, lokum, helva, reçel vb. her türlü unlu ve şekerli, kakaolu, fındıklı mamul ve yarı mamullerin ve bu mamul ve yarı mamullerle ilgili çeşitli ham ve yardımcı maddelerin imali, alımı, satımı, ithalatı ve ihracatını yapmaktır.
Penguen Gıda Sanayi A.Ş.	Şirket, dondurulmuş gıda, konserve, turşu, salça ve reçel ürünlerinin üretimi faaliyetlerini yürütmektedir.
Pinar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.	Şirketin ana faaliyet konusu; büyükbaş ve küçükbaş hayvanlar ile kanatlı hayvanların ve balıkların et ve yan ürünlerinin üretilmesiyle birlikte dondurulmuş hamur ürünleri ve hazır yemek üretimi gerçekleştirmektedir.
Pinar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirketin ana faaliyet konusu, su dolumu, pet şişe üretimi, gazlı, gazsız ve meyveli içecek üretimi ile "Pınar Yaşam Pınarım" markası altında su satışının gerçekleştirilmesidir.
Pınar Süt Mamülleri Sanayii A.Ş.	Şirketin ana faaliyet konusu ağırlıklı olarak süt ve süt mamülleri (peynir, yoğurt vs.) olmak üzere meyve suları, sos ve toz ürünlerinin üretimi ile satışını gerçekleştirmektedir.
Selçuk Gıda Endüstri İhracat İthalat A.Ş.	Şirket kuru meyve üretimi (incir) ve bunların yurt içi ve yurt dışı pazarlarda satışı konusunda faaliyet göstermektedir.
Selva Gıda Sanayi A.Ş.	Selva Gıda Sanayi A.Ş., Türkiye'de çeşitli gıda ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Spagetti, penne rigate, mantı, tagliatelle, lazanya ve düdük gibi çeşitli makarna türleri sunar; buğday ve mısır unu, bulgur, tatlı ve mutfak yardımcıları, galeta unu, sağlıklı ürünler ve irmik üretmektedir. Şirket ayrıca catering işiyle de ilgilenmektedir. Ayrıca ürünlerini ihraç etmektedir. Selva Gıda Sanayi A.Ş. 1988 yılında kurulmuştur ve merkezi Konya, Türkiye'dedir.
Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi glutensiz unlar, ekmeklik un karışımları, profesyonel unlar ve profesyonel ekmek karışımları üretmekte ve satmaktadır. Şirket 1963 yılında Aydın, Türkiye'de kuruldu. Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi, Moms Kitchen International Sarl'ın bir bağlı ortaklığı olarak faaliyet göstermektedir.
Tat Gıda Sanayi A.Ş.	Tat Gıda Sanayi A.Ş., bağlı ortaklıkları ile birlikte Türkiye'de ve uluslararası alanda yarı mamul ve mamullerin üretimi, dağıtımı, pazarlaması, ticareti ve komisyonculuğunu yapmaktadır. Salça, domates ürünleri, sebze konserveleri, turşular, haşlamalar, mısır ürünleri; ketçap, baharatlı ve organik ketçap, mayonez, sarımsaklı mayonez, hardal, acı sos, burger sosu, ranch sos, barbekü sosu, peri peri sosu ve makarna sosu üretmektedir. Bunun yanı sıra konserve hazır yemek, hazır yemek, haşlama, organik haşlama, ekmek sürme, çorba, reçel, marmelat gibi ürünler de şirketin ürünleri arasında yer almaktadır. Şirketin eski adı Tat Konserve Sanayii A.Ş.'dir ve adını Tat Gıda Sanayi A.Ş. olarak değiştirmiştir. Kasım 2013'te Tat Gıda Sanayi A.Ş. 1967 yılında kurulmuş olup, merkezi İstanbul, Türkiye'de bulunmaktadır.

