



ÜNLÜ & Co

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.

Ahi Evran Cad. Polaris Plaza No:21 Kat:1  
34485 Maslak - Sarıyer / İstanbul

+90 212 367 36 22

info@unluco.com

unluco.com

# Oba Makarnacılık Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi



## Fiyat Tespit Raporu

25/12/2023



## Önemli

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça fiyat tespit raporu hazırlanması gerekmektedir.

Sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının ve ihraççıların, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yaptıracağı değerleme faaliyetlerinde kullanılacak değerleme standartlarına ilişkin esasları düzenleyen Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği'nin 3. Maddesinin 1. fıkrası uyarınca Sermaye Piyasası Mevzuatı uyarınca yapılan değerleme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulması zorunludur.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 23 Haziran 2017 tarih ve 38 sayılı Genelgesi ile Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC) tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017 çalışmasının Kurul'un 22.06.2017 tarih ve 25/856 sayılı kararı ile uygun görüldüğü duyurulmuştur.

Bu kapsamda, işbu Fiyat Tespit Raporu Oba Makarnacılık San. ve Tic. A.Ş.'nin halka arz edilecek paylarının satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. tarafından Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye uyumlu şekilde, Oba Makarnacılık San. ve Tic. A.Ş. ile ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. arasında 12.12.2023 tarihinde imzalanmış olan Değerleme Sözleşmesi kapsamında, rapor tarihi itibarıyla edinilen bilgi ve veriler çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerleme yöntemleri kullanılarak hazırlanmıştır.

## Kısaltma ve tanımlar

| Kısaltmalar               | Tanımlar                                                                                              |
|---------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 9A                        | 9 ay kümüle                                                                                           |
| a.d.                      | Anlamlı değil                                                                                         |
| A.Ş.                      | Anonim Şirketi                                                                                        |
| ABD                       | Amerika Birleşik Devletleri                                                                           |
| ABD Doları, USD           | Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi                                                     |
| Alp Invest                | Alpinvest Yatırım Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.                                                         |
| AOSM                      | Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti                                                                   |
| Avro/EUR                  | Avrupa Birliği para birimi                                                                            |
| Covid-19                  | Koronavirüs hastalığı 2019                                                                            |
| DD                        | Defter değeri                                                                                         |
| ELÜS                      | Elektronik Ürün Senedi                                                                                |
| F/K                       | Fiyat/kazanç oranı                                                                                    |
| FAVÖK                     | Faiz, amortisman, vergi öncesi kar                                                                    |
| Fortune Business Insights | Fortune Business Insights Pvt. Ltd.                                                                   |
| G                         | Gerçekleşmiş                                                                                          |
| Gaziantep Fabrikası       | 4. Organize Sanayi Bölgesi 83422 Nolu Cadde No:1 Şehitkamil/Gaziantep adresinde bulunan üretim tesisi |
| Hendek Fabrikası          | Çağlayan Mahallesi 4545 Sokak No: 21 Hendek/Sakarya adresinde bulunan üretim tesisi                   |
| İNA                       | İndirgenmiş nakit akımları                                                                            |
| KDV                       | Katma Değer Vergisi                                                                                   |
| kWh / kW                  | Kilowatt saat                                                                                         |
| Ltd.                      | Limited                                                                                               |
| m.d.                      | Mevcut değil                                                                                          |
| m2                        | Metrekare                                                                                             |
| Mamul satışı              | Makarna, noodle, irmik ve un satışlarının toplamı                                                     |
| Markalı ürün              | OBA markasına veya Oba Makarna şirketine ait diğer markalara sahip ürün                               |
| MENA                      | Orta Doğu ve Kuzey Afrika                                                                             |

| Kısaltmalar            | Tanımlar                                                                |
|------------------------|-------------------------------------------------------------------------|
| mIn                    | Milyon                                                                  |
| mly                    | Milyar                                                                  |
| MÜSAD                  | Makarna Üreticileri ve Sanayicileri Derneği                             |
| MW                     | Megawatt                                                                |
| Oba Food               | Oba Food Gıda Sanayi Ticaret Anonim Şirketi                             |
| Oba Makarna            | Oba Makarnacılık Sanayi ve Ticaret A.Ş.                                 |
| Özel markalı ürünler   | Üreticinin kendisi dışındaki bir marka için ürettiği ürünler            |
| PD                     | Piyasa değeri                                                           |
| SOA                    | Son on iki ay                                                           |
| ŞD                     | Şirket değeri                                                           |
| ŞD/FAVÖK               | Şirket değeri/Faiz amortisman vergi öncesi kar oranı                    |
| ŞD/Satışlar            | Şirket değeri/Net satış oranı                                           |
| Şirket, İhraççı        | Oba Makarnacılık Sanayi ve Ticaret A.Ş.                                 |
| T                      | Tahminlenmiş                                                            |
| TİS                    | Ticari işletme sermayesi                                                |
| Δ TİS                  | Ticari işletme sermayesindeki değişim                                   |
| TL                     | Türk lirası                                                             |
| U.N. A.F.P.A           | Avrupa Birliği Pastacılık Ürünleri Üreticileri Organizasyonları Birliği |
| ÜNLÜ Menkul/ ÜNLÜ & Co | ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.                                               |
| Ürün satışı            | Makarna, noodle, irmik, un ve yan ürün satışı                           |
| YBBO                   | Yıllık birleşik büyüme oranı                                            |

# İçindekiler

|          |                                                    |            |
|----------|----------------------------------------------------|------------|
| <b>1</b> | <b>Rapor özeti</b>                                 | <b>6</b>   |
| 1.1      | Raporun amacı                                      | 6          |
| 1.2      | Etik ilkeler                                       | 6          |
| 1.3      | Sınırlayıcı şartlar                                | 7          |
| 1.4      | Sorumluluk beyanı                                  | 9          |
| 1.5      | Yönetici özeti                                     | 9          |
| <b>2</b> | <b>Şirket faaliyetleri hakkında genel bilgiler</b> | <b>13</b>  |
| 2.1      | Halka arz yapısı                                   | 13         |
| 2.2      | Ana faaliyet alanları                              | 16         |
| 2.3      | Başlıca sektörler/pazarlar:                        | 27         |
| 2.3.1    | Küresel makarna ve noodle pazarı                   | 27         |
| 2.3.2    | Türkiye makarna pazarı                             | 32         |
| 2.3.3    | Şirket'in sektördeki konumu                        | 35         |
| <b>3</b> | <b>Şirket'in finansal bilgileri</b>                | <b>38</b>  |
| 3.1      | Bilanço                                            | 38         |
| 3.2      | Gelir tablosu                                      | 45         |
| <b>4</b> | <b>Değerleme</b>                                   | <b>53</b>  |
| 4.1      | Değerleme yaklaşımları                             | 53         |
| 4.2      | Değerleme yöntemleri                               | 54         |
| 4.2.1    | İndirgenmiş nakit akımı – İNA                      | 54         |
| 4.2.2    | Çarpan analizi yöntemi                             | 89         |
| <b>5</b> | <b>Sonuçlar ve görüş</b>                           | <b>102</b> |
| <b>6</b> | <b>Ek: Sorumluluk beyanı</b>                       | <b>103</b> |

# 1 Rapor özeti

## 1.1 Raporun amacı

Bu rapor, ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş. ("ÜNLÜ Menkul") ile Oba Makarnacılık A.Ş. ("Oba Makarna" veya "Şirket") arasında 12.12.2023 tarihinde imzalanmış olan Değerleme Sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerın Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i ve Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

## 1.2 Etik ilkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerleme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme hizmeti, ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisans belgelerine sahip değerleme uzmanları tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları doğrultusunda yerine getirilmiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Gerçekleşme ihtimali bulunmadığı düşünülen varsayımlar hakkında rapor istenen görevler kabul edilmemiştir.
- Sözleşmedeki yükümlülüklerimizi yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerleme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.

Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden, Şirket'in bağımsız denetim raporlarından, kamuya açık kaynaklardan ve Factset, Rasyonet gibi veri sağlayıcı kuruluşlardan sağlanan bilgilerden oluşmaktadır.

### 1.3 Sınırlayıcı şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler,

- Şirket adına Güney Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik Anonim Şirketi ("Member Firm of Ernst & Young Global Limited") tarafından; 31.12.2020 tarihi itibarıyla sona eren ve 31.12.2021 tarihi itibarıyla sona eren mali dönemlere ilişkin hazırlanan bağımsız denetim raporuna,
- Şirket adına Eren Bağımsız Denetim A.Ş. ("Member Firm of Grant Thornton International") tarafından 31.12.2022 ve 30.09.2023 tarihi itibarıyla sona eren mali döneme ilişkin hazırlanan bağımsız denetim raporuna,
- Şirket'e ait izahnameye,
- Kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgilere,
- Factset ve Rasyonet veri tabanlarına,
- Talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere ve
- ÜNLÜ Menkul'ün analizlerine dayanmaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere ÜNLÜ Menkul'e sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmıştır.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Finansal bilgilerin detaylarını oluşturan kısımlar da şirket tarafından sağlanmıştır.

Farklı tarihlerdeki finansal verilerle değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilmektedir.

Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler, salgın hastalıklar vb. gibi) alışılabilir dışı bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği varsayılmıştır.

Ülkemiz ve dünya ekonomisinde yakın gelecekte gerçekleşen olayların bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği varsayılmıştır.

Rapora konu olan değerlendirme çalışması, bilinen değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Piyasa koşullarında meydana gelebilecek önemli değişimlerin Şirket'in değerini etkileyerek olumlu veya olumsuz yönde değişim yapabileceği bilinmelidir.

**Fiyat tespit raporunu ve değerleme çalışmasını hazırlayan ekibe ilişkin bilgiler:**

İşbu Fiyat Tespit Raporu 31/08/2015 tarih ve G-011 (409) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin her ikisinde de bulunma izni bulunan ÜNLÜ Menkul tarafından hazırlanmıştır.

Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan bir aracı kurum olan, ÜNLÜ Menkul Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11/04/2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında istenen şartlara haiz olarak gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerleme hizmeti verebilmektedir.

Fiyat Tespit Raporu 'nu hazırlayan ÜNLÜ Menkul değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip gerekli personel istihdam etmektedir. Oba Makarna ile imzalanan "Halka Arz Aracılık Yetki Sözleşmesi" dışında değerleme konusu Şirket ile önemli bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır.

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

Ekip lideri olarak Fiyat Tespit Raporu'nun hazırlanması sürecini yöneten ÜNLÜ Menkul Kurumsal Finansman Direktörü E. Alper Çelik, çeşitli yatırım kuruluşlarında Kurumsal Finansman ve Araştırma bölümlerinde yaklaşık 20 senelik tecrübeye sahiptir. İstanbul Teknik Üniversitesi – İşletme Mühendisliği lisans ve Boğaziçi Üniversitesi – Ekonomi/Finans yüksek lisans mezunudur. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge no: 203052) ve Türev Araçlar Lisansı'na (Belge no: 307348) sahiptir.

**Değerlemesi yapılacak varlık**

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

**Değerleme tarihi**

Değerleme tarihi aynı zamanda rapor tarihi olan 25.12.2023'dir.

**Değer esası**

Piyasa Yaklaşımı için Pazar Değeri, Gelir yaklaşımı için Makul Değer dikkate alınmıştır.

UDS'nin 104 Değer Esasları kapsamında Pazar Değeri ve Makul Değer sırasıyla 30.1 ve 50.1 uyarınca aşağıda tanımlanmaktadır.

**Pazar değeri:**

Pazar değeri, bir varlık veya yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda istekli bir satıcı veya istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgilili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri, muvazaasız bir işlem ile değerleme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

### Makul değer:

Makul değer, bir varlığın veya yükümlülüğün bilgili ve istekli taraflar arasında devredilmesi için, ilgili tarafların her birinin menfaatini yansıtan tahmini fiyattır. Aynı zamanda 50.4 maddesi ile makul değer kullanımı için örnek olarak "Payları borsada işlem görmeyen bir işletmede pay sahipliği için makul olan fiyatın belirlenmesi" ifadesi doğrultusunda Gelir Yaklaşımı'nda kullanılmıştır.

## 1.4 Sorumluluk beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar hakkındaki ilke kararı "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" ve 13.01.2022 tarih ve 2/56 sayılı kararı uyarınca "Makine ve Ekipmanları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" olmak üzere iki ayrı listenin oluşturulması kapsamında 06/10/2022 tarih ve 58/1477 sayılı Kurul onayı ile "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" listesine alınmış olup, istenen şartlara haiz olarak gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti vermektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar Başlığının F Maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

## 1.5 Yönetici özeti

Oba Makarna'nın pay başına değerinin tespit edilmesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) ve Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) yöntemlerine yer verilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) yönteminde; 2023 yılı son 3 aylık dönem ile 2024-2033 dönemini içeren 10 yıllık projeksiyonlar kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiştir. 30 Eylül 2023 itibarıyla yapılan sermaye değeri hesaplamasından dolayı 2023 yılı için projeksiyonların sadece son 3 aylık kısmı İNA'ya dahil edilmiştir. Şirket'in ilk 9 aylık finansal performansı göz önünde bulundurularak 2023 yılı bütçelenmiştir. Net borç için, 30 Eylül 2023 itibarıyla oluşan net borç tutarı kullanılmıştır. Net borç içerisinde ortaklara tahakkuk etmiş ve ödenecek olan temettü tutarlarını içermesi sebebiyle ilişkili taraflara diğer borçlar kalemi de dahil edilmiştir.

Şirket'in ihracat ağırlıklı çalışması nedeniyle gelirlerinin büyük bir çoğunluğunun yabancı para cinsinden, bunun da yine büyük bir bölümünü USD bazında elde etmesi, yine giderlerinin büyük bir bölümünü oluşturan ana hammadde buğdayın fiyatının USD bazında belirleniyor olması dolayısıyla gelir ve giderlerinde baskın para birimi USD'dir. Bu durum göz önüne alınarak İNA analizinde baz alınan projeksiyonların ve bunlara göre yapılan hesaplamaların USD cinsinden yapılmasının daha uygun olacağı kanaatine varılmıştır.

İNA analizine göre özkaynak değeri 961 mln USD olarak hesaplanmıştır. Bu rakam 20.12.2023 günü TCMB USD/TL döviz alış satış ortalama kuru olan 29.1 ile çarpılarak TL bazında özkaynak değeri 27.972 mln TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 1: İndirgenmiş nakit akımları

| mİn USD                 | 4.Ç<br>2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | Uç<br>değer |
|-------------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|
| Hasılat                 | 226          | 652   | 719   | 798   | 881   | 942   | 1.006 | 1.072 | 1.072       |
| Büyüme                  |              |       | 10,3% | 10,9% | 10,4% | 6,9%  | 6,8%  | 6,6%  |             |
| FAVÖK                   | 24           | 78    | 93    | 110   | 126   | 138   | 150   | 163   | 163         |
| FAVÖK marjı             | 10,6%        | 12,0% | 13,0% | 13,8% | 14,3% | 14,6% | 14,9% | 15,2% | 15,2%       |
| Amortisman ve itfa      | 1            | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     | 6     | 6     | 3           |
| FVÖK                    | 23           | 73    | 89    | 105   | 121   | 132   | 144   | 157   | 161         |
| Vergi                   | (6)          | (18)  | (22)  | (26)  | (30)  | (33)  | (36)  | (39)  | (40)        |
| Vergi oranı             | 25,0%        | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0%       |
| Δ TİS                   | 8            | 10    | (7)   | (8)   | (9)   | (6)   | (7)   | (7)   | (7)         |
| Operasyonel nakit akımı | 26           | 70    | 64    | 76    | 87    | 98    | 107   | 117   | 116         |
| Yatırımlar              | -            | -     | -     | -     | -     | (9)   | (9)   | -     | (3)         |
| Şirkete nakit akımları  | 26           | 70    | 64    | 76    | 87    | 89    | 98    | 117   | 114         |
| İndirgeme dönemi        | 0,1          | 0,75  | 1,75  | 2,75  | 3,75  | 4,75  | 5,75  | 6,75  | 0,0         |
| İndirgeme oranı         | 11,6%        | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6%       |
| İndirgeme faktörü       | 0,99         | 0,92  | 0,82  | 0,74  | 0,66  | 0,59  | 0,53  | 0,48  | 0,48        |
| İndirgenmiş nakit akımı | 26           | 65    | 53    | 56    | 58    | 53    | 52    | 56    | 573         |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ &amp; Co analizi

Tablo 2: İNA sonuçları özeti

| Açıklama           | Birim   | Değer  |
|--------------------|---------|--------|
| Projeksiyon dönemi | mİn USD | 418    |
| Uç dönem           | mİn USD | 573    |
| Şirket değeri      | mİn USD | 991    |
| Net borç           | mİn USD | (30)   |
| Özkaynak değeri    | mİn USD | 961    |
| 20.12.2023 kuru    | TL/USD  | 29,1   |
| Özkaynak değeri    | mİn TL  | 27.972 |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ &amp; Co analizi

Çarpan analizi 2 grup altında hesaplanmıştır. Benzer Şirket Çarpanları Analizinde, birinci grup Yurt İçi Benzer Şirketleri ve ikinci grup Yurt Dışı Benzer Şirketlerinin SOA için ŞD/Satışlar, ŞD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılmıştır. ŞD/Satışlar, ŞD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının her birine eşit ağırlık verilmiştir. Yurt içi ve yurt dışı olmak üzere 2 grup için çıkan değerlere de yine eşit ağırlık verilerek 16.180 mİn TL özkaynak değeri bulunmuştur. Benzer Şirket Çarpanları Analizinde, FactSet ve Rasyonet veri tabanları kaynak olarak kullanılmıştır. Şirket çarpanları 20.12.2023 gün sonu verileriyle hesaplanmıştır.