Şirket	Açıklama
Tetamat Gıda Yatırımları A.Ş.	Şirket her türlü gıda maddelerinin özellikle yaş sebze ve meyvelerden yaş veya kuru mamul, yarı mamul ve bu mamul ve yarı mamullerle ilgili çeşitli ham ve yardımcı maddelerin üretilmesi, ambalajlanması, paketlenmesi ve şirket ana sözleşmesinde yazılı diğer işlerde faaliyet göstermektedir.
Tukaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirketin faaliyet konusu, başta salça, konserve ve turşu olmak üzere her türlü gıda maddelerinin üretimi ve bu ürünlerin yurt içinde ve yurt dışında pazarlanmasıdır.
Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.	Şirketin ana faaliyet konusu özellikle bisküvi, çikolata, çikolata kaplamalı bisküvi, gofret ve kek imalatıdır.
Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirket, ana sözleşmesine göre un, irmik, makarna ve bisküvi gibi hububat ve bakliyatın; mamul, her türlü gıda maddelerinin imalatını, ticaretini, ithalat ve ihracatını yapmak üzere 1989 yılında kurulmuştur. Şirket'in fiili faaliyet konusu, buğday unu, kepek ve diğer yem hammaddeleri üretimi, ticareti, yurt içi ve yurt dışı satışı ile buğday başta olmak üzere çeşitli tahılların yurt içi ve yurt dışı ticaretidir.
Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş.	Vanet Gıda Sanayi İç Ve Dış Ticaret A.Ş., Türkiye'de çeşitli et ve et ürünlerinin üretimi, işlenmesi, alımı ve satışı ile uğraşmaktadır. Şirket, sucuk, salam, kavurma, hamam sucuğu, jambon ve pastırma, kuru et ürünleri sunmaktadır. Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret Anonim Şirketi 1977 yılında İstanbul, Türkiye'de kurulmuştur.
Yayla Agro Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirket'in ana faaliyet konusu çeşitli gıda ve hububat ürünleri üretimi ve ticaretidir. Şirket 1996 yılında kurulmuştur ve merkezi Kahramankazan, Türkiye'dedir.

Kaynak: Şirketlerin web siteleri, Capital IQ ve Rasyonet

#### Sekil 35 Yurt İçi Benzer Şirket Verileri

Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	FVÖK (mn TL)	Net Satışlar (mn TL)	Net Kar (mn TL)
Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii Anonim Şirketi	42.099	58.290	18.397	14.015	101.303	3.970
A.V.O.D Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret Anonim Şirketi	867	963	84	80	649	115
Danvit Bandırma Vitaminli Yem Sanayii Anonim Şirketi	8.322	10.135	358	9	12.458	-518
Coca-Cola İçecek Anonim Şirketi	67.892	76.035	11.269	9.323	60.420	4.736
Dardanel Onentis Gıda Sanayi A.Ş.	2.714	3.765	191	155	3.346	24
Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi	4.435	4.908	460	446	4.262	274
Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2.409	2.437	218	210	616	155
Ersu Meyve ve Gıda Sanayii A.Ş.	247	247	0	-4	69	-4

Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	FVÖK (mn TL)	Net Satışlar (mn TL)	Net Kar (mn TL)
Fade Gıda Yatırım Sanayi Ticaret Anonim Şirketi	945	968	23	24	470	314
Frigo-Pak Gıda Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	777	797	126	110	481	73
Göknur Gıda Maddeleri Enerji İmalat İthalat İhracat Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi	5.383	6.572	449	397	4.432	200
Kayseri Şeker Fabrikası Anonim Şirketi	14.078	15.682	2.168	2.011	5.642	1.798
Kerevitaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	6.362	7.391	1.637	1.549	13.093	1.033
Konfrut Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2.144	2.627	271	248	2.324	127
Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.Ş.	1.478	1.460	57	50	907	66
Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	4.445	5.898	696	556	5.341	404
Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.	2.255	2.204	173	162	624	418
Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	536	591	103	86	642	13
Orçay Ortaköy Çay Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi	613	816	97	94	383	54
Oylum Sınai Yatırımlar Anonim Şirketi	423	447	41	37	317	49
Penguen Gıda Sanayi A.Ş.	1.111	1.374	105	94	855	67
Pinar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.	2.583	2.937	286	246	2.494	357
Pinar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.	824	1.105	62	18	660	-52
Pinar Süt Mamülleri Sanayi A.Ş.	2.715	4.298	404	302	6.750	358
Selçuk Gıda Endüstri İhracat İthalat A.Ş.	194	194	-1	-2	37	16
Selva Gıda Sanayi A.Ş.	904	1.117	84	79	753	88
Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	5.218	4.647	296	266	3.002	215
Tat Gıda Sanayi A.Ş.	4.047	6.302	498	459	3.374	298
Tetamat Gıda Yatırımları A.Ş.	329	337	-11	-12	27	-15
Tuğay Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	8.343	8.987	1.431	1.379	4.307	1.182
Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.	12.291	27.630	6.565	6.180	32.423	1.013
Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.	5.584	6.588	1.017	949	21.697	104
Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret Anonim Şirketi	305	302	0	-1	28	35
Yayla Agro Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	14.603	17.972	1.229	1.194	12.187	913

Kaynak: Şirketlerin web siteleri, denetim raporları, S&P CapitalIQ ve Rasyonet veri tabanları (07.07.2023 kapanışı itibarıyla ve söz konusu tarihteki en güncel finansal tablolar üzerinden)

## Yurt Dışı Benzer Şirketler

CapitalIQ veri tabanı üzerinden yapılan incelemeler sonucunda yurt dışında Şirket'e benzer alanlarda faaliyet gösterdiği belirlenen şirketlerin listesi aşağıda verilmektedir:

### Sekil 36 Yurt Dışı Benzer Şirket Tanımları

Şirket	Açıklama
Farmsco	Farmsco, bağlı ortaklıkları ile birlikte Güney Kore'de yem üretimi ve satışı yapmaktadır. Ayrıca hayvancılık işleme, kesim ve depolama faaliyetleri; mısır dağıtımı; gübre işi; kümes hayvanları işi ve binicilik işiyle de ilgilenmektedir. Şirket daha önce Daesang Farmsco Co, Ltd. olarak biliniyordu ve Nisan 2009'da adını Farmsco olarak değiştirmiştir. Şirket 1999 yılında kurulmuştur ve merkezi Anseong, Güney Kore'dedir. Farmsco, Harim Holdings Co. Ltd. şirketinin bir yan kuruluşudur.

Şirket	Açıklama
Feedone Co., Ltd.	Feedone Co., Ltd. Japonya'da ve uluslararası alanda hayvan, balıkçılık ve diğer yemleri tedarik edip, üretip, işleyip, pazarlayıp satmaktadır. Şirket, püre, pelet, kırıntı, granül, pul ve pelet halinde çiftlik hayvanları yemi ve yumurtası, etlik piliç, bildircin ve süt ve besi sığırları sunmaktadır. Ayrıca püre, granül, kırıntı ve kuru ve ekstrüder peletler dahil olmak üzere balıkçılık yemleri alanında da faaliyet göstermektedir. Buna ek olarak, şirket arıcılık ve su ürünleri yetiştiriciliği hayvanları için yem sunmaktadır. Feedone Co., Ltd. 2014 yılında kurulmuştur ve merkezi Yokohama, Japonya'dadır.
Godrej Agrovet Limited	Godrej Agrovet Limited, Hindistan'da ve uluslararası alanda mahsul ve çiftlik hayvanı verimini artıran ürün ve hizmetler sunmaktadır. Hayvan yemi, bitki koruma, bitkisel yağ, gayrimenkul, tohumculuk, yel değirmeni ile enerji üretimi ve sığır yetiştiriciliği segmentleri aracılığıyla faaliyet göstermektedir. Şirket sığır, kümes hayvanları ve su yemi gibi hayvan yemleri sunmaktadır. Şirket 1991 yılında kurulmuştur ve merkezi Hindistan'ın Mumbai kentindedir. Godrej Agrovet Limited, Godrej Industries Limited'in bir yan kuruluşudur.
Hanil Feed Co., Ltd.	Hanil Feed Co., Ltd. Güney Kore'de hayvan yemi üretmekte ve satmaktadır. Şirket, kabuklu mısır, mısır karışımı ve konsantreler dahil olmak üzere karma yemleri sunmaktadır. Ayrıca soya küspesi, pamuk tohumu küspesi, palmye küspesi, farina, ayçiçeği küspesi ve buğday kepeği gibi tek taneli yem ürünleri ve yeşil hücre, yem, yulaf samanı, kamış, pancar küspesi, pamuk tohumu, elma küspesi ve yoncadan oluşan yem takviyeleri de sunmaktadır. Şirket 1963 yılında kurulmuştur ve merkezi Güney Kore'nin Yongin kentindedir.
KSE Limited	KSE Limited, Hindistan'da karma sığır yemi üretmekte ve satmaktadır. Hayvan yemi, yağlı kek işleme ve süt ürünleri segmentleri aracılığıyla faaliyet göstermektedir. Şirket, hazır hayvan yemi ve yem takviyeleri, yağı alınmış hindistan cevizi kekleri, rafine hindistan cevizi yağları, solventle çıkarılmış hindistan cevizi yağları ve süt ürünleri sunmaktadır. Ürünlerini bir bayi ve perakendeci ağı aracılığıyla sunmaktadır. Şirket 1963 yılında kurulmuştur ve merkezi Thrissur, Hindistan'dadır.
Lee Feed Mill Public Company Limited	Lee Feed Mill Public Company Limited, iştirakleri ile birlikte, öncelikle Tayland'da hayvan yemi üretmekte ve dağıtmaktadır. Şirket, evcil hayvan yemi, çiftlik hayvanları yemi ve suda yaşayan yem ürünleri üretip satmaktadır. Hayvancılık ve su ürünleri yetiştiriciliği sektörlerinde konsantre pelet ve toz formlarında ürünlerin yanı sıra Lee, Win, Max ve Pro-grade markaları altında tavuk, ördek, sığır, balık, kurbağa ve karidesler için konsantre yem sunmaktadır. Ayrıca ürünlerini Tayland'da ve uluslararası alanda satmaktadır. Lee Feed Mill Public Company Limited 1983 yılında kurulmuştur ve merkezi Bangkok, Tayland'dadır.
Vitarich Corporation	Vitarich Corporation, iştirakleri ile birlikte Filipinler'de çeşitli kümes hayvanı ürünleri üretmekte ve dağıtmaktadır. Şirket gıda, yem ve çiftlik segmentleri üzerinden faaliyet göstermektedir. Canlı piliç yetiştirmekte, üretmekte, pazarlara ve süpermarketlere dağıtmaktadır. Şirket ayrıca hayvan ve su yemleri; hayvan sağlığı ve beslenme ürünleri; ve yem takviyeleri üretmekte ve dağıtmaktadır. Şirket 1950 yılında kurulmuştur ve merkezi Filipinler'in Bulacan kentindedir.