Tablo 3: SOA finansallar

| SOA Finansallar | Birim  | mİn TL |
|-----------------|--------|--------|
| Net satışlar    | mİn TL | 14.867 |
| FAVÖK           | mİn TL | 1.456  |
| Net Borç        | mİn TL | 809    |
| Net Kar         | mİn TL | 994    |

Kaynak: Şirket

Tablo 4: Çarpan analizi sonuçları

| Çarpanlar                          | Birim | ŞD/Satışlar | ŞD/FAVÖK | F/K   |
|------------------------------------|-------|-------------|----------|-------|
| Grup 1 (Yurt içi gıda şirketleri)  | x     | 1,4x        | 10,1x    | 16,4x |
| Grup 2 (Yurt dışı gıda şirketleri) | x     | 1,2x        | 10,3x    | 15,3x |

Kaynak: Rasyonet, Factset

| Çarpan analizi          | Birim  | Özkaynak değeri | Ağırlıklandırma | Ağırlıklandırılmış özkaynak değeri |
|-------------------------|--------|-----------------|-----------------|------------------------------------|
| Grup 1 (Yurt içi gıda)  | mİn TL | 16.756          | %50,0           | 8.378                              |
| Grup 2 (Yurt dışı gıda) | mİn TL | 15.604          | %50,0           | 7.802                              |
| Toplam                  | mİn TL |                 |                 | 16.180                             |

Kaynak: ÜNLÜ &amp; Co analizi

Sonuç olarak; Şirket'in mevcut ve yeni kurmuş olduğu hat yatırımları, yeni oluşturduğu yurtiçi ve yurtdışı bağlantıları ile yeni noodle işinin barındırdığı büyüme potansiyeli ve katma değer göz önüne alındığında, İndirgenmiş Nakit Akımı analizinden çıkan değer Şirket'in yüksek büyüme potansiyelini daha iyi yansıttığına inanmamıza karşılık, temkinli tarafta kalmak adına İNA'dan çıkan değere %40, çarpan analizinden çıkan değerlere %60, verilerek Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri 20.897 mİn TL bulunmuştur. Birim Pay Değeri 51,32 TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %23,5 halka arz iskontosu uygulanarak Halka Arz Fiyatı 39,24 TL olarak belirlenmiştir.

Tablo 5: Özkaynak değeri hesaplaması

|                                          | Birim  | Özkaynak değeri | Ağırlıklandırma | Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri |
|------------------------------------------|--------|-----------------|-----------------|------------------------------------|
| INA                                      | mln TL | 27.972          | 40,0%           | 11.189                             |
| Çarpan                                   | mln TL | 16.180          | 60,0%           | 9.708                              |
| Halka arz öncesi özkaynak değeri (TL mn) | mln TL |                 |                 | 20.897                             |

Kaynak: ÜNLÜ &amp; Co analizi

Tablo 6: Halka arz fiyatı hesaplaması

|                                              | Birim  | Değer  |
|----------------------------------------------|--------|--------|
| Nominal Sermaye                              | mln    | 407    |
| Hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değeri | mln TL | 20.897 |
| Halka Arz İskontosu Öncesi Pay Değeri        | TL/pay | 51,32  |
| Halka Arz İskonto Oranı                      | %      | 23,5%  |
| Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri          | mln TL | 15.977 |
| Halka Arz Fiyatı (TL/pay)                    | TL/pay | 39,24  |

Kaynak: ÜNLÜ &amp; Co analizi

## 2 Şirket faaliyetleri hakkında genel bilgiler

### 2.1 Halka arz yapısı

Tablo 7: Halka arz yapısı

| Hissedar                 | Halka arz öncesi ortaklık yapısı |                | Halka arz sonrası ortaklık yapısı |                |
|--------------------------|----------------------------------|----------------|-----------------------------------|----------------|
|                          | (TL)                             | (%)            | (TL)                              | (%)            |
| Alp Invest               | 285.018.650                      | %70,00         | 272.976.607                       | %56,94         |
| Turkey Pasta Holding Ltd | 122.150.850                      | %30,00         | 110.108.807                       | %22,97         |
| Halka açık               | -                                | -              | 96.336.345                        | %20,09         |
| <b>Toplam</b>            | <b>407.169.500</b>               | <b>%100,00</b> | <b>479.421.759</b>                | <b>%100,00</b> |

Kaynak: Halka arz izahnamesi

### Tarihçe

1966 – Şirket, “Türsan Kollektif Şirketi Selahattin Öztahtacı, Abdullah İncetahtacı, Adil Ceydeli” unvanı ile Gaziantep’te kurulmuştur. Şirket’in kuruluş sözleşmesi 13.01.1966 tarihinde tescil edilerek 09.03.1966 tarihli ve 2702 sayılı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi’nde ilan edilmiştir.

1988 – Şirket’in unvanı “Oba Makarnacılık Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi”, Şirket’in nev’i ise anonim şirket olarak değiştirilmiş ve bu değişiklik 23.12.1988 tarihinde Gaziantep Ticaret Sicili’ne tescil edilip 28.12.1988 tarihli ve 2176 sayılı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi’nde ilan edilmiştir.

2005 ve 2007 – gerçekleştirilen pay devirleri sonucunda Şirket’in paylarının %70’i Özgüçlü Ailesi’ne mensup Mehmet Musa Özgüçlü, Aynur Özgüçlü, İpek Cıncıkcı, Hakan Özgüçlü ve Alpaslan Özgüçlü tarafından satın alınmıştır.

2010 - İlişkili şirket “İpek Yem ve Gıda San.ve Tic. A.Ş.” nin sahibi bulunduğu “Oba Makarnacılık San.Tic. A.Ş. hisselerinin” Alpaslan Özgüçlü tarafından devir alınmasıyla birlikte şirket hisselerinin %100’ü Özgüçlü aile üyelerine geçmiştir.

2010 – Gaziantep 4. Organize Sanayi Bölgesi’nde şirketin yeni fabrikası 159.000 ton üretim kapasitesi ile üretime başlamıştır. Yeni fabrika ile birlikte Türkiye’deki makarna üretiminde büyük bir yatırım gerçekleştirilmiştir.

2010 – Şirket ihraç ettiği makarna ve irmik ürünleri ile Afrika pazarına giriş yapmıştır.

2011 – ISO 500 listesine 406. ve Fortune 500 Türkiye listesine 397. sıradan giriş yapmıştır.<sup>1</sup>

2012 – Spagetti üretimine ilişkin olarak 4 yeni üretim hattı oluşturulmuş ve Türkiye’deki makarna üretiminde en büyük kapasitelerden birine ulaşılmıştır.

<sup>1</sup><https://www.fortuneturkey.com/fortune500?yil=2011&tip=1>, <http://www.iso500.org.tr/500-buyuk-sanayi-kurulusu?yil=2011&nace=&bagliOlduguSanayiOdasi=&calisanAraligiMin=0&calisanAraligiMax=0&sermayeYapisi=&kurulusAdi=oba%20makarnacilik%C4%B1%C4%B1k&birincilikinci500=1>

2012 – Şirket, 2010 ve 2012 yılları arasında yapılan yaklaşık 50.000.000,00 Avro'luk yatırımlar sonrası yıllık 250.000 ton makarna üretimi kapasitesine sahip olmuştur.

2012 – Şirket'in ihracat faaliyetlerini gerçekleştiren mevcut durumda %100 bağlı ortaklığı Oba Food, TİM tarafından düzenlenen 1000 İhracatçılar Araştırması Raporunda 16. sırada, makarna üreticileri arasında ilk sırada yer almıştır.<sup>2</sup>

2012 – ISO 500'de 404. ve Fortune 500 Türkiye'de 458. sırada yer almıştır.<sup>3</sup>

2013 – ISO 500'de 290. ve Fortune 500 Türkiye'de 352. sırada yer almıştır. Aynı yıl içerisinde Anadolu Kaplanları En Büyük 500 Sanayi Şirketi Ödüllerinde "İhracatını En Fazla Arttıran Şirket" kategorisinde 1., "Cirosunu En Fazla Arttıran Şirket" kategorisinde 2. olmuştur.<sup>4</sup>

2014 – Şirket ihraç ettiği buğday, makarna, irmik ve un ürünleri ile Güney Amerika pazarına giriş yapmıştır.

2014 – ISO 500'de 263. sırada yer almıştır.<sup>5</sup>

2015 – 2015 Yılı Vergilendirme Dönemi İlk 100 Kurumlar Vergisi Rekortmenleri listesinde 8. sırada, ISO 500'de 262. ve Fortune 500 Türkiye'de 279. sırada yer almıştır.<sup>6</sup>

2016 – "Macaroni with Toys" adı altında çocuklara yönelik ürünler piyasaya sürülmüştür.

2016 – Şirket ihraç ettiği makarna ürünleri ile Güney Doğu Asya pazarına giriş yapmıştır.

2016 – Anadolu Markaları 2016 Ödüllerinde "Tarım-Gıda İmalat" kategorisi 3. olmuş, ISO 500 listesinde 251., Fortune 500 Türkiye listesinde 247. sırada yer almıştır.<sup>7</sup>

2017 – Şirket, Sakarya/Hendek'te kurulu Piyale Makarna fabrikasını varlık alımı şeklinde ve markalar hariç tutularak devralmıştır.<sup>8</sup>

2017 – TİM 2017 İhracatın Şampiyonları Ödül Töreni'nde İhracat Şampiyonu olmuş, Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı (TEPAV) tarafından verilen En Hızlı Büyüyen Şirket Ödülü'nü almıştır. Aynı zamanda ISO 500'de 198. ve Fortune 500 Türkiye'de 213. sırada yer almıştır.<sup>9</sup>

<sup>2</sup> [https://www.tim.org.tr/tr/raporlar-ilk-1000-ihracatci-arastirmasi?q=2012&p=0;ihracatta ilk 1000 firma \(2012\).xlsx](https://www.tim.org.tr/tr/raporlar-ilk-1000-ihracatci-arastirmasi?q=2012&p=0;ihracatta%20ilk%201000%20firma%20(2012).xlsx) (live.com)

<sup>3</sup> <https://www.fortuneturkey.com/fortune500?yil=2012&tip=1>, <http://www.iso500.org.tr/500-buyuk-sanayi-kurulusu?yil=2012&nace=&bagliOlduguSanayiOdasi=&calisanAraligiMin=0&calisanAraligiMax=0&sermayeYapisi=&kurulusAdi=oba%20makarnac%C4%B1%C4%B1k&birincilKinci500=1>

<sup>4</sup> <https://www.fortuneturkey.com/fortune500?yil=2013&tip=1>, <http://www.iso500.org.tr/500-buyuk-sanayi-kurulusu?yil=2013&nace=&bagliOlduguSanayiOdasi=&calisanAraligiMin=0&calisanAraligiMax=0&sermayeYapisi=&kurulusAdi=oba%20makarnac%C4%B1%C4%B1k&birincilKinci500=1>

<sup>5</sup> <http://www.iso500.org.tr/500-buyuk-sanayi-kurulusu?yil=2014&nace=&bagliOlduguSanayiOdasi=&calisanAraligiMin=0&calisanAraligiMax=0&sermayeYapisi=&kurulusAdi=oba%20makarnac%C4%B1%C4%B1k&birincilKinci500=1>

<sup>6</sup> <https://www.fortuneturkey.com/fortune500?yil=2015&tip=1>, <http://www.iso500.org.tr/500-buyuk-sanayi-kurulusu?yil=2015&nace=&bagliOlduguSanayiOdasi=&calisanAraligiMin=0&calisanAraligiMax=0&sermayeYapisi=&kurulusAdi=oba%20makarnac%C4%B1%C4%B1k&birincilKinci500=1>

<sup>7</sup> <https://www.fortuneturkey.com/fortune500?yil=2016&tip=1>, <http://www.iso500.org.tr/500-buyuk-sanayi-kurulusu?yil=2016&nace=&bagliOlduguSanayiOdasi=&calisanAraligiMin=0&calisanAraligiMax=0&sermayeYapisi=&kurulusAdi=oba%20makarnac%C4%B1%C4%B1k&birincilKinci500=1>

<sup>8</sup> Başkent Taşınmaz Değerleme A.Ş. tarafından düzenlenen gayrimenkul değerleme raporu uyarınca, 30.06.2022 tarihi itibarıyla Hendek'te bulunan tesisin açık ve kapalı toplam alanı 128.309 m<sup>2</sup>'ye ulaşmıştır.

<sup>9</sup> <https://www.fortuneturkey.com/fortune500?yil=2017&tip=1>, <http://www.iso500.org.tr/500-buyuk-sanayi-kurulusu?yil=2017&nace=&bagliOlduguSanayiOdasi=&calisanAraligiMin=0&calisanAraligiMax=0&sermayeYapisi=&kurulusAdi=oba%20makarnac%C4%B1%C4%B1k&birincilKinci500=1>

2018 – Şirket, Oba Food Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi'nin paylarının tamamını 2018 yılında Özgüçlü Ailesi'nden devralmıştır.

2018 – ISO 500'de 154. ve Fortune 500 Türkiye'de 184. sırada yer almıştır.<sup>10</sup>

2019 – Yeni üretim hatları ve depo inşaatları tamamlanmıştır.

2019 – 2018 ve 2019 yıllarında gerçekleştirilen pay devirleri sonucunda Birleşik Arap Emirlikleri'nde kurulu Turkey Pasta Holding Limited adlı yabancı ortak Şirket sermayesinin %30 oranındaki kısmına sahip olmuştur.

2019 – ISO 500'de 117. ve Fortune 500 Türkiye'de 143. sırada yer almıştır.<sup>11</sup>

2019 – Şirket, birçok çeşidi olan hazır noodle ve un üretimine başlamıştır.

2020 – ISO 500 listesinde 86., Fortune 500 Türkiye listesinde 110. Sırada yer almıştır ve "Gaziantep'in Kurtuluşunun 100. Yılında 100 Hayırsever" Eğitime Destek Kampanyası Ödül Töreni'nde katkılarından dolayı ödül almıştır.<sup>12</sup>

2021 – Mac & Cheese üretimlerine başlanmıştır.

2021 – ISO 500 listesinde 108. ve Fortune 500 Türkiye listesinde 103. Sırada yer almıştır<sup>13</sup>. Aynı yıl içerisinde GAİB İhracatın Yıldızları Ödül Töreni'nde Doğu ve Güneydoğu Anadolu Bölgesi İhracat Şampiyonu olmuş, TİM 2021 İhracatın Şampiyonları Ödül Töreni'nde Türkiye Hububat, Bakliyat, Yağlı Tohumlar ve Mamulleri Sektörü Şampiyonluk Ödülü'ne ve Gaziantep Sanayi Odası (GSO) Gaziantep'in Yıldızları Ödül Töreni'nde ödüle layık görülmüştür.

2022 –2019'daki devralınan Noodle hattına ek olarak yapılan yatırımlarla Türkiye ve Avrupa'daki en büyük noodle fabrikalarından birini hayata geçirmiştir

2022 – ISO 500 listesinde 118. ve Fortune 500 Türkiye listesinde 117. sırada yer almıştır.<sup>14</sup> Aynı yıl içerisinde, Organize Sanayi Bölgeleri Üst Kuruluşu (OSBÜK) ve Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı (TEPAV) işbirliği ile gerçekleştirilen OSB Yıldızları Araştırması'nda, "En Çok İhracat Yapan Firmalar" ve "En Çok Satış Yapan Firmalar" olmak üzere iki kategoride ödüle layık görülmüştür.

2022- TİM 2022 İhracatın Şampiyonları Ödül Töreni'nde Türkiye Hububat, Bakliyat, Yağlı Tohumlar ve Mamulleri Sektörü Şampiyonluk Ödülü'ne layık görülmüştür.

2023 – "Oba Makarna" markası ile 16.03.2023 tarihi itibarıyla 5973 sayılı İhracat Destekleri Hakkında Karar'ın 17'nci maddesinin birinci fıkrasında yer alan Marka Destek Programı kapsamına alınmıştır.

<sup>10</sup><https://www.fortuneturkey.com/fortune500?yil=2018&tip=1>, <http://www.iso500.org.tr/500-buyuk-sanayi-kurulusu?yil=2018&nace=&bagliOlduguSanayiOdasi=&calisanAraligiMin=0&calisanAraligiMax=0&sermayeYapisi=&kurulusAdi=oba%20makarnac%C4%B1%C4%B1k&birincilikinci500=1>

<sup>11</sup><https://www.fortuneturkey.com/fortune500?yil=2019&tip=1>, <http://www.iso500.org.tr/500-buyuk-sanayi-kurulusu?yil=2019&nace=&bagliOlduguSanayiOdasi=&calisanAraligiMin=0&calisanAraligiMax=0&sermayeYapisi=&kurulusAdi=oba%20makarnac%C4%B1%C4%B1k&birincilikinci500=1>

<sup>12</sup><https://www.fortuneturkey.com/fortune500?yil=2020&tip=1>, <http://www.iso500.org.tr/500-buyuk-sanayi-kurulusu?yil=2020&nace=&bagliOlduguSanayiOdasi=&calisanAraligiMin=0&calisanAraligiMax=0&sermayeYapisi=&kurulusAdi=oba%20makarnac%C4%B1%C4%B1k&birincilikinci500=1>

<sup>13</sup> <https://www.fortuneturkey.com/fortune500?yil=2021&tip=1>, <http://www.iso500.org.tr/500-buyuk-sanayi-kurulusu>

<sup>14</sup><https://iso500.org.tr/oba-makarnacilik-san-ve-tic-as?yil=2022&birinci500=1>

<https://www.fortuneturkey.com/fortune500?yil=2022&fcode=oba-makarnacilik-sanayi-ve-ticaret-as-F272651>

## 2.2 Ana faaliyet alanları

Oba Makarna gıda sektöründe faaliyet göstermekte olup, ana faaliyet konusu makarna, noodle, irmik, un ve diğer buğday ürünleri üretimi ve satışı ile birlikte hububat ticaretidir. Şirket modern üretim tesislerinde, yüksek yatırımlarla desteklediği teknolojik alt yapısıyla, ürün kalitesine, insan sağlığına ve Ar-Ge'ye verdiği önemle ön plana çıkmaktadır. Sektörde 50 yılı aşkın deneyimi bulunan Şirket, günlük yaklaşık 2.700 ton buğday kırma ve günlük yaklaşık 1.700 ton makarna üretimi kapasitesine sahiptir. Şirket, dünya standartlarında üretim yapmak için gereken yatırımları gerçekleştirmiştir. Şirket buğday ürünleri üretiminin yanı sıra ağırlıklı buğday olmak üzere hububat alım/satımını da ticari faaliyet olarak sürdürmektedir.

Şirket'in üretmiş olduğu ürünler içerisinde en büyük yeri tutan makarna, sert durum buğdayından elde edilen irmiğin su ile karıştırılması, biçim verilmesi ve kurutulması suretiyle elde edilen oldukça besleyici ve uluslararası ticarete de talep gören bir gıda maddesidir. Türkiye dünyanın önde gelen durum buğdayı üreticilerindendir ve Şirket bu anlamda tedarik güvenliği açısından avantajlı konumdadır.

Şirket, üretim faaliyetlerini temel olarak Gaziantep Fabrikası ve Hendek Fabrikası'nda gerçekleştirmekte olup Şirket'in 30.09.2023 tarihi itibarıyla 1.078'i mavi yaka ve 184'ü beyaz yaka olmak üzere toplam 1.262 çalışanı bulunmaktadır.

Şirket yurt içi pazara yaptığı satışların yanı sıra 100'ün üzerinde ülkeye ihracat yapmaktadır.