Şirket	Açıklama
Charoen Pokphand Enterprise (Taiwan) Co., Ltd.	Charoen Pokphand Enterprise (Taiwan) Co., Ltd. Tayvan'da ve Asya'nın geri kalan bölgelerinde tarım, hayvancılık ve et işleriyle uğraşmaktadır. Şirket; yem iş grubu, et işleme işi, gıda işleme işi, yumurta tavukçuluğu işi ve diğer segmentler aracılığıyla faaliyet göstermektedir. Tavuk, ördek, sığır ve diğer hayvanlar için yem üretip, satmaktadır. Buna ek olarak, yumurta ve et üretmek için tavuklar için hayvancılık yönetimi hizmetlerinin sağlanması; tavuk yetiştiriciliği; ve kümes hayvanlarının elektrikli kesimi ile uğraşmaktadır. Şirket 1921 yılında kurulmuştur ve merkezi Tayvan'ın Taipei şehrinde bulunmaktadır.
Astral Foods Limited	Astral Foods Limited, bir kümes hayvanı üreticisi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, Güney Afrika'daki ve uluslararası mezbahaları aracılığıyla piliç işleme ve üretimi yapmaktadır. Ayrıca Şirket, kümes hayvanı ürünlerinin pazarlanması, satışı ve dağıtımını ile günlük civciv ve kuluçkalık yumurta yetiştiriciliği ve satışı da yapmaktadır. Şirket, çiftlik hayvanları için yem ürünleri üretip satmakta ve hayvan yemi endüstrisine laboratuvar analitik hizmetleri sağlamaktadır. Şirket 2001 yılında kurulmuştur ve merkezi Centurion, Güney Afrika'dadır.
Prima Agro Limited	Prima Agro Limited, öncelikle Hindistan'da karma hayvan yemi ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Şirket sığır yemi peletleri sağlamaktadır. Prima Agro Limited 1987 yılında kurulmuştur ve merkezi Cochin, Hindistan'dadır.
ForFarmers N.V.	ForFarmers N.V. Hollanda, Belçika, Almanya, Polonya ve Birleşik Krallık'ta geleneksel ve organik hayvancılık için yem çözümleri sunmaktadır. Karma yem ve karışımlar, genç hayvanlar için yem ve özel ürünler, ham maddeler ve yan ürünler, tohumlar ve gübreler sunmaktadır. Şirket, yem üretimi ve teslimatının yanı sıra lojistik hizmetleriyle de ilgilenmektedir. ForFarmers N.V. 1896 yılında kurulmuştur ve merkezi Hollanda'nın Lochem kentindedir.
Aman Feed Limited	Aman Feed Limited Bangladeş'te kümes hayvanları, balık, karides ve büyükbaş hayvan yemleri üretmekte, dağıtmakta ve satmaktadır. Şirket, ürünlerini bayiler aracılığıyla dağıtmaktadır. Aman Feed Limited 2005 yılında kurulmuştur ve merkezi Dakka, Bangladeş'tedir.
Phibro Animal Health Corporation	Phibro Animal Health Corporation, gıda ve refakatçi hayvanlar için bir dizi hayvan sağlığı ve mineral beslenme ürünü geliştirmekte, üretmekte ve tedarik etmektedir. Şirket kümes hayvanları, besi ve süt sığırları, su ürünleri yetiştiriciliği ve köpekler için ürünler geliştirmekte, üretmekte ve pazarlamaktadır. Şirket, hayvan sağlığı ve mineral beslenme ürünlerini yerel satış ofisleri aracılığıyla entegre kümes hayvanları ve sığır entegratörlerinin yanı sıra ticari hayvan yemi üreticileri, toptancılar ve distribütörlere satmaktadır. Amerika Birleşik Devletleri, Latin Amerika, Kanada, Avrupa, Orta Doğu, Afrika ve Asya Pasifik'te faaliyet göstermektedir. Phibro Animal Health Corporation 1946 yılında kurulmuştur ve merkezi Teaneck, New Jersey'de bulunmaktadır.