Şirket yurt içi pazarda, Oba Makarna ve Obamie Noodle olan kendi markalarıyla bölgesel distribütörler aracılığıyla ve özel markalı ürünler olarak ürettiği ürünlerini ulusal zincir marketlere satışını gerçekleştirmektedir. Oba markası ile yalnızca makarna değil, aynı zamanda irmik ve un ürünleri de satılmaktadır. Yurtiçi pazara ilaveten Şirket yurtdışı pazarda ise Oba Makarna'nın yanı sıra, Oba Gold, Obalino, Nido, Eva, Omelia, Pasta Layla, Pasta Savana, Vera, Rosa Linda markalarıyla ürünlerini paketli olarak tüketiciye sunmaktadır.

İstanbul Sanayi Odası tarafından yapılan Türkiye'nin en büyük 500 sanayi kuruluşunun yer aldığı ISO 500 listesinde, 2022 yılı "Üretimden Satışlar" kategorisinde 118. Sırada yer almıştır.

Türkiye'nin en büyük 500 şirketinin sıralandığı Fortune 500 Türkiye-2022 araştırmasında 117. Sırada yer almaktadır.

### Fabrikalar ve kapasiteler

Şirket merkezi Gaziantep'in Şehitkamil ilçesinde yer almakta ve yönetim faaliyetleri buradan yürütmektedir.

Şirket üretim faaliyetlerini iki farklı lokasyondaki üretim tesisi ile sürdürmektedir. Şirket'in her iki üretim tesisi de buğday ekim alanlarına, ihracat ve ithalat geçitlerine ve küresel yüksek talebe sahip bölgelere yakın olup, üretim tesislerinin yüksek endüstriyel faaliyetlerin gerçekleştirildiği bölgelerde yer alması nakliye maliyet avantajları sağlamaktadır.

### Gaziantep fabrikası

Şirket'in üretim tesislerinden biri Gaziantep'te bulunan 49.366 m<sup>2</sup> kapalı üretim alanı olmak üzere toplam 109.879 m<sup>2</sup> alana ve günlük 1.154 ton buğday kırma, yıllık yaklaşık 332 bin ton makarna üretimi kapasitesine sahip Gaziantep Fabrikası'dır. Gaziantep Fabrikası'nda gelişmekte olan pazarlar için makarna üretilmesinin yanı sıra irmik ve un üretimi de yapılmaktadır. Gaziantep Fabrikası Mersin Limanı ve İskenderun Limanı'na yakınlığı sebebiyle lojistik avantaj sağlamaktadır.

### Hendek fabrikası

Şirket'in diğer üretim tesisi ise Hendek'te bulunan 50.658 m<sup>2</sup> kapalı alan olmak üzere toplam 128.309 m<sup>2</sup>'lik yüksek teknolojiyle donatılmış ve günlük 1.500 ton buğday kırma kapasitesi ve yıllık yaklaşık 174 bin ton<sup>15</sup> makarna üretimi kapasitesine sahip entegre üretim tesisi olan Hendek Fabrikası'dır. Hendek Fabrikası'nda gelişmiş pazarlar için makarna ve noodle üretilmektedir. Hendek Fabrikası'nın hem İzmit Körfezi ve Derince Limanı'na hem de Karasu Limanı'na yakınlığı lojistik bir avantaj sağlamaktadır. Ayrıca yüksek talep bölgesi olan İstanbul'a yakınlığı da satış kanallarına kolay erişilebilirliği sağlamaktadır. Hendek Fabrikası'nda yer alan birinci sınıf hatları üretimde operasyonel verimliliği ve kaliteyi sağlamaktadır.

Gaziantep Fabrikası ve Hendek Fabrikası'nda bulunan makarna ve noodle üretim hatları hem endüstriyel hem kişisel tüketim ihtiyaçlarını karşılayacak teknolojik donanıma sahiptir. Şirket'in makarna ve noodle üretimi için mevcutta toplam 23 adet üretim hattı bulunmakta olup, yatırımı yapılmakta olan 2 yeni makarna hattın 2023 yıl sonunda devreye alınması ile birlikte toplam 25 adet üretim hattına ulaşılacaktır.

Gaziantep Fabrikası'nda 12 adet makarna üretim hattı bulunmakta olup, Hendek Fabrikası'nda 7 adet makarna üretim hattı ve 4 adet noodle üretim hattı olmak üzere toplam 11 adet üretim hattı bulunmaktadır. 2023 yılı sonuna kadar devreye alınacak makarna üretim hatları ile birlikte Hendek Fabrikası'nda toplam 13 üretim hattına ulaşılacaktır.

Şirket gerçekleştirdiği son yatırımlar ile üretimde minimum atık üreten, düşük rutin iş gücü gerektiren, istikrarlı ürün kalitesi sunan ve süreç optimizasyonu sağlayan makinelerin Şirket bünyesindeki sayısını artırmıştır.

Şirket'in üretim hatları ve teorik günlük kapasite verileri Gaziantep Fabrikası ve Hendek Fabrikası'nı içerecek şekilde aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

**Tablo 8: Üretim kapasiteleri**

| Fabrika       | Ürün Çeşidi | Günlük Kapasite (ton) |
|---------------|-------------|-----------------------|
| Gaziantep     | Makarna     | 1.105                 |
| Hendek        | Makarna     | 581                   |
| Hendek        | Noodle      | 246                   |
| <b>Toplam</b> |             | <b>1.932</b>          |

Kaynak: Halka arz izahnamesi

<sup>15</sup> 2 yeni makarna hattının tamamlanması ile birlikte; Haziran 2023 tarihi itibarıyla Hendek fabrikasının yıllık 174 bin ton olan makarna üretim kapasitesinin 2024 yılı başında yıllık 253 bin tona ulaşacağı öngörülmektedir...

Şirket'in İzahname tarihi itibarıyla ürün bazında kapasite verilerine ilişkin bilgilere ise aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

**Tablo 9: Ürün bazlı üretim kapasiteleri**

| Kapasite      | Gaziantep |         | Hendek      |           | Toplam      |           |
|---------------|-----------|---------|-------------|-----------|-------------|-----------|
|               | ton/yıl   | ton/gün | ton/yıl     | ton/gün   | ton/yıl     | ton/gün   |
| Buğday kırma  | 346.250   | 1.154   | 450.000     | 1.500     | 796.250     | 2.654     |
| Makarna       | 331.740   | 1.106   | 174.420     | 581       | 506.160     | 1.687     |
| Noodle        | -         | -       | 73.872      | 246       | 73.872      | 246       |
| Noodle (adet) | -         | -       | 984.960.000 | 3.283.200 | 984.960.000 | 3.283.200 |
| İrmik         | 259.688   | 866     | 171.563     | 572       | 431.251     | 1.438     |
| Un            | -         | -       | 163.725     | 546       | 163.725     | 546       |

Kaynak: Halka arz izahnamesi

#### Ham madde tedariki

Ham maddesi olan buğdayı kendi değirmenlerinde öğütürük kalite, nakliye, termin süresi ve dışa bağımlılığı azaltarak avantaj sağlamaktadır.

Üretim süreci, üretiminin temel ham maddesi olan buğdayın tedarik edilmesi ile başlamaktadır. Operasyon büyüklüğü nedeniyle, Şirket ham maddelerini yurt içi çiftçiler dışında yurt dışı satıcılardan da tedarik etmektedir. Yurt içinden ağırlıklı olarak Toprak Mahsulleri Ofisi ve lisanslı depolardan ELÜS (Elektronik Ürün Senedi) ile alım yapılmaktadır. Çiftçiler ve tüccarlar Oba Lidaş depolarına emtialarını bırakıp karşılığında ELÜS almaktadırlar. ELÜS'lerde alım-satım işlemleri, TÜRİB İşlem Platformu üzerinden yatırımcılar tarafından aracı olmaksızın doğrudan emir girme yoluyla gerçekleşmektedir. Şirket tarafından emir girilip satın alınan buğdaylar, ihtiyaca göre ya hemen fabrikaya sevk olur ya da lisanslı depolarda bekletilir. Yurt dışından tedarik edilen ham maddelere ilişkin olarak ithalat kısmında ise, Şirket, emtia ticareti hizmeti sunan büyük küresel buğday tedarikçileri ile çalışmaktadır. Kalite, tonaj, cins veya türüne göre fiyat bağlantıları yapıp ithalat gerçekleştirilmektedir. Ham madde tedariki esnasında alınan buğday numuneleri Şirket'in laboratuvarlarında kalite kontrol ekibi tarafından çeşitli analizlere tabii tutulmaktadır. Yapılan analizler sonucunda, Şirket'in belirlemiş olduğu kalite kriterlerine sahip olan buğdayların alımına onay verilmekte, söz konusu kriterlere sahip olmayan buğdayların alımına ise onay verilmemektedir. Alımı onaylanan buğdaylar, üretileceği ürün türüne göre tasnif edilerek, duruma göre Şirket'in Gaziantep Fabrikası veya Hendek Fabrikası'nda bulunan silolara depolanmak üzere aktarılmaktadır.

Dünya buğday üretimi 2021/22 pazarlama yılında 780 milyon ton olarak gerçekleşmiştir, 2022/23 pazarlama yılında ise %1 artış ile 788 milyon tona ulaşmıştır. Şirket, kendi ürettiği makarna çeşitlerine ilişkin olarak sektörde "makarnalık buğday" olarak adlandırılan durum buğdayını kullanmaktadır. Türkiye (2021 yılı için 3.150.000 ton ve 2022 yılı için 3.750.000 ton<sup>16</sup>), Kanada (2021 yılı için 3.032.490 ton ve 2022 yılı için 5.789.579<sup>17</sup>) ve İtalya (2021

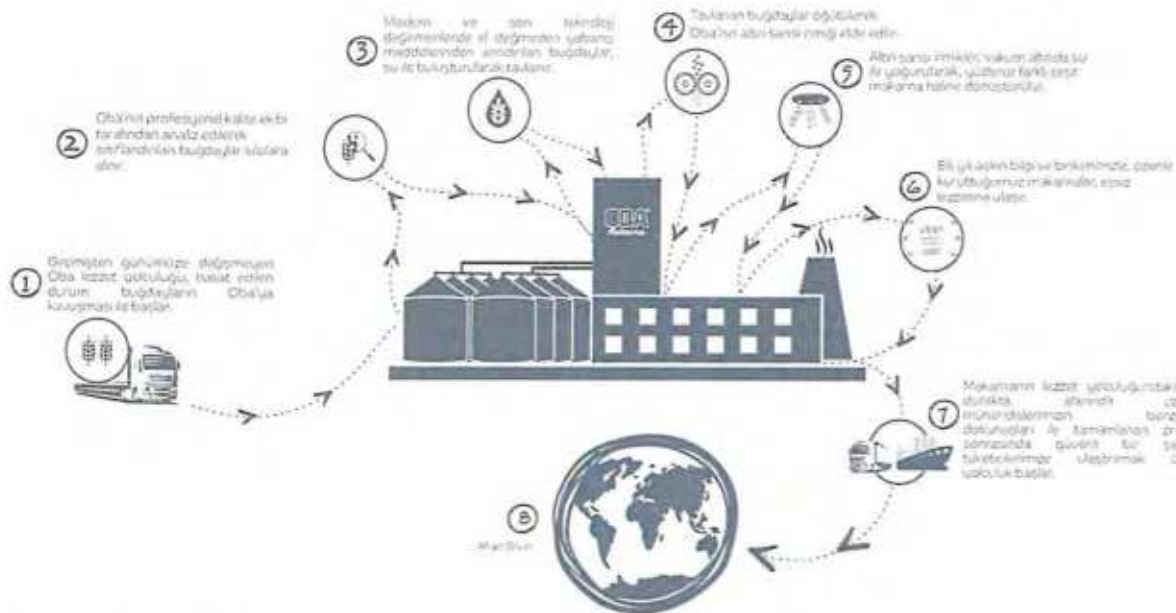
<sup>16</sup><https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Bitkisel-Uretim-Istatistikleri-2021-37249>; <https://musad.org/istatistikleri/uretim-verileri/>

<sup>17</sup> [Estimated areas, yield, production, average farm price and total farm value of principal field crops, in metric and imperial units \(statcan.gc.ca\)](https://www.statcan.gc.ca)

yılı için 3.890.467 ton ve 2022 yılı için 3.800.000 ton<sup>18)</sup> ile birlikte dünya durum buğdayı üreticileri arasında önde gelen ülkeler içerisinde yer almaktadır. Türkiye’de yetişmekte olan yüksek verimliliğe sahip yüksek kaliteli durum buğdayı Şirket’in ham madde tedarikinde kullandığı bir kaynaktır.

### Üretim süreçleri

### Şema 1: Üretim süreçleri



Kaynak: Halka arz izahnamesi

Yasal Buğday Standartları baz alınarak müşteri beklentilerini en üst düzeyde karşılamak için oluşturulan Oba Makarna Buğday Standartlarına göre tedarik edilen buğdaylar en son teknolojiler kullanılarak öğütülmektedir.

### Temizleme, tavlama ve öğütme

Üretime kabul edilen buğdaylar değirmen prosesinde temizleme, tavlama ve öğütme aşamalarından geçirilerek altın sarısı renginde makarnalık irmiğe dönüştürülür. Temizleme aşamasında buğday, son ürün kalitesi ve ürün güvenliğini olumsuz olarak etkileyebilecek yabancı unsurlardan arındırılır. Buğdayın özelliğine göre değişen miktarlarda su verilen ve dinlendirilen buğdayların kepek tabakaları yumuşatılarak öğütme aşamasında kolaylıkla ayrılması sağlanır. Öğütme aşamasında vals, elek ve sasör makinaları arasında mekik dokuyan buğday taneleri makarnalık irmiğe dönüştürülür.

### Şekillendirme ve kurutma

Elde edilen makarnalık irmikler pres prosesinde, şekillendirilir, kurutulur ve soğutularak paketlenmeye hazır hale getirilir. Sade makarna üretiminde yalnızca makarnalık irmik, su eşliğinde mikserlerde istenilen hamur dokusu elde edilinceye kadar yoğrulurken bu aşamada vitamin, mineral ve çeşitli katkılarla (domates, ıspanak, yumurta vb.)

<sup>10</sup> [UN A.F.P.A. \(pasta-unafpa.org\)](https://www.unafpa.org/); <https://www.statista.com/statistics/1380940/production-of-durum-wheat-italy/#?text=According%20to%20the%20data%2C%20the%203.8%20million%20tons%20in%202022>.

zenginleştirilir. Makarna hamuru prosese ismini veren pres makinalarında (ekstrüder) basınç ve vakum altında talebe uygun olarak pek çok farklı şekle dönüştürülebilir. Kurutma aşamasında 90 santigrat dereceyi bulan sıcaklıklarda şekil özelliklerine göre 4 ile 7 saat arasında kurutulur ve mikrobiyolojik stabilite kazandırılır. Son olarak soğutulan makarnalar paketlenmeye hazır hale getirilir.

#### **Paketleme, depolama ve sevkiyat**

Müşteri talep ve beklentilerine göre ürünler farklı gramajlarda ve farklı şekillerde ambalajlanır.

#### **Tedarik stratejisi ve ürün satışları**

Şirket ham maddeden sofraya kadar tüm süreci tedarik zinciri ekipleri, entegre üretim tesisleri ve satış pazarlama ağı ile yurt içi ve yurt dışı bayi ve market zincirleri vasıtasıyla nihai tüketicileri ile buluşturan organizasyon yapısına sahiptir.

Şirket yurtiçi pazarda ürün (makarna, noodle, irmik, un) satışlarını kendi markalarıyla veya indirim marketler için üretilen özel markalı ürünler (private label) ile yapmaktadır. Ulusal indirim marketleri Türkiye yurt içi pazarında tüketimin başlıca kanalları arasında yer almaktadır. Şirket'in 2022 yılı yurtiçi ürün (makarna, noodle, irmik, un) satış hasılatının yaklaşık %57'sini kendi markaları ile ürettiği ürünler teşkil ederken, yaklaşık %43'ünü indirim marketler için üretilen özel markalı ürünler (private label) teşkil etmektedir. Şirket kendi markası ile ürettiği ürünlerin de bir bölümünü indirim marketleri kanalı ile satmaktadır.

Şirket ayrıca bölgesel distribütörler aracılığıyla da Türkiye çapında yerel zincirler ve küçük marketlerde kendi markalı ürünlerini satmaktadır.

Günümüzde teknolojinin gelişimine bağlı olarak, internetin merkeze alındığı yeni nesil pazarlama anlayışında ulaşılabilen net ölçümleme, dönüş ve trafik gibi etkenler göz önünde bulundurulduğunda online pazarlamayı diğer mecralardan daha fazla tercih edilir kılmaktadır. Bu kapsamda Şirket, yurt içinde Trendyol, Hepsiburada, Çiçek Sepeti, PTT Avm, Pazarama, Amazon, Vodafone Business Marketplace, Getir markalı online Pazar yeri platformları üzerinden ürün satışı yapmaktadır. Şirket'in üretmekte olduğu OBA ve OBAMIE markalı ürünleri, en büyük online Pazar yerleri olan Hepsiburada, Çiçek Sepeti, PTT Avm, Pazarama, Vodafone Business Marketplace ve Trendyol'da doğrudan sanal işletme açılarak, Amazon, Getir'de ise ilgili Pazar yerinin satış sistemi aracılığı ile satışa sunulmaktadır.

Şirket ürünlerini uluslararası pazarlarda da 100'den fazla ülkeye ihraç etmektedir. Şirket'in 2022'de toplam ürün ihracatının yaklaşık %45'ini münhasır veya çoklu distribütör aracılığıyla markalı satışlar, %55'ini organize perakende için özel marka üretimi oluşturmuştur.

Şirket'in ürettiği ürünler içerisinde ihracat tarafında en önde geleni makarnadır. 2022 yılında ihracatın bölgelere göre dağılımına baktığımızda en büyük payı toplam makarna ihracatının %56'sını oluşturan Afrika pazarı (MENA bölgesine girenler ülkeler hariç) almaktadır. Bunu %33 pay ile Orta ve Güney Amerika pazarı izlerken, %6 payı MENA (Orta Doğu ve Kuzey Afrika) bölgesi almaktadır. Satış yapılan diğer bölgeler Kuzey Amerika, Avrupa ve Asya Pasifik olurken, özellikle Uzak Doğu pazarı karlı bir şekilde büyümesini sürdürmektedir. Avrupa tarafında uygulanan kotalar bu taraftaki büyümeyi sınırlarken, önümüzdeki dönemde bu kotaların kalkması ya da miktarların artması durumunda bu tarafta da potansiyel barındırmaktadır.

Son dönemde ihracat faaliyetlerine çok uluslu şirketler için noodle üretimi de dahil olmuştur. Noodle tarafında makarnadaki gibi Avrupa bölgesine kota uygulanmaması ve bu pazarın güçlü büyüme potansiyeli, bu tarafı Şirket için cazip kılmaktadır. Şirket ihracat pazarlarının tercihlerine uygun geniş yelpazede ürün seçenekleri sunmaktadır.

Şirket ayrıca bir yandan hammadde olarak yurtiçinden ve yurtdışından tedarik ettiği buğday stoğunun fazlasını ticarete konu etmektedir. Ürettiği ürünler anlamında buğday ticaretini de çok yakından takip etmekte olan Şirket hammadde tedarikini de güven altında tutmak ve uygun fiyatlı ürün alabilmek ve maliyetlerini etkin yönetmek anlamında tedarik etmiş olduğu buğdayın bir kısmını ticarete konu etmekte ve fırsatları değerlendirerek bu ürünün ticaretinden de ek gelir yaratmaktadır.

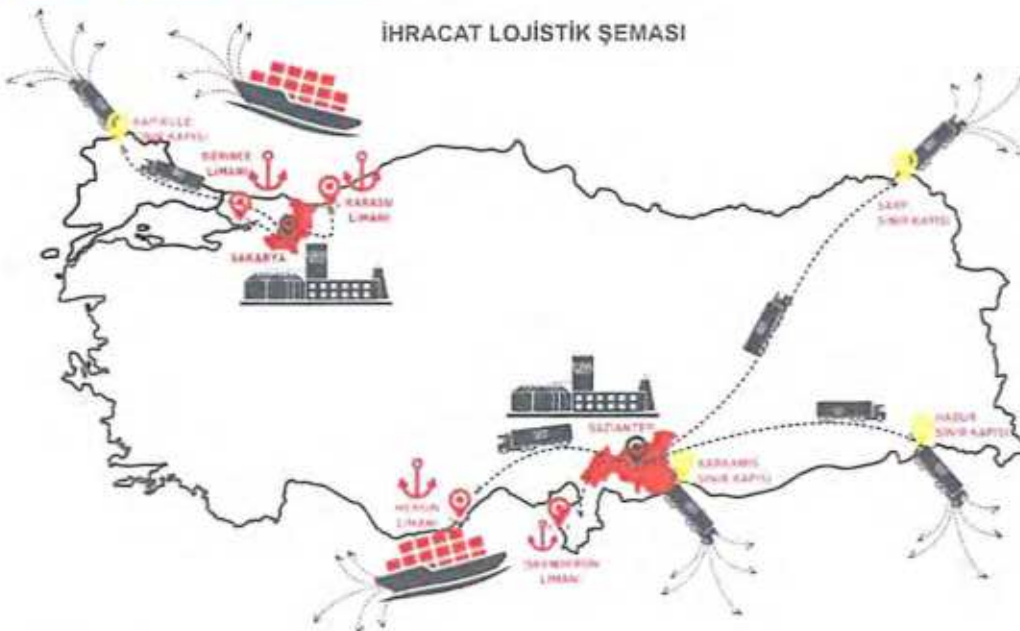
### Stok yönetimi

Şirket faaliyetleri çerçevesinde büyük oranda ham madde olarak buğday stoklamakta, ürettiği ürünleri ise çok kısa bir süre için stoklamaktadır. Şirket ham madde fiyatının değişim eğilimlerini göz önünde bulundurarak, ham madde fiyatlarının artmasının beklendiği dönemlerde düşük maliyetle ham madde stoklayabilmesinin avantajlarından faydalanmaktadır. Ham madde fiyatlarındaki değişiklik beklentileri doğrultusunda, buğdayın ürüne çevrilerek değerlendirilmesi ya da emtia olarak satılması söz konusu olabilmektedir. Şirket 2016 yılında kurulan ilişkili tarafı 38.000 tonluk lisanslı depoculuk faaliyet belgesine sahip Oba Lidaş Tarım Ürünleri Lisanslı Depoculuk Sanayi ve Ticaret A.Ş. firmasından aldığı depoculuk hizmetleri ile ürünlerin emniyetini ve kalitesini korumayı amaçlamıştır. Bu çerçevede Şirket toplam 90.000 tonluk bir durum buğdayı stok kapasitesine sahiptir. Ayrıca, Şirket'in 5.000 tonluk makarna, 13.000 tonluk irmik ve 2.000 tonluk noodle stok kapasitesi bulunmaktadır.

### Lojistik

Türkiye Orta Doğu, Kuzey Afrika ve Bağımsız Devletler Topluluğu'na yakın olması, Avrupa Birliği ile sınır komşusu olmasının yanı sıra Gümrük Birliği'nde yer alması sebebiyle önemli bir jeopolitik konuma sahiptir. Şirket üretim tesislerinin konumu sayesinde stratejik açıdan önemli bölgelere hızlı erişim sağlayabilmektedir. Gaziantep Fabrikası'nın Mersin ve Iskenderun Limanları'na yakınlığı ile Hendek Fabrikası'nın Derince ve Karasu Limanları'na yakınlığı konteyner taşımacılığı olanaklarına erişim açısından avantaj sağlamaktadır.

### Şema 2: Lojistik operasyonları



Kaynak: Haika arz izahnamesi

### Sertifikalar

Şirket; FDA, Kosher, FSSC 22000 Gıda Güvenliği Yönetim Sistemi, ISO 9001 Kalite Yönetim Sistemi, 45001 İş Sağlığı ve Güvenliği Yönetim Sistemi, 14001 Çevre Yönetim Sistemi, 27001 Bilgi Güvenliği Yönetim Sistemi, 50001 Enerji Yönetim Sistemi, 10002 Müşteri Memnuniyeti Yönetim Sistemi Belgeleri, TS 1620 Makarna, TS 2283 İrmik ve TS 4500 Buğday Unu Ürün Belgeleri, TSE Helal ve Gimdes Helal Belgeleri, Tarım Orman İl Müdürlüğü İşletme Kayıt belgesi, Makarna, İrmik ve Un ürünleri için TOBB den alınan Yerli Mali belgelerine sahiptir.

### Şema 3: Kalite belgeleri



Kaynak: Halka arz izahnamesi

### Sürdürülebilirlik

Şirket, uygulamakta olduğu sürdürülebilirlik ilkeleri çerçevesinde karbon ayak izini ve atıklarını azaltmaya yönelik faaliyetlerini yürütmektedir. AB Yeşil Mutabakat vizyonu çerçevesinde, Hendek Fabrikası'nın çatısında 2,4 MW kapasiteli ve Hendek Fabrikası'nın noodle üretim hatlarının elektrik ihtiyacının yaklaşık %50'sini karşılaması, Hendek Fabrikası'nın tamamının elektrik ihtiyacının ise yaklaşık %6'sını karşılaması beklenen lisanssız güneş enerjisi santrali yatırımını gerçekleştirmiştir. Bu sayede Şirket Hendek Fabrikası'nın çatısında kurulu lisanssız güneş enerjisi santrali ile 2023 yılının Ocak-Haziran ayları arasındaki -6 aylık süreçte 1.051.809,78 kWh elektrik enerjisi üretmiş ve bu sayede 2023 yılında şu ana kadar 652 ton karbondioksit salımını engelleyerek sürdürülebilirliğe katkıda bulunmuştur. Şirket, yıllık 2.888MWh elektrik enerjisi üretmeyi hedefleyerek, hem Hendek Fabrikası'nın elektrikliğini %50'sini yenilenebilir enerjiden üretmeyi, hem de yıllık 1.700 ton<sup>19</sup> karbon emisyonunu engellemeyi hedeflemektedir. Hedeflenen bu karbondioksit miktarı ise santralde yapılması planlanan yıllık üretime istinaden, kullanılan Solaredge marka inverter kütüphanesinde bulunan hesaplama metodolojisi kullanılarak hesaplanmıştır.<sup>20</sup>

Gaziantep Fabrikası için de 2.1 MW kurulu gücünde lisanssız güneş enerjisi santrali kurmuş olup, santralin 25.11.2022 tarihinde geçici kabulü yapılarak santral devreye alınmıştır. Bu sayede Şirket Gaziantep Fabrikası'nda

<sup>19</sup> Bu değer aynı zamanda karbondioksit seviyelerini düşürmek için gerekli 33.500 yeni ağacın dikilmesine eşdeğerdir.

<sup>20</sup> [https://www.solaredge.com/sites/default/files/monitoring\\_platform\\_environmental\\_benefits\\_calculation.pdf](https://www.solaredge.com/sites/default/files/monitoring_platform_environmental_benefits_calculation.pdf)

da sürdürülebilir yaşama katkıda bulunarak, makarna üretiminde kullanılan elektrik enerjisinin yıllık 3.000 MWh'ini ve toplam elektrik ihtiyacının %5'ini, kurulan bu güneş enerjisi santrali ile karşılamayı ve bu sayede yılda 1.800 ton karbon emisyonunu engellemeyi hedeflemektedir. İlgili geçici kabulün verilmesini takiben, Gaziantep Fabrikası için kurulan işbu lisanssız güneş enerjisi santrali ile 2023 yılının Ocak-Haziran dönemine kadar toplam 1.411.604,83 kWh elektrik enerjisi üretilmiş ve bu sayede 2023 yılı içerisinde toplam 875 ton karbondioksit salınımı engellenmiştir. Karbon emisyonunun engellenmesine ilişkin yapılan yıllık hedef ise, aynı Hendek Fabrikası için öngörülen hedef gibi, kullanılan Solaredge marka inverter kütüphanesinde bulunan hesaplama metodolojisi kullanılarak hesaplanmıştır.

#### Araştırma ve geliştirme faaliyetleri

Gıda sektöründe gerçekleştirilen araştırma ve geliştirme faaliyetleri, ürün verimliliği bakımından önem arz etmekte ve Ar-Ge'ye yapılan yatırım ile inovasyon, tarım ve gıda sektörünün büyümesine; verimlilik, karlılık ve rekabet edebilirliğin artırılmasına hizmet etmektedir.

Ancak, Türkiye'nin gıda Ar-Ge çalışmalarına ayırdığı bütçenin OECD ülkeleri içerisindeki en düşük seviye olduğu yapılan bilimsel araştırmalar tahtında tespit edilmiştir. Bu kapsamda, Türkiye'de yapılan gıda Ar-Ge harcamalarının 2015 yılında 0,12 milyar TL olduğu ve ilgili harcamaların 2000'li yılların ortalarından itibaren artmasına rağmen, tarımsal katma değere oranlandığında OECD üyeleri arasında düşük kaldığı belirlenmiştir. Dolayısıyla Türkiye; tarım sektöründeki teknolojik gelişmeler ile yenilikçi çözümler ve yüksek katma değerli tarımsal üretim konularında akran ülkelere nazaran geride kalmıştır.

Türkiye'deki tarım ve gıda sektörlerinin güncel durumu ile ilgili sektörlere ilişkin yakın gelecekte alınması gereken aksiyonlar bakımından Onbirinci Kalkınma Planı çerçevesinde hazırlanan "Tarım ve Gıdada Rekabetçi Üretim Özel İhtisas Komisyonu Raporu" uyarınca;

- (i) Katma değeri yüksek ve/veya özel tüketici gruplarının ihtiyaçlarını karşılayan ürünlerin geliştirilmesinin, sektörel karlılık ve sürdürülebilir/güvenli üretim kapsamında önemli olduğu,
- (ii) Finansal destek ile üretimin ihtiyaç duyduğu Ar-Ge ve yenilikçilik kapasitesinin artırılması ve yeni teknolojilerin geliştirilmesinin gerektiği,
- (iii) Güvenlik, bilinç ve eğitim konularına önem verilmesi ile kirlilik ve talebi olumsuz etkileyen unsurların azaltılması ile mücadelenin sağlanması gerektiği,

belirtilmiştir.

Sonuç olarak, tarım ve gıda sektörleri bakımından başarılı olarak kabul edilen ülkelere bakıldığında; (i) söz konusu ülkelerin sektörel yenilikçiliğe (inovasyon) ve dolayısıyla Ar-Ge yatırımlarına önem verildiği, (ii) kaynak verimliliği ilkesi çerçevesinde doğal kaynak kullanımının gerçekleştiği, (iii) serbest piyasa mekanizmasına uygun, üretim ve verimliliği destekler nitelikte devlet müdahalelerinin olduğu ve üreticinin ve tüketicinin sektörü yönlendirebildiği, orta ve uzun vadeli planlar ile ekonomik kalkınmanın gerçekleştiği ve (iv) kurumsal altyapının ve kurumların etkin çalıştığı tespit edilmiştir.

Şirket, Ar-Ge'ye önem vererek kalkınma hedefleri ve öncelikli alanlarla uyumlu, yüksek kalitede bilimsel bilginin üretilmesi, bu bilgiye ekonomik değer kazandırılması, üretilen bilginin ve ortaya çıkarılan teknolojinin iş dünyasına kazandırılmasıyla topluma ve ülke ekonomisine katma değer sağlamayı hedeflemektedir.<sup>21</sup>

<sup>21</sup> Fortune Business Insights "Pasta Market – Global Market Analysis, Insights and Forecasts, 2012-2029" raporu.

Kendini yenileyebilmek, değişen tüketici alışkanlıklarını dikkate alarak tüketicilerin talep ve istekleri doğrultusunda katma değer yaratabilmek için Ar-Ge çalışmaları gıda sektöründe kritik önem taşımaktadır. Bu vizyon ve bilinçle Şirket'in Ar-Ge politikası doğrultusunda; pazardaki genel ihtiyaçların ve müşteri isteklerinin doğru bir şekilde analiz edilmesi ve değişen tüketim alışkanlıkları, tüketicilerin talep ve beklentileri doğrultusunda araştırma, geliştirme ve iyileştirme yapılması hedeflenmektedir.

Tüketicilerin değişen yaşam tarzları sebebiyle hazır gıdalara olan talep artmaktadır. Dolayısıyla makarna pazarında da hızlı değişen yaşam tarzlarını uyum sağlanması önemli bir etken haline gelmektedir. Dünya genelinde çalışan insan sayısındaki artış yemeğe hazır ürünlere olan talebin artmasına da sebep olmuştur. Tüketiciler evde yemek yapmak için vakit ayırmayı daha az tercih etmeye başlamıştır. Bu da pazarın büyümesini sağlamaktadır. Değişen yaşam tarzına ilaveten makarna ve noodle pazarının gelişen yeni ürün yelpazesi sayesinde hızla büyümesi beklenmektedir. Sürekli makarna ve noodle endüstrisi yeni ürünler sunmakta ve tüketicilerin artan taleplerini karşılamaya çalışmaktadır. Yeni ürünlerin piyasaya sunulması tüketici sadakatini sağlamaya yönelik olup, pazarda ürünlerin güçlü bir yer edinmesi, sağlam bir tüketici tabanı oluşturulması hedeflenmektedir.

Kamu destekli ve özkaynaklar ile yürütülen projelerle yeni ürünlerin geliştirilmesi hedeflenmektedir. Bu kapsamda Oba Makarna bünyesinde 1 TÜBİTAK projesi tamamlanmış olup, öz kaynak ile 40 farklı çeşitte ürün geliştirilmiştir.

2019 yılında Hendek Fabrikası'nda bulunan Noodle üretim hattının devralınması ile birlikte Noodle sektöründe de öz kaynaklar ile ticarileşmiş 18 proje geliştirilmiş olup, halihazırda devam etmekte olan projeler de bulunmaktadır. Şirket'in üretmekte olduğu Noodle ürünlerine ilişkin olarak, ihracat yapılan pazarlardaki tüketicilerin damak zevki ve tercihlerine hitap etmek üzere, çeşitli baharat, çeşni ve sos üretilmesine yönelik bütün bu Ar-Ge projelerinin detaylarına aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

**Tablo 10: Ar-Ge projelerinin detayları**

| No | Proje Durumu | Proje Kodu | Başlangıç Tarihi | Planlanan/Gerçekleşen Bitiş Tarihi | Ticarileşme Durumu |
|----|--------------|------------|------------------|------------------------------------|--------------------|
| 1  | Tamamlandı   | O-D01      | 6.01.2020        | 6.07.2020                          | Ticarileşti        |
| 2  | Tamamlandı   | O-T01      | 23.12.2019       | 23.07.2020                         | Ticarileşti        |
| 3  | Tamamlandı   | O-S01      | 5.02.2020        | 10.08.2020                         | Ticarileşti        |
| 4  | Tamamlandı   | O-SP01     | 24.02.2020       | 19.10.2020                         | Ticarileşti        |
| 5  | Tamamlandı   | O-K01      | 3.09.2020        | 6.04.2021                          | Ticarileşti        |
| 6  | Tamamlandı   | O-AB1      | 22.09.2020       | 24.12.2022                         | Ticarileşti        |
| 7  | Tamamlandı   | O-AR1      | 1.02.2021        | 24.03.2022                         | Ticarileşti        |
| 8  | Tamamlandı   | O-PZ1      | 2.05.2021        | 5.03.2022                          | Ticarileşti        |
| 9  | Tamamlandı   | O-TS1      | 10.01.2021       | 26.03.2022                         | Ticarileşti        |
| 10 | Tamamlandı   | O-MC1      | 28.09.2020       | 17.05.2021                         | Ticarileşti        |
| 11 | Tamamlandı   | O-KR1      | 18.05.2021       | 11.09.2021                         | Ticarileşti        |
| 12 | Tamamlandı   | B-BN0M1    | 1.02.2020        | 15.09.2020                         | Ticarileşti        |
| 13 | Tamamlandı   | B-CN0M1    | 10.05.2020       | 15.12.2020                         | Ticarileşti        |
| 14 | Tamamlandı   |            | 1.05.2021        | 15.12.2021                         | Ticarileşti        |
| 15 | Tamamlandı   |            | 1.05.2021        | 15.12.2021                         | Ticarileşti        |
| 16 | Tamamlandı   |            | 1.05.2021        | 15.12.2021                         | Ticarileşti        |
| 17 | Tamamlandı   |            | 28.09.2020       | 17.05.2021                         | Ticarileşti        |