Kaynak: Şirketlerin web siteleri ve CapitalIQ veri tabanı

**Sekil 37 Yurt Dışı Benzer Şirket Verileri**

Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	FVÖK (mn TL)	Net Satışlar (mn TL)	Net Kar (mn TL)
Farmsco	2.889	12.459	963	506	26.676	(426)
Feedone Co., Ltd.	5.015	9.437	611	711	40.419	135
Godrej Agrovet Limited	28.266	32.393	1.315	528	20.880	669
Hanil Feed Co., Ltd.	4.719	5.940	(66)	49	5.634	(196)
KSE Limited	1.526	1.389	(7)	54	3.567	(5)
Lee Feed Mill Public Company	1.562	1.025	38	99	1.620	12
Vitarich Corporation	919	1.136	109	25	4.094	50
Charoen Pokphand Enterprise (Taiwan) Co., Ltd.	22.480	30.948	2.061	1.097	16.990	967
Astral Foods Limited	8.308	9.145	950	805	20.830	598
Prima Agro Limited	39	23	4	4	31	4
ForFarmers N.V.	6.951	9.088	1.088	921	57.621	313
Aman Feed Limited	1.055	1.879	87	150	2.330	(27)
Phibro Animal Health Corporation	15.329	23.528	1.918	1.203	17.429	510

Kaynak: Şirketlerin web siteleri ve CapitalIQ veri tabanı  
(07.07.2023 kapanışı itibarıyla ve söz konusu tarihteki en güncel finansal tablolar üzerinden)

**Çarpan Analizi**

İD/FAVÖK çarpanları şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (halka açık şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu için seçilmiştir. Çarpanlar hesaplanırken şirketlerin 7 Temmuz 2023 piyasa kapanışı işletme ve piyasa değerleri ile 7 Temmuz 2023 itibarıyla açıklanmış olan en güncel finansal tablolar üzerinden son 12 aylık finansal veriler kullanılmıştır.