| No | Proje Durumu | Proje Kodu   | Başlangıç Tarihi | Planlanan/Gerçekleşen Bitiş Tarihi | Ticarileşme Durumu |
|----|--------------|--------------|------------------|------------------------------------|--------------------|
| 18 | Tamamlandı   | N-MC1        | 20.04.2021       | 10.08.2021                         | Ticarileşmedi      |
| 19 | Tamamlandı   | AL-MAC1      | 8.04.2021        | 10.12.2021                         | Ticarileşmedi      |
| 20 | Tamamlandı   | AL-MACB1     | 8.04.2021        | 18.12.2021                         | Ticarileşmedi      |
| 21 | Devam ediyor | YY-CHC1      | 1.03.2022        | 22.12.2022                         | Ticarileşmedi      |
| 22 | Devam ediyor | YY-BE1       | 1.03.2022        | 22.12.2022                         | Ticarileşmedi      |
| 23 | Devam ediyor | SV-VEGL1     | 8.06.2022        | 24.12.2022                         | Ticarileşmedi      |
| 24 | Devam ediyor | SV-VEG1      | 18.07.2022       | 2.12.2022                          | Ticarileşmedi      |
| 25 | Devam ediyor | SV-CHC1      | 5.08.2022        | 10.01.2023                         | Ticarileşmedi      |
| 26 | Devam ediyor | SV-CHC2      | 21.08.2022       | 20.01.2023                         | Ticarileşmedi      |
| 27 | Devam ediyor | SV-CHCCR1    | 9.09.2022        | 13.02.2023                         | Ticarileşmedi      |
| 28 | Devam ediyor | SV-SPC1      | 12.10.2022       | 7.03.2023                          | Ticarileşmedi      |
| 29 | Tamamlandı   | 220523-01    | 1.05.2023        | 1.07.2023                          | Ticarileşmedi      |
| 30 | Tamamlandı   | 220523-01(V) | 1.05.2023        | 1.07.2023                          | Ticarileşmedi      |
| 31 | Tamamlandı   | 220523-02    | 1.05.2023        | 1.07.2023                          | Ticarileşmedi      |
| 32 | Tamamlandı   | 220523-03    | 1.05.2023        | 1.07.2023                          | Ticarileşmedi      |
| 33 | Devam ediyor | N01062301    | 30.04.2023       | -                                  | Devam ediyor       |
| 34 | Devam ediyor | N01062302    | 30.04.2023       | -                                  | Devam ediyor       |
| 35 | Devam ediyor | N01062303    | 30.04.2023       | -                                  | Devam ediyor       |
| 36 | Devam ediyor | N01062304    | 30.04.2023       | -                                  | Devam ediyor       |
| 37 | Tamamlandı   | M-010623-01  | 15.05.2023       | 15.07.2023                         | Ticarileşmedi      |
| 38 | Tamamlandı   | M-010623-02  | 15.05.2023       | 15.07.2023                         | Ticarileşmedi      |
| 39 | Tamamlandı   | M-050623-01  | 15.05.2023       | 15.07.2023                         | Ticarileşmedi      |
| 40 | Tamamlandı   | M-010623-03  | 28.04.2023       | 28.07.2023                         | Ticarileşmedi      |
| 41 | Tamamlandı   | M-010623-04  | 28.04.2023       | 28.07.2023                         | Ticarileşmedi      |
| 42 | Tamamlandı   | M-010623-05  | 28.04.2023       | 28.07.2023                         | Ticarileşmedi      |
| 43 | Devam ediyor | M08062301    | 8.05.2023        | -                                  | Devam ediyor       |
| 44 | Devam ediyor | M08062302    | 8.05.2023        | -                                  | Devam ediyor       |
| 45 | Devam ediyor | M08062303    | 8.05.2023        | -                                  | Devam ediyor       |
| 46 | Devam ediyor | M08062304    | 8.05.2023        | -                                  | Devam ediyor       |
| 47 | Tamamlandı   | M14062301    | 14.05.2023       | 14.07.2023                         | Ticarileşmedi      |
| 48 | Tamamlandı   | M14062302    | 14.05.2023       | 14.07.2023                         | Ticarileşmedi      |
| 49 | Tamamlandı   | M14062303    | 14.05.2023       | 14.07.2023                         | Ticarileşmedi      |
| 50 | Tamamlandı   | 19062301     | 19.05.2023       | 19.07.2023                         | Ticarileşmedi      |
| 51 | Tamamlandı   | 19062302     | 19.05.2023       | 19.07.2023                         | Ticarileşmedi      |
| 52 | Tamamlandı   | 19062303     | 19.05.2023       | 19.07.2023                         | Ticarileşmedi      |
| 53 | Tamamlandı   | M05072301    | 5.06.2023        | 30.07.2023                         | Ticarileşmedi      |
| 54 | Tamamlandı   | M05072302    | 5.06.2023        | 30.07.2023                         | Ticarileşmedi      |
| 55 | Tamamlandı   | M05072303    | 5.06.2023        | 30.07.2023                         | Ticarileşmedi      |

| No | Proje Durumu | Proje Kodu | Başlangıç Tarihi | Planlanan/Gerçekleşen Bitiş Tarihi | Ticarileşme Durumu |
|----|--------------|------------|------------------|------------------------------------|--------------------|
| 56 | Devam ediyor | M05072301  | 1.06.2023        | -                                  | Devam Ediyor       |
| 57 | Devam ediyor | M05072302  | 1.06.2023        | -                                  | Devam Ediyor       |
| 58 | Devam ediyor | M05072303  | 1.06.2023        | -                                  | Devam Ediyor       |
| 59 | Devam ediyor | M05072304  | 1.06.2023        | -                                  | Devam Ediyor       |
| 60 | Tamamlandı   | M15082301  | 15.05.2023       | 1.10.2023                          | Ticarileşti        |
| 61 | Devam ediyor | M01092301  | 1.06.2023        | -                                  | Devam ediyor       |
| 62 | Devam ediyor | M01092303  | 1.06.2023        | -                                  | Devam ediyor       |
| 63 | Devam ediyor | M01092305  | 1.06.2023        | -                                  | Devam ediyor       |
| 64 | Devam ediyor | M14092301  | 30.07.2023       | -                                  | Devam ediyor       |
| 65 | Devam ediyor | M14092302  | 30.07.2023       | -                                  | Devam ediyor       |
| 66 | Devam ediyor | M14092303  | 30.07.2023       | -                                  | Devam ediyor       |

Kaynak: Halka arz izahnamesi

Ar-Ge çalışmaları çerçevesinde 2022 yılında Hendek Fabrikası'nda 1.200 m<sup>2</sup> alana sahip bir Ar-Ge merkezi inşaatı başlamıştır ve 2024 yılının ilk çeyreğinde devreye alınması planlanmaktadır. Bu merkezde Mikrobiyoloji, Enstrümental, Formülasyon laboratuvarlarının yanı sıra üretimde kullanılan Noodle hattının minyatürünün ve otomatik sos karışımlarının yapılabileceği minyatür sos makinasının yer aldığı pilot tesis laboratuvarı ve çeşitli tariflerin uygulaması için endüstriyel mutfak ve çeşitli ofislerin yer alması planlanmaktadır.

Şirket ürettiği ürünlere ilişkin Ar-Ge faaliyetlerinin yanı sıra ambalaj ve atıkların geri kazanılması konularında da Ar-Ge çalışmalarında bulunmaktadır. Geliştirilen ürünler için kullanılacak farklı boyutlarda ve malzeme yapısında ambalajlarla ilgili yürütülecek Ar-Ge faaliyetleri ambalaj çeşitlerinin geliştirilmesine yöneliktir. Halihazırda hayvan yemi olarak yem üreticilerine satılan buğday ve noodle atıklarının besin değerleri dikkate alınarak katma değerli ürünler haline getirmek Ar-Ge merkezinin önem verdiği stratejilerdendir.

## 2.3 Başlıca sektörler/pazarlar:

### 2.3.1 Küresel makarna ve noodle pazarı

Makarna ve noodle birçok ülkede tüketilen temel gıda maddeleri arasında yer almaktadır. Hem makarna hem de noodle farklı boy ve şekillerde üretilebilir. Makarna türlerine bakıldığında kurutulmuş makarna uzun raf ömrü ve farklı boy ve şekillerde üretilebilmesi sebebiyle pazarda önemli bir yere sahiptir. Tüketicilerin çoğunluğu herhangi bir aroma eklenmemiş sade kurutulmuş makarnayı tercih ettiği bilinmektedir. Ancak, makarna üreticileri, tüketicileri kendilerine çekmek üzere inovasyonlara da odaklanmaktadır.

Dünya ticaretinde de önemli bir yer tutmakta olan makarna, spagetti ve benzer ürünler Uluslararası Ticaret Sınıflandırmasında (SITC) 048.3<sup>22</sup>, 30.12.2020 tarih ve 31350 sayılı 1'inci mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanan Cumhurbaşkanlığı Kararı'nda yer alan "İstatistik Pozisyonlarına Bölünmüş Türk Gümrük Tarife Cetvelinde ise 19.02 pozisyonu numarası ile "Makarnalar (pişirilmiş veya et ile veya diğer maddelerle doldurulmuş veya başka şekilde hazırlanmış olsun olmasın spagetti, macaroni, şehriye, lazanya, gnocchi, ravioli, canelloni gibi)"; ve "Pişirilmemiş makarna (doldurulmamış veya başka şekilde hazırlanmamış)" şeklinde tanımlanmıştır<sup>23</sup>.

#### Ham madde: Buğday

Ürünlerin temel ham maddesi buğdaydır. Bununla beraber glütensiz olması amacıyla buğday içermeyen mısır, pirinç veya nohut bazlı ürünler de üretilebilmektedir. Ancak, birçok farklı buğday ununun yüksek oranlarda kullanılması sayesinde, buğday segmentinin küresel makarna pazarına liderlik ettiği görülmektedir. Her ne kadar makarna üretim yöntemleri değişebilir ise de ürün her zaman aynıdır. Herhangi bir makarnanın temel malzemeleri durum buğdayı veya yumuşak buğday irmiği ile sudur. Taze makarna yumuşak buğdaydan üretilirken kurutulmuş makarna temel olarak sert durum buğdayından üretilir.

Dünya buğday üretiminin %70'ini Çin, AB, Hindistan, Rusya, ABD ve Avustralya oluşturmaktadır. Dünya buğday üretimi 2022/23 sezonunda %1 artışla 788 milyon ton olmuştur.<sup>24</sup> (2021/22: 780 milyon ton) Kurutulmuş makarnanın ana hammaddesi olan durum buğdayının önde gelen üreticileri arasında ise Kanada, İtalya ve Türkiye yer almaktadır.<sup>25</sup>

Türkiye'de durum buğdayı üretimi son 10 yıl içerisinde yıllık olarak 3.100.000 ton ile 4.100.000 ton arasında gerçekleşmiştir. 2022 yılında durum buğdayı üretimi %19 artış ile 3.750.000 tona ulaşarak, 2021 yılı üretim hacmi olan 3.150.000 tonu aşmıştır.<sup>43</sup>

Ukrayna ve Rusya, başta buğday, arpa, ay çiçeği çekirdeği ve kanola olmak üzere dünyanın en önemli tarla bitkileri üreticileri ve ihracatçılarındandır. Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Örgütü (*United Nations Food and Agriculture Organization – FAO*) ile Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (*Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD*) tarafından hazırlanan "Gıda Görünümü 2022-2031" (*Agricultural Outlook 2022-2031*)

<sup>22</sup> [https://unstats.un.org/unsd/publication/SeriesM/SeriesM\\_34rev2E.pdf](https://unstats.un.org/unsd/publication/SeriesM/SeriesM_34rev2E.pdf)

<sup>23</sup> T.C. Ekonomi Bakanlığı, İhracat Genel Müdürlüğü Tarım Ürünleri Daire Başkanlığı, Makarna Sektör Raporları, 2017, s.1. <https://ticaret.gov.tr/data/5b8700a513b8761450e18d81/Makarna.pdf>

<sup>24</sup> T.C Tarım ve Orman Bakanlığı, Tarım Ürünleri Piyasaları Raporu, Temmuz 2023

<sup>25</sup> <https://www.euronext.com/en/news/world-durum-wheat-market-focus>

raporuna göre, Rusya ve Ukrayna 2021 yılında dünyadaki buğday ihracatının toplam %28'ine denk gelen arz ile, dünyanın en büyük buğday ihracatçısı ülkeler arasında birinci ve beşinci sırada yer almıştır.<sup>26</sup>

Ancak, 20 Şubat 2014 tarihinde Rusya'nın Kırım'ı ilhakı ile başlayan ve Doğu Ukrayna'daki bölgesel işgaller ile devam eden Ukrayna Rusya savaşı, başta Ukrayna olmak üzere her iki lider buğday üreticisinin üretim ve ihracat rakamlarında dalgalanmalara sebep olmuştur<sup>27</sup>. Savaşın devamında her iki ülkenin ihracata konu tahılları deniz yolu ile küresel pazarlara ulaştırması tehlike altına girmişse de Türkiye'nin arabuluculuğunda mutabakata varılan Tahıl Koridoru anlaşması ile Karadeniz üzerinden gerçekleşecek ihracat için güzergah eksikliğinin önüne geçilmesi adına bir zemin oluşturulmaya çalışılmıştır<sup>28</sup>.

### Küresel makarna pazarı verileri

Küresel makarna pazarının değeri 2021'de 65.057 milyon ABD doları olarak ölçümlenmiş ve pazarın geçmiş yıllarda olduğu gibi 2022-2029 yılları arasında da %5 yıllık bileşik büyüme oranı ile 2029'da 93.964 milyon ABD dolarına yükselmesi öngörülmüştür.<sup>29</sup>

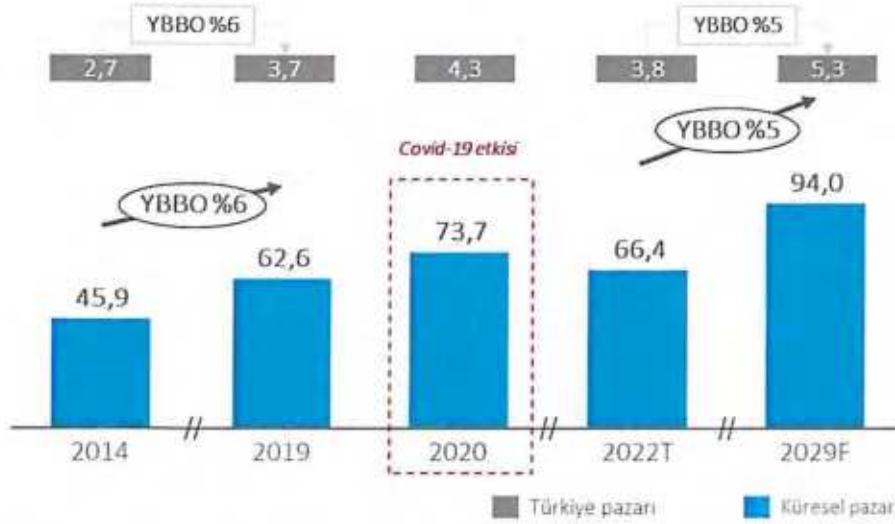
Günümüzde tüketiciler daha yoğun bir yaşam tarzı sürdürdükleri için ve yemek hazırlamaya kısıtlı zaman ayırdıkları için çabuk pişirilen gıdalar tercih etmektedirler. Bu sebeple gelişmiş ülkelerde ve bazı gelişmekte olan ülkelerde makarna tüketimi ve makarnaya olan talep artmaktadır. Gelişmiş ülkelerde makarna ve ekmek besin değeri yüksek gıdalar olarak değerlendirilmekte ve genç nüfus tarafından tercih edilmektedir. Özellikle Avrupa bölgesi küresel makarna pazarında üstünlüğe sahiptir; zira İtalya ve Yunanistan gibi ülkelerde makarna etnik bir yemek olarak yer almaktadır.

<sup>26</sup> Organisation for Economic Co-operation and Development, "OECD-FAO Agricultural Outlook 2022-2031", syf. 64, erişim tarihi: 06.11.2022, <https://read.oecd.org/10.1787/f1b0b29c-en?format=pdf>.

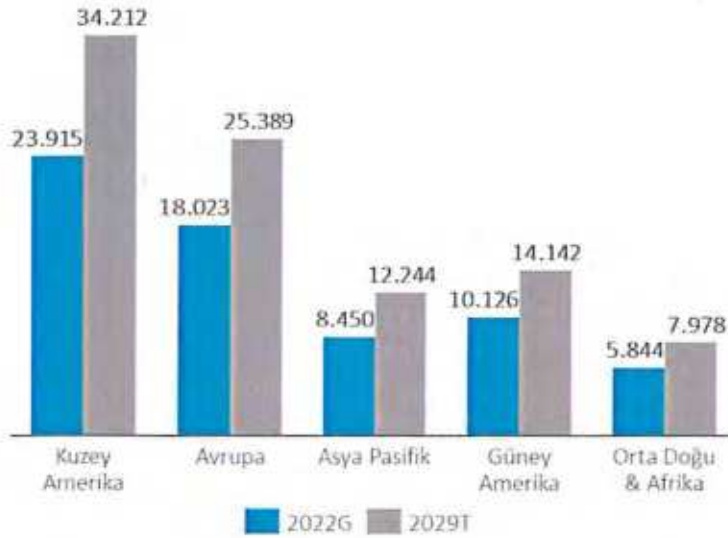
<sup>27</sup> <https://farmdocdaily.illinois.edu/2023/02/the-russia-ukraine-war-and-changes-in-ukraine-corn-and-wheat-supply-impacts-on-global-agricultural-markets.html>

<sup>28</sup> <https://setav.org/assets/uploads/2022/07/P343.pdf>

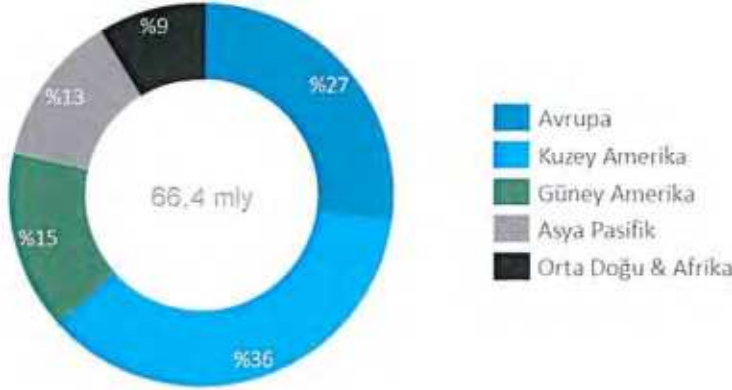
<sup>29</sup> Fortune Business Insights "Pasta Market – Global Market Analysis, Insights and Forecasts, 2012-2029" raporu.

**Grafik 1: Küresel makarna pazarı değeri (milyar USD)**

Kaynak: Fortune Business Insights "Pasta Market – Global Market Analysis, Insights and Forecasts, 2012-2029" raporu

**Grafik 2: Küresel makarna pazarı bölgesel dağılımı (milyar USD)**

Kaynak: Fortune Business Insights "Pasta Market – Global Market Analysis, Insights and Forecasts, 2012-2029" raporu

**Grafik 3: 2022 küresel makarna pazarı bölgesel dağılımı<sup>30</sup> (%)**

Kaynak: Fortune Business Insights "Pasta Market – Global Market Analysis, Insights and Forecasts, 2012-2029" raporu

Küresel makarna pazarından en büyük payı %36 ile Kuzey Amerika almaktadır. Kuzey Amerika'yı %27 pay ile Avrupa takip etmektedir. Ardından gelen Asya Pasifik bölgesi %13, Avrupa %15, Orta Doğu ve Afrika ise %9 paya sahiptir. Her beş ana bölgenin de 2022-2029 yılları arasında elde etmesi beklenen yıllık bileşik büyüme oranı yaklaşık %5'tir.

Covid-19 pandemisi döneminde makarna ürünlerine olan artan perakende talebi sebebiyle makarna pazarı önemli ve olumlu ölçüde etkilenmiştir. Sektör yavaş yavaş Covid-19 pandemisi öncesindeki üretim kapasitelerine dönerken, Covid-19 pandemisinin yarattığı zorluklar pazar oyuncularını dirençli ve esnek yeni stratejiler geliştirmeye yöneltmiştir. Bu sebeple üreticiler teknolojik geliştirme faaliyetlerine yatırım yapmakta, üretim kapasitelerini artırmak için yeni şirketler devralmakta ve ürünlerinin dağıtılması için yeni pazarlara erişim sağlamaya çalışmaktadır.

Yeni ürün üretiminin yanı sıra, ortaklıklar, anlaşmalar ve iş birlikleri sektördeki ana oyuncular tarafından pazar payının büyütülmesi için izlenen ana stratejilerdir. Makarna endüstrisi yenilikçi, lezzetli ve sağlıklı makarna ürünleri sayesinde ciddi bir büyüme yaşamaktadır. Bu sebeple pazar oyuncuları mevcut makarna ürünlerinin formlerini yeniden gözden geçirmekte ve yeni makarna çeşitlerini piyasaya sunmaktadır.

Küresel makarna pazarı oldukça parçalanmış ve rekabetçi bir yapıya sahiptir. Bu pazarda büyük makarna üreticileri olduğu gibi küçük üreticiler de birbirleriyle rekabet etmekte ve pazar payını artırmaktadır. Makarna endüstrisindeki önde gelen oyuncular Şirket, Barilla Group, Ebro Foods, S.A., F.lli De Cecco di Filippo Fara San Martino S.p.A., TreeHouse Foods, Inc. ve Unilever Group'tur.<sup>31</sup>

Küresel makarna üretimine ilişkin olarak en büyük üretici olan ilk 10 ülkenin verilerine aşağıda yer verilmektedir. Türkiye dünyanın önde gelen makarna üreticilerinden biridir.

<sup>30</sup> Türkiye Orta Doğu ve Afrika'ya dahildir

<sup>31</sup> Fortune Business Insights "Pasta Market – Global Market Analysis, Insights and Forecasts, 2012-2029" raporu.

Tablo 11: Ülke bazında makarna üretim miktarları

| No. | Ülke         | Tahmini Makarna Üretim Miktarı (Ton) |
|-----|--------------|--------------------------------------|
| 1.  | İtalya (*)   | 3.890.467                            |
| 2.  | ABD          | 2.000.000                            |
| 3.  | Türkiye (*)  | 1.902.423                            |
| 4.  | Mısır (*)    | 1.200.000                            |
| 5.  | Brezilya (*) | 1.182.000                            |
| 6.  | Rusya (*)    | 1.096.912                            |
| 7.  | Nijerya      | 700.000                              |
| 8.  | İran         | 560.000                              |
| 9.  | Arjantin     | 407.336                              |
| 10. | Peru (*)     | 358.519                              |

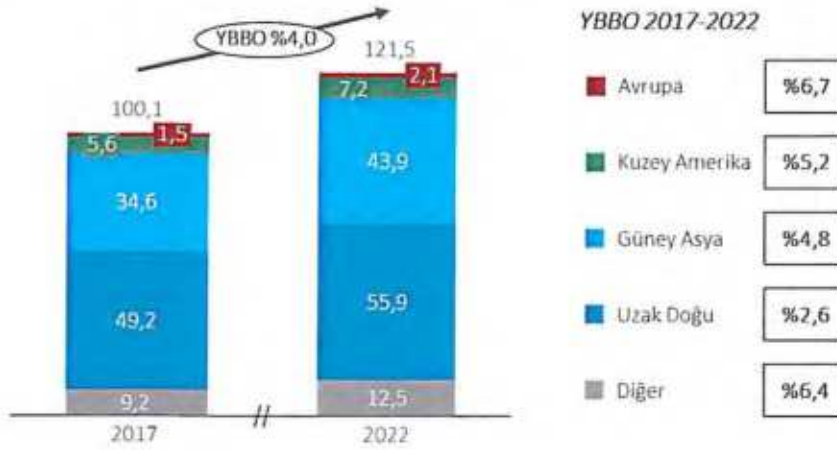
(\*) İlgili veriler Eylül 2021'e kadar güncellenmiştir

Kaynak: UNAFPA, International Pasta Organization (IPO) ile UNAFPA tarafından yapılan anket sonuçları<sup>22</sup>

#### Küresel noodle pazarı

Küresel noodle tüketimi 2017-2022 yılları arasında %4,0 yıllık bileşik büyüme oranı göstererek 2022 yılında 121,5 milyar porsiyona ulaşmıştır. Son yıllarda hazır gıda ürünlerine olan talebin hızla artmasını şehirleşme, sayıca artan tek kişilik haneler, kadınların işgücüne artan katılımı, organize ticaretin ve e-ticaretin gelişimi tetiklemiştir. Doğduğu coğrafya Asya pazarı olan noodle, trendlerle uyumlu, lezzetli, pratik ve uygun fiyatlı bir ürün olarak diğer coğrafyalarda hızla büyümektedir. Özellikle Avrupa makarna gamına göreceli yeni eklenen noodle tüketimi, son 5 yılda küresel ortalamanın üzerinde büyüyerek, %6,7'lik bir yıllık bileşik büyüme oranı yakalamıştır. Şirket, yeni girdiği noodle piyasasında özellikle hızla büyüyen Avrupa piyasasını hedeflemektedir. Son 5 yılda %60'lık yıllık bileşik büyüme oranı gösteren Türkiye noodle piyasası ise 2022 yılında yakalanan 420 milyon porsiyon büyüklük ile gelişime açık bir pazardır.

<sup>22</sup> [UNAFPA \(pasta-unafpa.org\)](http://UNAFPA.pasta-unafpa.org)

**Grafik 4: Bölgelere göre noodle tüketimi (milyon porsiyon<sup>33</sup>)**

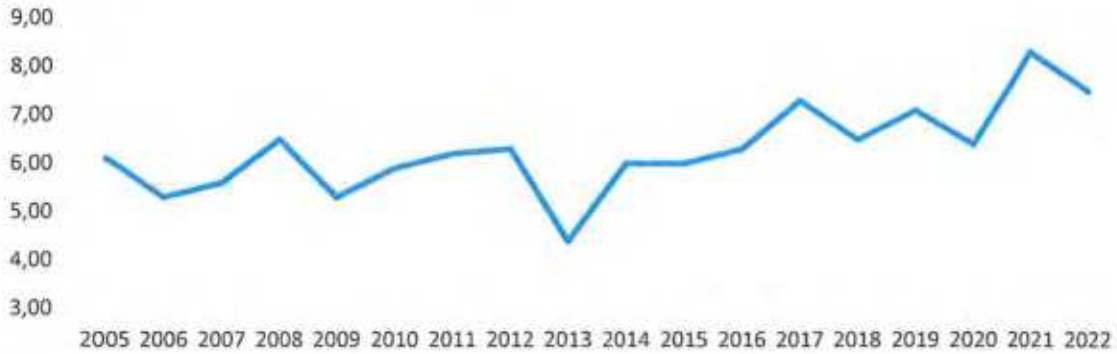
Kaynak: U.N.A.F.P.A

### 2.3.2 Türkiye makarna pazarı

#### İç tüketim

Türkiye’de iç pazar incelendiğinde yıllar itibarıyla kişi başı makarna tüketiminin genel olarak artma trendinde olduğu ifade edilebilir. 2014’ten beri kişi başına tüketimin 6,0 kg’ın altına düşmediği Türkiye’de 2021’de kaydedilen kişi başına tüketim 8,3 kg ile tepe noktasına ulaşmıştır. Bu artışta Türkiye’de nüfus artışına katkıda bulunan mülteci sayısındaki artışın da rol oynadığı düşünülmektedir. 2022’de ise kişi başına tüketim 7,5 kg düzeyinde gerçekleşmiştir. Tüketiciler makarnayı, diğer gıdalara kıyasla, kolay stoklanması, sürdürülebilir niteliği ve kriz zamanlarında kendilerine iyi gelen geleneksel yiyecek olması sebebiyle tercih etmeye devam etmişlerdir. Türkiye’de 2022 yılında 661.548 ton makarna tüketimi gerçekleşmiştir.

<sup>33</sup> Bir porsiyon, 75 gr noodle’a karşılık gelmektedir

**Grafik 5: Kişi başına makarna tüketimi<sup>34</sup> (kg/kişi)**

Kaynak: MÜSAD, Makarna Sektör Raporu, Temmuz 2023

### Üretim

Günümüzde Türk makarna sanayi içerisinde bölgesel talebi karşılamaya yönelik çalışan tesislerin yanı sıra teknolojik açıdan ileri seviye ülkelerle rekabet edebilecek düzeye gelmiş, üretiminin büyük bir bölümünü ihracata yönlendirmiş, büyük entegre tesisler de dahil olmak üzere çok sayıda fabrika aktif olarak faaliyet göstermektedir ve Türkiye 2 milyon tonu aşan kurulu kapasitesi ile dünyanın en büyük makarna üretici ülkelerinden biridir. <sup>35</sup>

Türkiye'deki neredeyse tüm makarna fabrikaları, üretimleri için gerekli olan irmiği kendileri üretmektedirler. Oysa diğer ülkelerde özellikle Avrupa ve ABD makarna üreticilerinde böyle bir durum yaygın olarak görülmemekte olup bu durum Türk üreticilerine öncelikle düşük maliyet, standardizasyon, araştırma-geliştirme ve yüksek kalite gibi avantajlar sağlamaktadır. <sup>36</sup>

Sektördeki üretim tesisleri coğrafi dağılım açısından makarna üretiminde ana girdi olan sert durum buğdayının yetiştirme alanları olan Güneydoğu Anadolu, Orta Anadolu ve Batı Anadolu bölgelerinde yoğunlaşmaktadır.

### İhracat

Makarna üretiminin temel girdisi olan durum buğdayının Türkiye'de yetiştirilmesi ve kaliteli makarna üretim tekniklerinin yaygınlaşması ile Türkiye dünyanın önemli makarna üreticilerinden biri olmasının yanı sıra dünya makarna ticaretinin de önemli oyuncularındandır.

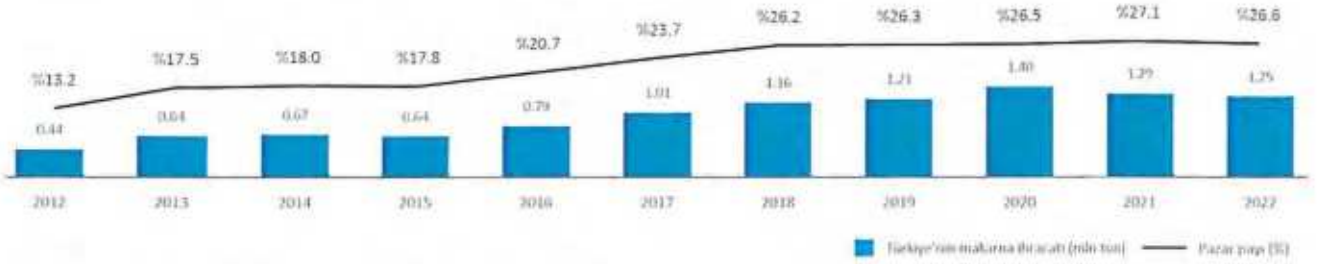
Türkiye'nin makarna ihracatının 2012 yılında küresel makarna ticaretinden aldığı pay 2012'de %13,2 iken, 2016'dan itibaren bu pay %20'lerin üzerine çıkmış ve 2022 itibarıyla %26,6 düzeyinde gerçekleşmiştir. Böylelikle Türkiye, dünya makarna ihracatında söz sahibi ülkeler arasındaki yerini perçinlemiştir. Türkiye 2022 yılında makarna ihracatında dünyada İtalya'dan sonra 2'nci sırada yer almaktadır. <sup>37</sup>

<sup>34</sup> T.C. nüfus verileri ve mülteci sayıları baz alınarak hesaplanmıştır

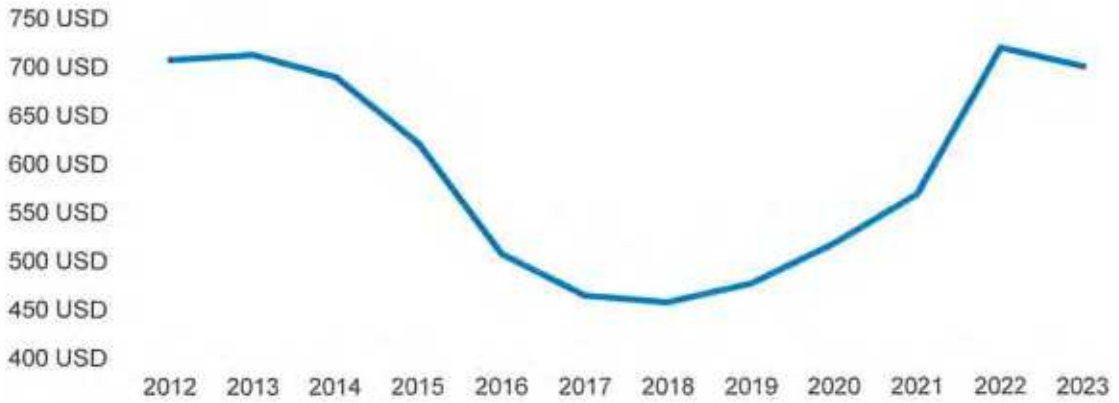
<sup>35</sup> T.C. Ekonomi Bakanlığı, İhracat Genel Müdürlüğü Tarım Ürünleri Daire Başkanlığı, Makarna Sektör Raporları, 2017, s.4. <https://ticaret.gov.tr/data/5b8700a513b8761450e18d81/Makarna.pdf>

<sup>36</sup> Makarna GTİP 19.02.2019 Hedef Pazar Analizi, İpekyolu Kalkınma Ajansı (s.20). <https://www.ika.org.tr/assets/upload/dosyalar/makarna-hedef-pazar-analizi.pdf>

<sup>37</sup> MÜSAD, Makarna Sektör Raporu, Temmuz 2023. <https://musad.org/wp-content/uploads/2023/09/Makarna-Sektor-Raporu-Temmuz-2023.pdf>

**Grafik 6: Türkiye'nin makarna ihracatı ve küresel pazar payı gelişimi (mln ton)**

Kaynak: Trademap – 190219 Ürün Kodu Küresel İhracat Hacmi

**Grafik 7: Türkiye'nin makarna ihracatı birim fiyatı (USD)**

Kaynak: MÜSAD, Makarna Sektör Raporu, Temmuz 2023 – 2023 verileri Ocak-Haziran 2023 arası gerçekleşmiş ihracat rakamlarıdır

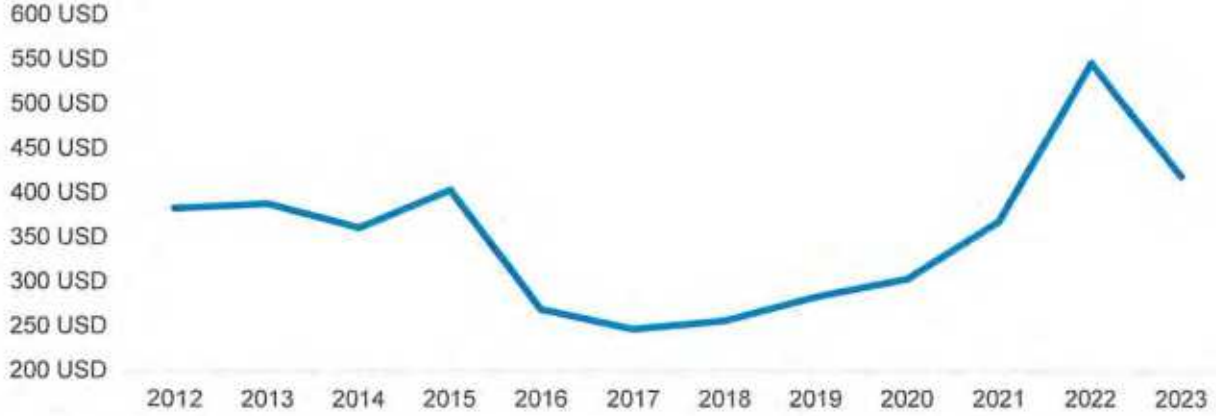
Yıllara göre makarna ihracatı incelendiğinde ihracat miktarının 2015 yılı sonrasında yükselişe geçtiği ve Covid-19 pandemisinin başladığı 2020 yılında tepe noktaya çıktığı görülmektedir. 2018 yılında 458 USD/ton ile önceki yıllara göre en düşük ortalama birim ihracat fiyatı gerçekleştirmesine rağmen bu yıldan sonra buğday maliyetlerinin de yükselmesi ile birim ihracat fiyatı da artmıştır. Özellikle Rusya-Ukrayna savaşı ile birlikte artan buğday maliyetleri de yüksek ihracat birim fiyatı olarak 2022 yılında gözlenmiştir. 2023 yılı Haziran ayı itibarıyla 701 USD/ton seviyesinde gerçekleşmiştir.

Türkiye, dünya makarna üretiminde İtalya ve Amerika'dan sonra üçüncü sırada yer almaktadır. Türkiye'de üretilen her dört paket makarnadan bir tanesi ise Şirket tarafından üretilmektedir. Bununla birlikte Türkiye, dünya makarna ticaretinde ikinci sırada yer almaktadır. Türkiye'den ihraç edilen yaklaşık her 3 paket makarnadan biri Şirket tarafından ihraç edilmektedir.