**Sekil 38 Seçilen Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları**

Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	İD/FAVÖK
Anadolu Efes Biraçılık ve Malt Sanayii Anonim Şirketi	42.099	58.290	18.397	3,17x
A.V.O.D Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret Anonim Şirketi	867	963	84	11,46x
Banvit Bandırma Vitamini Yem Sanayii Anonim Şirketi	8.322	10.135	358	28,31x
Coca-Cola İçecek Anonim Şirketi	67.892	76.035	11.269	6,75x
Dardanel Onentis Gıda Sanayi A.Ş.	2.714	3.765	191	19,68x
Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi	4.435	4.908	460	10,66x
Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2.409	2.437	218	11,17x
Ersu Meyve ve Gıda Sanayii A.Ş.	247	247	0	n.m
Fado Gıda Yatırım Sanayi Ticaret Anonim Şirketi	945	968	23	41,68x
Friko Pak Gıda Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	777	797	126	6,31x
Göknur Gıda Maddeleri Enerji İmalat İthalat İhracat Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi	5.383	6.572	449	14,63x
Kayseri Şeker Fabrikası Anonim Şirketi	14.078	15.682	2.168	7,23x
Kerevitas Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	6.362	7.391	1.637	4,51x
Konfrut Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2.144	2.627	271	9,69x
Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.Ş.	1.478	1.460	57	25,46x
Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	4.445	5.898	696	8,47x
Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.	2.255	2.204	173	12,71x
Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	536	591	103	5,74x

Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	İD/FAVÖK
Orçay Ortaköy Çay Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi	613	816	97	8,40x
Oylum Sınai Yatırımlar Anonim Şirketi	423	447	41	10,93x
Penguen Gıda Sanayi A.Ş.	1.111	1.374	105	13,06x
Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.	2.583	2.937	286	10,26x
<del>Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.</del>	<del>824</del>	<del>1.105</del>	<del>62</del>	<del>17,87x</del>
Pınar Süt Mamülleri Sanayii A.Ş.	2.715	4.298	404	10,65x
<del>Selçuk Gıda Endüstri İhracat İthalat A.Ş.</del>	<del>194</del>	<del>194</del>	<del>(1)</del>	<del>n.m</del>
Selva Gıda Sanayi A.Ş.	904	1.117	84	13,24x
<del>Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.</del>	<del>5.218</del>	<del>4.647</del>	<del>296</del>	<del>15,68x</del>
Tat Gıda Sanayi A.Ş.	4.047	6.302	498	12,66x
<del>Tetamat Gıda Yatırımları A.Ş.</del>	<del>329</del>	<del>337</del>	<del>(11)</del>	<del>n.m</del>
Tuğay Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	8.343	8.987	1.431	6,28x
<del>Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.</del>	<del>12.291</del>	<del>27.630</del>	<del>6.565</del>	<del>4,21x</del>
Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.	5.584	6.588	1.017	6,48x
<del>Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret Anonim Şirketi</del>	<del>305</del>	<del>302</del>	<del>0</del>	<del>n.m</del>
Yayla Agro Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	14.603	17.972	1.229	14,62x
<b>Medyan</b>				<b>10,65x</b>

Kaynak: Şirketlerin web siteleri, denetim raporları, S&P CapitalIQ ve Rasyonet veri tabanları  
(Üzeri çizili olan uç değerler hesaplamaya dahil edilmemiştir.)

Benzer yurt içi çarpanlar arasında İD/FAVÖK için uç değer (5x'ten küçük ve 15x'den büyük olan) olan Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii Anonim Şirketi, Banvit Bandırma Vitaminli Yem Sanayii Anonim Şirketi, Dardanel Önentaş Gıda Sanayi A.Ş., Ersu Meyve ve Gıda Sanayii A.Ş., Fade Gıda Yatırım Sanayi Ticaret Anonim Şirketi, Kereviş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş., Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.Ş., Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş., Selçuk Gıda Endüstri İhracat İthalat A.Ş., Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş., Tetamat Gıda Yatırımları A.Ş., Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. ve Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret Anonim Şirketi çarpanları hesaplamaya dahil edilmemiştir. Bu şirketler çıkarıldığında İD/FAVÖK için çarpan değeri **10,65x** olarak hesaplanmıştır.

Yurt içi seçilen benzer şirketlere ilişkin yukarıda verilen analiz yurt dışı seçilen benzer şirketler için de yapılmıştır:

#### Şekil 39 Seçilen Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları

Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	İD/FAVÖK
Farmsco	2.889	12.477	963	12,96x
Feedone Co., Ltd.	5.163	9.481	611	15,51x
Godrej Agrovet Limited	28.080	32.304	1.315	24,56x
Hanil Feed Co., Ltd.	4.529	5.918	(66)	-89,92x
KSE Limited	1.517	1.384	(7)	(191,91)x
Lee Feed Mill Public Company	1.558	1.020	38	27,08x
Vitarich Corporation	917	1.134	109	10,40x
Charoen Pokphand Enterprise (Taiwan) Co., Ltd.	22.620	30.940	2.061	15,00x
Astral Foods Limited	8.233	9.071	950	9,55x
Prima Agro Limited	41	24	4	5,55x



Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	İşletme Değeri (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	İD/FAVÖK
ForFarmers N.V.	7.031	9.168	1.088	8,43x
Aman Feed Limited	1.053	1.877	87	21,54x
Phibro Animal Health Corporation	15.138	23.337	1.918	12,17x
<b>Medyan</b>				<b>10,40x</b>

Kaynak: Şirketlerin web siteleri, denetim raporları ve S&P CapitalIQ veri tabanları  
(Üzeri çizili olan uç değerler hesaplamaya dahil edilmemiştir.)

Benzer yurt dışı çarpanlar arasında İD/FAVÖK için uç değer (5x'ten küçük ve 15x'den büyük olan) olan Feedone Co., Ltd., Godrej Agrovet Limited, Hanil Feed Co., Ltd., KSE Limited, Lee Feed Mill Public Company ve Aman Feed Limited çarpanları hesaplamaya dahil edilmemiştir. Bu şirketler çıkarıldığında İD/FAVÖK için çarpan değeri **10,40x** olarak hesaplanmıştır.

### Çarpan Analizi Sonucunda Bulunan Değer

Şirket'in piyasa değerinin tespit edilebilmesi için Türkiye'de faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan İD/FAVÖK çarpanı analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir.

#### Şekil 40 Seçilen Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları

Yöntem	31.03.2023 S12A Düzeltilmiş FAVÖK (mn TL)	Çarpan	İşletme Değeri (mn TL)	Düzeltilmiş Net Borç (mn TL)	İskonto Öncesi Piyasa Değeri (mn TL)	Pay Başına Değer (TL)
<b>İD/FAVÖK</b>	546	10,7x	5.817	1.111	4.707	36,20

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu ve Rasyonet veri tabanı

Şirket'in piyasa değerinin tespit edilebilmesi için yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan çarpan analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir:

#### Şekil 41 Seçilen Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları

Yöntem	31.03.2023 S12A Düzeltilmiş FAVÖK (mn TL)	Çarpan	İşletme Değeri (mn TL)	Düzeltilmiş Net Borç (mn TL)	İskonto Öncesi Piyasa Değeri (mn TL)	Pay Başına Değer (TL)
<b>İD/FAVÖK</b>	546	10,4x	5.682	1.111	4.571	35,16

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu ve CapitalIQ veri tabanı

Not: Ofis Yem'in Düzeltmiş FAVÖK ve Net Borcu Ofis Acay'ın %49'luk kontrol gücü olmayan payları çıkartılarak hesaplanmıştır.

Yurt içi benzer şirketler çarpanınının %50 ve yurt dışı benzer şirketler çarpanınının %50 ağırlıklandırılması sonucu şirketin pay başına değeri **35,68 TL** olarak hesaplanmaktadır. Halka arz fiyatı olan **27,20 TL**, bu değere kıyasla **%23,8** iskontoludur.