### Ham madde ithalatı

Türkiye'deki üreticiler ham maddeleri çeşitli ülkelerden ithal etmektedir. Örneğin Kanada'dan amber durum buğdayı, Meksika, Rusya, Kazakistan ve Yunanistan gibi ülkelerden daha az pahalı olan durum buğdayı ithal edilmektedir.<sup>38</sup>

**Grafik 8: Yıllara göre durum buğdayı ithalatı**



Kaynak: MÜSAD, Makarna Sektör Raporu, Temmuz 2023 – 2023 verileri 1 Ocak - 30 Haziran arası gerçekleşen ithalatı yansıtmaktadır

2012-2022 yıllarını kapsayan 10 yıllık dönemde Türkiye'de durum buğdayı ithalatı incelendiğinde 2019 ve 2020 yıllarının ithal edilen miktar açısından öne çıktığı görülmektedir. 2015 yılından sonra hızla gerileyen durum buğdayı fiyatının 2020 yılından sonra yükseldiği ve Rusya Ukrayna savaşı ile 2022 yılında 546 USD/ton seviyesine çıktığı görülmektedir. 2023 yılı Haziran ayı itibarı ile durum buğdayı ithalatında fiyat 419 USD/ton seviyesinde gerçekleşmiştir. Bunun yanında 2023 yılında Türkiye'de gerçekleşen güçlü durum buğdayı rekoltesi sebebi ile Haziran ayının ardından ithalat büyük ölçüde azalmış ve Türkiye durum buğdayı ihracatına başlamıştır.

### 2.3.3 Şirket'in sektördeki konumu

Şirket, 2023 yılı sonunda devreye girecek iki yeni makarna hattı hariç olmak üzere yıllık 506.000 ton makarna üretim kapasitesine sahip olup, 2021 yıl sonu itibarıyla 1,9 milyon ton olan Türkiye'de toplam makarna üretiminin %25'ini tek başına gerçekleştirmiştir. 2022 yılında Türkiye makarna tüketimi 661.548 ton olmuş, bunun %18'i Şirket tarafından karşılanmıştır. Avrupa Birliği Pastacılık Ürünleri Üreticileri Organizasyonları Birliği 2022 yılı verilerine göre İtalya'da kişi başına makarna tüketimi 23,5 kg seviyesindeyken, Türkiye'de bu rakam 7,5 kg seviyelerinde bulunmaktadır. Bu anlamda makarna tüketimi yurtiçi pazarda büyüme potansiyeline sahiptir. Şirket ulusal indirim marketlerine ürettiği özel markalı ürünleri, yerel zincirlerdeki varlığı, küçük marketlere ulaşan toptancılar aracılığı ile satışları ve e-ticaret kanalını da etkin bir şekilde kullanması, ayrıca yüksek üretim kapasitesi ile birlikte Türkiye'deki büyüme potansiyelinden faydalanma konusunda önemli bir konumda bulunmaktadır.

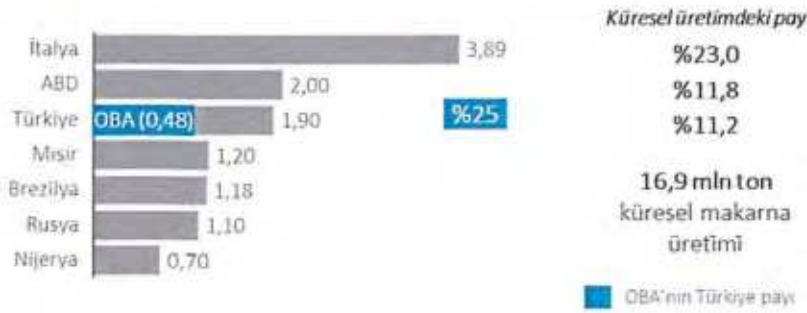
Şirket'in 2022 yılındaki net ürün satışlarının (makarna, noodle, irmik, un, yan ürünler) %69'u ihracat satışlarından oluşmaktadır. Şirket, 2022 yılında Türkiye makarna ihracatının %28'sini Şirket'in tamamına sahip olduğu bağlı ortaklığı Oba Food vasıtasıyla gerçekleştirmiş, Şirket başta Afrika ve Güney Amerika olmak üzere 6 kıtada 100'ün üzerinde ülkeye ihracat yapmış, 2022 yılı küresel makarna ticaret hacminde yaklaşık %7'lik paya sahip olmuştur. Türkiye İhracatçılar Meclisi'nin 2022 verilerine göre, Oba Food Hububat, Bakliyat, Yağlı Tohumlar ve Mamulleri

<sup>38</sup> [UNAFPA \(pasta-unafpa.org\)](http://unafpa.org)

sektöründe 305,887,688 USD toplam ihracat verisi ile 2022 sektör birincisi olmuş, genel sıralamada ise 74. sırada yer almıştır.

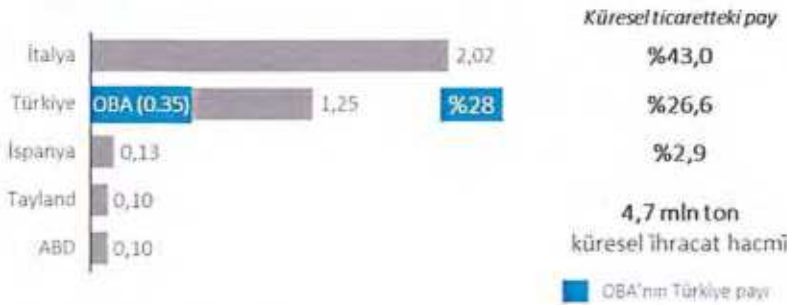
Şirket'in temel stratejilerinden biri satış alanını genişletmek için uluslararası tüketicilerin önceliklendirilmesidir. Şirket farklı bölgelerde yer alan yabancı ülkelerdeki tüketicilere ürün sunulmasına odaklanmaktadır. Bu doğrultuda ABD, Birleşik Krallık, Çin, Hindistan, Avrupa da dahil olmak üzere distribütör ağı kurmuştur. Şirket ayrıca müşterilerine yüksek kaliteli ürünler sunmaya önem verir. Bu sebeple makarnanın üretim süreçlerini yakından takip eden ve sadece bu işe özgülenmiş bir mühendislik ekibi de oluşturmuştur. Şirket ayrıca artan makarna talebine uygun olarak üretim kapasitesini arttırmak için gerekli yatırımlara da fon ayırmaktadır. Şirketin üretim kapasitesini artırma hedefi stokların tükenmesi kaynaklı aksaklıklar yaşanmadan geniş tüketici kitlesine ürünlerini kesintisiz olarak sunmayı sağlayacaktır.

**Grafik 9: Küresel makarna üretimi (mln ton, 2021)**



Kaynak: UN A.F.P.A

**Grafik 10: Dünya'nın en büyük makarna ihracatçıları (mln ton, 2022)**



Kaynak: MÜSAD, Trademap

#### Şirket'in güçlü yönleri, fırsatları ve dezavantajları

Şirket'in güçlü yönleri incelendiğinde uzun yıllara dayalı ihracat bilgi, birikim ve deneyimi sayesinde güçlü pazar pozisyonuna ve tanınmış markalara sahip olması öne çıkmaktadır.

Üretim açısından değerlendirildiğinde, birinci sınıf makine yatırımları ile yüksek üretim kapasitesine sahip olunması, ham maddesi olan buğdayın Şirket'in kendi değirmenlerinde öğütülmesi, operasyon büyüklüğü sayesinde ham madde maliyetlerinde fiyat avantajından faydalanılması, iki ayrı lokasyonda bulunan, sahip olunan

kalite sertifikaları uyarınca çok uluslu küresel şirketlerin kalite standartlarını karşılayabilecek üretim tesisleriyle lojistik avantajdan faydalanılması, noodle kategorisinde kendi soslarını üreten olmak ve Ar-Ge ve inovasyonu işleyiş biçimi haline getirmek sayılabilir.

Ürünler açısından değerlendirildiğinde, ürün portföyüne önem verilmesi, ürün gamı zenginliği, ürün kalitesine öncelik verilmesi, yeni ürün geliştirme yeteneği ve yenilikçi marka algısı sayılabilir.

Şirket'in mevcut olduğu pazarlar açısından değerlendirildiğinde, her pazara uygun kalitede ürün sağlama yeteneği, yurtdışı pazarlarda müşterilerin marka sadakati, yurtdışı müşteriler nezdinde, politika ve uygulamalarında istikrarlı olduğu algısı, teknolojik altyapı sayesinde İtalyan üreticilerle rekabet edebilecek düzeyde olunması, varlık gösterdiği yurtdışı pazarlarda kuvvetli distribütör ağına sahip olunması sayılabilir.

Mali açıdan değerlendirildiğinde ise şirketin güçlü finansal altyapısı ve yönetsel açıdan hızlı karar alma yetisi de diğer güçlü yanları arasındadır.

Şirketin fırsatları değerlendirildiğinde, pratik ve pişirilmesi kolay yiyeceklere olan talebin artışı makarnaya olan talebi de artıracaktır. Hazır gıdalara olan talebin artışı, besleyici ve maliyeti düşük bir gıda olan makarna açısından bir fırsattır. Üretim açısından değerlendirildiğinde, sektörün gelişime açık olmasının yanı sıra ürün kalitesi ve çeşitliliğinin fazla olması ve sektörün paketleme tekniklerinde inovasyona açık olması da diğer fırsatlardır. Ham madde tedariki açısından değerlendirildiğinde, üretim gerçekleştirilen ülkenin iklim ve toprak koşullarının makarnalık buğday üretimine elverişli olması da bir diğer fırsattır. İhracat pazarında henüz keşfedilmemiş pazarlara ulaşabilme kabiliyeti, örneğin Ayrıca Asya Pasifik gibi bölgelerde gelişmekte olan pazarlara ulaşılması yoluyla uluslararası varlığın genişletilmesi de bir başka fırsattır.

Şirket'in dezavantajları incelendiğinde ise, kalifiye üretim personeline ulaşımında İstanbul'da kurulu rakiplerine göre geri planda olunması, yurtiçi satışlara dönük pazarlama ve dağıtım ağına önemli bir parçası olan distribütörlük oluşumunun bazı bölgelerde henüz tamamlanamamış olması, yurtiçi pazarda bilinirlik ve bulunurluk seviyesinin yurtdışı pazara göre düşük olması, yurtdışı satışlarının karlılığına ilişkin olarak döviz pozisyonu kaynaklı kur riskleridir. Piyasaya sürülen yeni ürünler hedeflenen pazara ulaşmadan diğer üreticiler tarafından ikame ürünler üretilerek piyasaya sürülebilir.

Şirket'in en büyük başarısı kaliteli ürün üretimindedir. Şirket'in üretimde kalifiye personel istihdam edememesi Şirket'in başarısını etkileyecektir. Şirket merkezinin İstanbul'da olmaması sebebiyle, nitelikli iş gücüne erişim İstanbul merkezli rakiplerine göre daha zordur, çalışanlarının motive edilememesi ve muhafaza edilememesi durumunda kalifiye personelin kaybı Şirket'in üretim faaliyetleri ve dolayısıyla başarısını etkileyebilecektir.

Şirket'in dağıtım ve satış ağını genişletirken pazarlama ve ilgili diğer büyük masraf kalemlerini kontrolde tutabilmesi için ürettiği ürünlerin satışını ve pazarlamasını bölgesel distribütörler aracılığıyla sağlaması gerekmektedir. Bölgesel distribütör kullanımı sektörde oldukça yaygındır. Şirket'in güvenilir ve deneyimli distribütör bulması ve bu kişilerle distribütörlük ilişkisine girmesi araştırma gerektirmesi nedeniyle zaman almaktadır. Bu doğrultuda Şirket yurtiçi pazara yaptığı satışlar bazı bölgeler için münhasır ve münhasır olmayan distribütörler atamış olmakla birlikte Batı Akdeniz ve Doğu Karadeniz distribütörlük ağını henüz tam anlamıyla oluşturamamış ve bu bölgelerdeki bilinirliği distribütörler ile çalışılan diğer bölgelere göre geride kalmıştır. Yukarıda belirtilen ile paralel olarak, Şirket yurtdışı pazarda yurtiçi pazara nazaran distribütörlük ağını daha iyi oturtmuş ve net ürün satış gelirlerinin (makarna, noodle, irmik, un ve yan ürünler) 2020 yılında %70'i, 2021 yılında %72'si ve 2022 yılında %69'u ve 2023 yılının ilk 9 aylık döneminde ise %72'si yurtdışı satışlardan elde edilmiştir. Şirket'in yurtiçi pazarda bilinirlik ve bulunurluk seviyesinin yurtdışı pazara göre düşük olması Şirket'in dezavantajlarından biri olmakla birlikte Şirket'in yurtiçi distribütörlük ağını genişletmesi ve oturtması neticesinde Şirket'in bilinirliği yurtiçi pazarda da artacaktır.

### 3 Şirket'in finansal bilgileri

#### 3.1 Bilanço

Şirket'in, 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.09.2023 tarihli bağımsız denetimden geçmiş konsolide finansal durum tabloları aşağıda yer almaktadır.

**Tablo 12: Bilanço**

| (TL)                                                     | 2020                 | 2021                 | 2022                 | 9A 2023              |
|----------------------------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <b>Dönen Varlıklar</b>                                   | <b>931.405.852</b>   | <b>1.281.672.480</b> | <b>3.008.408.232</b> | <b>4.744.265.199</b> |
| Nakit ve nakit benzerleri                                | 5.641.819            | 1.528.261            | 34.193.871           | 361.285.130          |
| Finansal yatırımlar                                      | -                    | -                    | -                    | 13.821.850           |
| Ticari alacaklar:                                        | 313.933.814          | 507.830.988          | 1.285.193.225        | 2.364.097.325        |
| <i>İlişkili taraflardan ticari alacaklar</i>             | <i>596.458</i>       | <i>6.686.758</i>     | <i>7.091.309</i>     | <i>448</i>           |
| <i>İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar</i>     | <i>313.337.356</i>   | <i>501.144.230</i>   | <i>1.278.101.916</i> | <i>2.364.096.877</i> |
| Diğer alacaklar:                                         | 37.797.159           | 54.126.963           | 68.362.993           | 117.372.582          |
| <i>İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar</i>      | <i>37.797.159</i>    | <i>54.126.963</i>    | <i>68.362.993</i>    | <i>117.372.582</i>   |
| Stoklar                                                  | 554.247.386          | 672.831.422          | 997.952.579          | 1.415.328.635        |
| Peşin ödenmiş giderler:                                  | 19.302.019           | 43.415.901           | 564.210.891          | 331.031.803          |
| <i>İlişkili taraflara peşin ödenmiş giderler</i>         | <i>-</i>             | <i>-</i>             | <i>129.800</i>       | <i>-</i>             |
| <i>İlişkili olmayan taraflara peşin ödenmiş giderler</i> | <i>19.302.019</i>    | <i>43.415.901</i>    | <i>564.081.091</i>   | <i>331.031.803</i>   |
| Türev araçlar                                            | -                    | -                    | -                    | 66.736.763           |
| Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar                   | 483.655              | 603.691              | -                    | -                    |
| Diğer dönen varlıklar                                    | -                    | 1.335.254            | 58.494.673           | 74.591.111           |
| <b>Duran Varlıklar</b>                                   | <b>452.704.786</b>   | <b>623.014.055</b>   | <b>1.377.429.324</b> | <b>1.867.227.000</b> |
| Maddi Duran Varlıklar                                    | 410.916.061          | 481.671.229          | 969.449.574          | 1.697.537.003        |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar                            | 51.048               | 40.969               | 82.458               | 46.809               |
| Ertelenmiş Vergi Varlığı                                 | 31.560.438           | 69.495.461           | 186.399.354          | 137.380.282          |
| Peşin Ödenmiş Giderler                                   | 10.177.239           | 71.806.396           | 221.497.938          | 32.262.906           |
| <b>Aktif toplamı</b>                                     | <b>1.384.110.638</b> | <b>1.904.686.535</b> | <b>4.385.837.556</b> | <b>6.611.492.199</b> |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>                         | <b>609.646.343</b>   | <b>964.667.433</b>   | <b>3.025.384.410</b> | <b>3.746.993.022</b> |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar                                 | 235.193.474          | 468.768.723          | 1.895.799.666        | 630.432.776          |
| Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları         | 24.481.169           | 37.020.928           | 67.900.866           | 134.561.356          |
| Diğer Finansal Yükümlülükler                             | 2.936.414            | 62.360               | 510.297              | 273.717              |
| Ticari Borçlar                                           | 194.657.387          | 160.875.619          | 753.874.535          | 1.457.815.464        |
| <i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>                 | <i>-</i>             | <i>16.273.226</i>    | <i>305.600.163</i>   | <i>436.776.292</i>   |
| <i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>         | <i>194.657.387</i>   | <i>144.602.393</i>   | <i>448.274.372</i>   | <i>1.021.039.172</i> |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar         | 4.343.019            | 5.797.564            | 13.832.369           | 23.332.436           |
| Diğer Borçlar                                            | 10.758.751           | 15.718.181           | 48.328.601           | 277.836.190          |

| (TL)                                                                                         | 2020                 | 2021                 | 2022                 | 9A 2023              |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>                                                      | 10.051.415           | 10.072.339           | 45.844.179           | 272.345.657          |
| <i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>                                              | 707.336              | 5.645.842            | 2.484.422            | 5.490.533            |
| Türev Araçlar                                                                                | -                    | -                    | 14.589.404           | -                    |
| Ertelenmiş Gelirler                                                                          | 134.307.478          | 272.017.288          | 220.633.808          | 1.133.621.151        |
| <i>İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler</i>                                              | -                    | -                    | 2.047.060            | 358.811.069          |
| <i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler</i>                                      | 134.307.478          | 272.017.288          | 218.586.748          | 774.810.082          |
| Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü                                                                 | 102.917              | 51.723               | -                    | 77.015.544           |
| Kısa Vadeli Karşılıklar                                                                      | 2.865.734            | 4.048.562            | 9.583.610            | 11.301.746           |
| <i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>                        | 1.215.913            | 1.001.091            | 3.594.573            | 6.245.949            |
| <i>Diğer Karşılıklar</i>                                                                     | 1.649.821            | 3.047.471            | 5.989.037            | 5.055.797            |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler                                                              | -                    | 306.485              | 331.254              | 802.640              |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler                                                                    | 70.052.765           | 68.658.263           | 85.900.403           | 164.193.333          |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar                                                                     | 65.886.820           | 62.157.776           | 73.098.895           | 146.069.565          |
| Uzun Vadeli Karşılıklar                                                                      | 4.165.945            | 6.500.487            | 12.801.508           | 18.123.768           |
| <i>-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>                       | 4.165.945            | 6.500.487            | 12.801.508           | 18.123.768           |
| <b>Toplam yükümlülükler</b>                                                                  | <b>679.699.108</b>   | <b>1.033.325.696</b> | <b>3.111.284.813</b> | <b>3.911.186.355</b> |
| <b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>                                                         | <b>704.411.530</b>   | <b>871.360.839</b>   | <b>1.274.552.743</b> | <b>2.700.305.844</b> |
| Ödenmiş Sermaye                                                                              | 207.169.500          | 207.169.500          | 407.169.500          | 407.169.500          |
| Sermaye Düzeltme Farkları                                                                    | 568.661              | 568.661              | 568.661              | 568.661              |
| Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler | 47.330.272           | 87.680.396           | 504.389.363          | 960.227.760          |
| <i>-Maddi Duran Varlık Değerleme Artışları</i>                                               | 46.761.181           | 86.304.832           | 507.694.735          | 974.095.267          |
| <i>-Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm (Kayıplar)/Kazançları</i>                       | 569.091              | 1.375.564            | -3.305.372           | -13.867.507          |
| Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler                                                          | 18.672.034           | 26.682.410           | 32.104.206           | 35.279.802           |
| Geçmiş Yıl Karları                                                                           | 275.607.042          | 422.660.687          | 220.739.455          | 245.470.190          |
| Net Dönem Kârı                                                                               | 155.064.021          | 126.599.185          | 109.581.558          | 1.051.589.931        |
| <b>Toplam kaynaklar</b>                                                                      | <b>1.384.110.638</b> | <b>1.904.686.535</b> | <b>4.385.837.556</b> | <b>6.611.492.199</b> |

Kaynak: Halka arz izahnamesi

**Dönen varlıklar**

Şirket'in dönen varlıkları nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar, diğer alacaklar, finansal yatırımlar, stoklar, peşin ödenmiş giderler, cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar ve diğer dönen varlıklardan oluşmaktadır.