## Değerleme Sonucu

Bu raporun değerlendirme yöntemleri başlığı altında açıklandığı üzere, Şirket değerlemesinde İD/FAVÖK analizine ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Çarpan analizi İD/FAVÖK BİST Gıda Endeksi çarpanına %50, İD/FAVÖK Yurt Dışı Benzer Şirketler çarpanına ise %50 ağırlık verilerek hazırlanmıştır. Ayrıca hem Çarpan Analizi yöntemi hem de Nakit Akımları yöntemi nihai Şirket Değeri hesaplanırken %50-%50 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Şirket'in 31.03.2023 tarihi itibarıyla hesaplanan **5.295.856.595 TL** olarak hesaplanan İNA değerine, Ofis Acay'ın %49'luk kontrol gücü olmayan paylarının düşürülmesi ile hesaplanan düzeltilmiş **1.110.688.486 TL** tutarındaki net borcun eklenmesiyle düzeltilmiş özkaynak değeri **4.185.168.109 TL** olarak bulunmuştur. 31.03.2023 itibarıyla özkaynak değeri üzerinden 2023 yılı için öngörülen özsermaye maliyeti ile hesaplanan ve fiyat tespit raporu ile aynı zamanda da değerlendirme tarihi olan 10.07.2023 tarihindeki özkaynak değeri ise **4.519.276.428 TL**'dir. Aynı yöntemle 31.03.2023 itibarıyla şirket değeri üzerinden, 2023 yılı için öngörülen özsermaye maliyeti ile hesaplanan değerlendirme tarihindeki şirket değeri ise **5.629.964.915 TL**'dir. Şirket'in İD/FAVÖK çarpan analizinden gelen şirket değeri ise **5.749.555.907 TL**'dir. İD/FAVÖK analizine ve İNA değerlemesi ile ulaşılan ağırlıklı şirket değeri **5.689.760.411 TL** bulunmuştur.

Bu bağlamda Şirket'in piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

Şekil 42 Piyasa Değeri ve Pay Başına Değer Hesaplaması

31.03.2023 S12A		
Ofis Yem Halka Arz Sonucu		EV(TL)
İD/FAVÖK BİST Gıda Endeksi (TL)	10,7x	5.817.265.163
İD/FAVÖK Yurt Dışı Çarpan (TL)	10,4x	5.681.846.650
İD/FAVÖK BİST Gıda Çarpan %	%50	2.908.632.581
İD/FAVÖK Yurt Dışı Çarpan %	%50	2.840.923.325
<b>Çarpan Değeri</b>	<b>%50</b>	<b>5.749.555.907</b>
<b>İNA Değeri</b>	<b>%50</b>	<b>5.629.964.915</b>
<b>Ağırlıklı Şirket Değeri</b>		<b>5.689.760.411</b>
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller		18.346.000
<b>Halka Arz Öncesi Şirket Değeri</b>		<b>5.708.106.411</b>
Net Borç		(1.110.688.486)
İskonto Öncesi Özkaynak Değeri		4.597.417.924
<b>İskonto Öncesi Pay Başına Fiyat</b>		<b>35,36</b>
İskonto Oranı		%23,1
İskontolu Özkaynak Değeri		3.535.414.384
<b>Halka Arz Fiyatı</b>		<b>27,20</b>
<b>Sermaye Artırımı Oranı</b>		<b>%12,5</b>
<b>Ortak Satışı Oranı</b>		<b>%5,0</b>
Sermaye Artırımı Fon Büyüklüğü		442.000.000
Ortak Satışı Fon Büyüklüğü		176.800.000
<b>Toplam Halka Arz Büyüklüğü</b>		<b>618.800.000</b>
Halka Açıklık Oranı		%15,6

Halka arz satış fiyatı olarak belirlenen **27,20 TL** hesaplanan pay başına fiyat olan **35,36 TL**'ye göre **%23,1** iskontoludur.

*Ek: Sorumluluk Beyanı*



**SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA**

Eskişehir Yolu 8. Km no:156

**Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.**

Nispetiye Mahallesi Barbaros Bulvarı

Çiftçi Tovvers No : 96 34340

Beşiktaş – İstanbul

Tel : (0212) 384 10 10

Fax: (0212) 384 10 05

Ticaret Sicil No: 235103

Mersis No: 0-3890-0068-3300011

[www.garantiyatirim.com.tr](http://www.garantiyatirim.com.tr)

İstanbul, 10/07/2023

**Konu: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı**

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen 11.04.2019 tarihli ve 21/500 sayılı kararına ("Kurul Kararı") istinaden;

Kurul Kararı'nın "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Değerlemesinde Uyulacak Esaslar" başlıklı F maddesinin 9. bendi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Kurul Kararı'nda belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uydüğümüzü. 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.

**GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.**

*Taylan Özgür Toprak*

*Yönetici*

*Armağan Güner*

*Birim Müdürü*

**GARANTİ YATIRIM  
MENKUL KIYMETLER A.Ş.**  
Nispetiye Mahallesi Barbaros Bulvarı  
No:96 Çiftçi Tovvers No: 96 34340  
34340 Beşiktaş/İSTANBUL  
Tel:0212 384 10 10