**Nakit ve nakit benzerleri**, 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 5.641.819 TL, 1.528.261 TL, 34.193.871 ve 361.285.130 TL tutarındadır.

**Ticari alacaklar**, 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 313.933.814 TL, 507.830.988 TL, 1.285.193.225 ve 2.364.097.325 TL tutarındadır. Ticari alacaklar; ilişkili taraflardan kısa vadeli ticari alacaklar, ilişkili olmayan taraflardan kısa vadeli ticari alacaklar, alacak senetleri ve şüpheli ticari alacaklar karşılıklarından oluşmaktadır. Ticari alacaklarda, 31 Aralık 2020'ye kıyasla 31 Aralık

2021'de %61,8'lik, 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %153,1'lik artış gerçekleşmiş olup, söz konusu artış esas olarak Şirket'in satışlarını önemli ölçüde arttırmasından kaynaklanmaktadır.

**Diğer alacaklar,** 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 37.797.159 TL, 54.126.963 TL, 68.362.993 TL ve 117.372.582 TL tutarındadır. Diğer alacaklar, verilen depozito ve teminatlardan oluşmaktadır. 31 Aralık 2020'ye kıyasla, 31 Aralık 2021'de sona eren finansal dönemde diğer alacaklarda %43,2'lik, 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %26,3'lük artış gerçekleşmiş olup, söz konusu artışlar KDV iadeleri ve alınacak teşvik tutarlarının tahakkuklarından kaynaklanmaktadır.

**Finansal yatırımlar,** kur korumalı mevduat hesabındaki bakiyelerden oluşmaktadır. 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 tarihli finansal tablolarda kur korumalı mevduat bulunmazken, 30 Eylül 2023 tarihli tabloda ise 13.821.850 TL tutarındadır.

**Stoklar,** ilk madde ve malzeme, mamuller, ticari mallar ve diğer stoklardan oluşmaktadır. 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 554.247.386 TL, 672.831.422 TL, 997.952.579 TL ve 1.415.328.635 TL tutarındadır. 31 Aralık 2020'ye kıyasla, 31 Aralık 2021'de sona eren finansal dönemde stoklarda %21,4'lük, 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %48,3'lük artış gerçekleşmiş olup, söz konusu artışlar Şirket'in piyasa koşullarını takip ederek belirlediği aktif stok yönetim politikasına ve artan satışların yarattığı artan işletme sermayesi ihtiyacından kaynaklanmaktadır.

**Peşin ödenmiş giderler,** 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 19.302.019 TL, 43.415.901 TL, 564.210.891 TL ve 331.031.803 TL tutarındadır. İlgili peşin ödenmiş giderler, stok alımı için verilen sipariş avansları, ilişkili taraflara verilen sipariş avansları, gelecek aylara ait giderler ve iş avanslarından oluşmaktadır. 31 Aralık 2020'ye kıyasla, 31 Aralık 2021'de sona eren finansal dönemde peşin ödenmiş giderlerde %124,9'lük artış, 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %1.199,6'lık artış gerçekleşmiş olup, söz konusu değişiklikler esas olarak faaliyetlerin artmasına bağlı olarak verilen stok avanslarının artmasından kaynaklanmaktadır.

**Cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar,** 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda bakiye bulunmazken, 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 483.655 TL, 603.691 TL tutarındadır.

**Diğer dönen varlıklar,** 31 Aralık 2020 tarihli finansal tablolarda diğer dönen varlıklar bulunmazken, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 1.335.254 TL, 58.494.673 TL ve 74.591.111 TL tutarındadır. Söz konusu hesap devreden KDV'den oluşmaktadır.

#### **Duran Varlıklar**

Şirket'in duran varlıkları; maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar, ertelenmiş vergi varlığı, peşin ödenmiş giderlerden oluşmaktadır.

**Maddi duran varlıklar,** 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 410.916.061 TL, 481.671.229 TL, 969.449.574 TL ve 1.697.537.003 TL tutarındadır. İlgili maddi duran varlıklar arazi ve arsalar, binalar, tesis, makine ve cihazlar, taşıtlar, demirbaşlar ve yapılmakta olan yatırımlar kalemlerinden oluşmaktadır. 31 Aralık 2020'ye kıyasla, 31 Aralık 2021'de sona eren finansal dönemde maddi duran varlıklarda %17,2'lik, 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %101,2'lik artış gerçekleşmiş olup, söz konusu artışlar esas olarak Şirket'in Sakarya ili Hendek ilçesinde yer alan Hendek Fabrikası'nda yaptığı makarna ve noodle yatırımlarından kaynaklanmaktadır.

**Ertelenmiş vergi varlığı,** 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 31.560.438 TL, 69.495.461 TL, 186.399.354 TL ve 137.380.282 TL tutarındadır. 31 Aralık 2020'ye kıyasla, 31 Aralık 2021'de sona eren finansal dönemde ertelenmiş vergi varlığında %120,2'lik artış, 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %168,2'lik artış gerçekleşmiş olup, söz konusu değişiklikler esas olarak yatırım teşvik belgesi kapsamında yapılan yatırımların gerçekleşmesinden kaynaklanmaktadır.

**Peşin ödenmiş giderler,** makine alımları için verilen avanslardan oluşmakta olup, 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 10.177.239 TL, 71.806.396 TL, 221.497.938 TL ve 32.262.906 TL tutarındadır.

#### **Kısa Vadeli Yükümlülükler**

Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısmı, diğer finansal yükümlülükler, ticari borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, diğer borçlar, ertelenmiş gelirler, kısa dönem vergi yükümlülüğü, kısa vadeli karşılıklar ile diğer kısa vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır.

**Kısa vadeli borçlanmalar,** 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 235.193.474 TL, 468.768.723 TL, 1.895.799.666 TL ve 630.432.776 TL tutarındadır. İlgili tutarlar banka kredilerinden oluşmaktadır. 31 Aralık 2020'ye kıyasla, 31 Aralık 2021'de sona eren finansal dönemde kısa vadeli borçlanmalar %99,3'lük, 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %304,4'lük artış gerçekleşmiş olup, söz konusu artışlar esas olarak işletme sermayesi ve yapılan yatırımların finansmanına bağlı olarak gerçekleşmiştir.

**Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları,** 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 24.481.169 TL, 37.020.928 TL, 67.900.866 TL ve 134.561.356 TL tutarındadır. İlgili tutarlar banka kredilerinden oluşmaktadır. 31 Aralık 2020'ye kıyasla, 31 Aralık 2021'de sona eren finansal dönemde uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları %51,2'lik, 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %83,4'lük artış gerçekleşmiş olup, söz konusu artışlar esas olarak işletme sermayesi ve yapılan yatırımların finansmanına bağlı olarak gerçekleşmiştir.

**Diğer finansal yükümlülükler,** 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 2.936.414 TL, 62.360 TL, 510.297 TL ve 273.717 TL tutarındadır.

**Ticari borçlar,** 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 194.657.387 TL, 160.875.619 TL, 753.874.535 TL ve 1.457.815.464 TL tutarındadır. İlgili tutarlar ilişkili olmayan taraflara ticari borçlar ve ilişkili taraflara ticari borçlardan oluşmaktadır. 31 Aralık 2020'ye kıyasla ticari borçlarda 31 Aralık 2021'de sona eren finansal dönemde ise %17,4'lük azalış gerçekleşmiş olup, söz konusu azalışın temel sebebi ise ticari borçların ödenmesinden kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2021'e kıyasla ticari borçlarda 31 Aralık 2022'de sona eren finansal dönemde %368,6'lık artış gerçekleşmiş olup, söz konusu artışın temel sebebi artan satış hacmidir.

**Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar,** 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 4.343.019 TL, 5.797.564 TL, 13.382.369 TL ve 23.332.438 TL tutarındadır. İlgili tutarlar ödenecek sosyal güvenlik primleri, personele ödenecek ücretlerden oluşmaktadır. 31 Aralık 2020'ye kıyasla çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlarda %33,5'lik, 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %138,6'lık artış gerçekleşmiştir. Söz konusu değişimler, personele ödenen ücretlerin ve sosyal güvenlik primi tutarlarının artmasından kaynaklanmaktadır.

**Diğer borçlar**, 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 10.758.751 TL, 15.718.181 TL, 48.328.601 TL ve 277.386.190 TL tutarındadır. İlgili tutarlar ilişkili taraflara diğer borçlar ve ilişkili olmayan taraflara diğer borçlardan oluşmaktadır. 31 Aralık 2020'ye kıyasla diğer borçlarda 31 Aralık 2021'de sona eren finansal dönemde %46,1'lik artış, 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %207,5'lik artış gerçekleşmiştir. Söz konusu artışın temel sebebi ilişkili taraflardan olan Savana Global Ltd. Şti. ile yapılan yabancı para cinsi navlun hizmetinin kur değerlemesinden kaynaklanmaktadır.

**Ertelenmiş gelirler**, 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 134.307.478 TL, 272.017.288 TL, 220.633.808 TL ve 1.133.621.151 TL tutarındadır. 31 Aralık 2020'ye kıyasla ertelenmiş gelirlerde 31 Aralık 2021'de sona eren finansal dönemde %102,5'lik, 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %18,9'luk azalış gerçekleşmiştir. Söz konusu değişimler esas olarak artan veya azalan satışlara istinaden alınan sipariş avanslarının değışikliklerinden kaynaklanmaktadır.

**Kısa vadeli karşılıklar**, 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 2.865.734 TL, 4.048.562 TL, 9.583.610 TL ve 11.301.746 TL tutarındadır. 31 Aralık 2020'ye kıyasla kısa vadeli karşılıklarda 31 Aralık 2021'de sona eren finansal dönemde %41,2'lik, 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %136,7'lik artış gerçekleşmiştir. Söz konusu artışların ana sebebi, davalar ve kullanılmamış izinler için ayrılan karşılıklardan oluşmaktadır.

#### Uzun Vadeli Yükümlölükler

Şirket'in uzun vadeli yükümlölükleri uzun vadeli borçlanmalar ile uzun vadeli karşılıklardan oluşmaktadır.

**Uzun vadeli borçlanmalar**, 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 65.886.820 TL, 62.157.776 TL, 73.098.895 TL ve 146.069.565 TL tutarındadır. 31 Aralık 2020'ye kıyasla uzun vadeli borçlanmalarda 31 Aralık 2021'de sona eren finansal dönemde %5,6'lık düşüş, 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %17,6'lık artış gerçekleşmiştir. Söz konusu değışimler kullanılan kredilerin vadelerine bağılı olarak değışim göstermiştir.

**Uzun vadeli karşılıklar**, 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 4.165.945 TL, 6.500.487 TL, 12.801.508 ve 18.123.768 TL tutarındadır. 31 Aralık 2020'ye kıyasla uzun vadeli karşılıklarda 31 Aralık 2021'de sona eren finansal dönemde %56,0'lık, 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %96,9'luk artış gerçekleşmiştir. Söz konusu artışlar esas olarak kıdem tazminatı karşılığı için kullanılan tavan ücretin artmasından kaynaklanmaktadır.

#### Öz kaynaklar

Kâr veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler hesabı, 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 30 Eylül 2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 47.330.272 TL, 87.680.396 TL, 504.389.363 ve 960.227.760 TL tutarındadır. İlgili tutarlar maddi duran varlıkların yeniden değeriemesi ve tanımlanmış fayda planlarının birikmiş yeniden ölçüm farklarından oluşmaktadır. 31 Aralık 2020'ye kıyasla kâr veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler hesabında 31 Aralık 2021'de sona eren finansal dönemde %85,3'lük, 31 Aralık 2021'e kıyasla 31 Aralık 2022'de %475,3'lük artış gerçekleşmiştir. Söz konusu artışlar, maddi duran varlık değerieme artışları ile geçmiş yıl kar artışlarından kaynaklanmaktadır.

Özkaynaklar, 2020 yılında 704.411.530 TL iken, 2021 yılında %23,7'lik artışla 871.360.839 TL'ye, 2022 yılında %46,2'lik artışla 1.274.552.743 TL'ye ve 30 Eylül 2023'te ise 2.700.305.844 TL'ye yükselmiştir. Bu artışlarda maddi duran varlıkların yeniden değeriemesi ve ilgili yıllarda elde edilen net dönem kârları etkili olmuştur. Şirket

dönem net kârı, 2020 yılında 155.064.021 TL iken 2021 yılında 126.599.185 TL'ye 2022 yılında ise 109.581.558 TL seviyesine gerilemiştir. 2023 yılının ilk dokuz ayında elde edilen dönem net kârı ise 1.051.589.931 TL olarak gerçekleşmiştir.

#### Ticari işletme sermayesi

Şirket'in ticari işletme sermayesi ticari alacaklar, stoklar ve ticari borçlardan oluşmaktadır.

**Tablo 13: Ticari işletme sermayesi**

| (TL)                     | 2020        | 2021          | 2022          | 9A 2022       | 9A 2023       |
|--------------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ticari alacaklar         | 313.933.814 | 507.830.988   | 1.285.193.224 | 782.823.343   | 2.364.097.325 |
| Stoklar                  | 554.247.386 | 672.831.422   | 997.952.579   | 1.103.838.659 | 1.415.328.635 |
| Ticari borçlar           | 194.657.387 | 160.875.619   | 753.874.535   | 585.776.817   | 1.457.815.464 |
| Ticari işletme sermayesi | 673.523.813 | 1.019.786.791 | 1.529.271.268 | 1.300.885.185 | 2.321.610.496 |
| Net satışlara oranı      | %21,7       | %19,6         | %13,8         | %13,2         | %15,6         |

Kaynak: Şirket

#### Net borç

Net borç hesaplanırken bilançoda bulunan nakit ve nakit benzerleri ve finansal yatırımlar kalemleri nakit olarak, kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, diğer finansal yükümlülükler ve ortaklara tahakkuk etmiş olan temettülerden oluşması sebebiyle ilişkili taraflara diğer borçlar kalemleri borç olarak değerlendirilmiştir. Bu kapsamda yıllar içerisinde aşağıdaki net borç hesaplanmıştır.

**Tablo 14: Net borç**

| (mln TL)                                         | 2020  | 2021  | 2022    | 9A 2023 |
|--------------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|
| Nakit ve nakit benzerleri                        | 5,6   | 1,5   | 34,2    | 361,3   |
| Finansal yatırımlar                              | 0,0   | 0,0   | 0,0     | 13,8    |
| Nakit                                            | 5,6   | 1,5   | 34,2    | 375,1   |
| Kısa vadeli borçlanmalar                         | 235,2 | 468,8 | 1895,6  | 630,4   |
| Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları | 24,5  | 37,0  | 67,9    | 134,6   |
| Diğer finansal yükümlülükler                     | 2,9   | 0,1   | 0,5     | 0,3     |
| İlişkili taraflara diğer borçlar                 | 10,1  | 10,1  | 45,8    | 272,3   |
| Uzun vadeli borçlanmalar                         | 65,9  | 62,2  | 73,1    | 146,1   |
| Borç                                             | 338,5 | 578,1 | 2.083,2 | 1.183,7 |
| Net borç                                         | 332,9 | 576,6 | 2.049,0 | 808,6   |

Kaynak: Şirket

### Oran analizleri

**Likidite oranları:** Şirket'in likiditesi açısından dönen varlıkların ne oranda güvenli olduğunu gösteren oranlardır. İşletmenin likidite durumunun, vadesi gelen borçları ödeme gücünün, beklenmedik piyasa şartlarında ve ekonomik durumlarda işletmenin faaliyetlerini sürdürebilme yetisinin de göstergeleridir.

**Mali yapı oranları:** Şirket'in kaynak yapısını gösteren ve Şirket'in varlıklarının hangi kaynaklarla ne oranlarda karşılandığını gösteren oranlardır. Bu oranlar ile bir ölçüde Şirket'in uzun vadeli borçları ödeme gücü gibi mali yapı durumu analiz edilebilir.

Şirket'in finansal tablolarından hesaplanan bazı finansal oranlara aşağıdaki tabloda yer verilmektedir:

**Tablo 15: Finansal oranlar**

| (%)                                     | 2020   | 2021   | 2022   | 9A 2023 |
|-----------------------------------------|--------|--------|--------|---------|
| <b>1. Likidite oranları</b>             |        |        |        |         |
| Cari Oran                               | %153,0 | %133,0 | %99,0  | %127,0  |
| Likidite Oranı                          | %62,0  | %63,0  | %66,0  | %89,0   |
| Nakit Oranı                             | %0,9   | %0,2   | %1,1   | %9,6    |
| <b>2. Mali yapı oranları</b>            |        |        |        |         |
| Kaldıraç Oranı                          | %49,0  | %54,0  | %71,0  | %59,0   |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplamı | %44,0  | %51,0  | %69,0  | %57,0   |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplamı | %5,0   | %4,0   | %2,0   | %2,0    |
| Özkaynaklar/Aktif Toplamı               | %51,0  | %46,0  | %29,0  | %41,0   |
| Toplam Yükümlülükler/Özkaynaklar        | %96,0  | %119,0 | %244,0 | %145,0  |

Kaynak: Halka arz izahnamesi

### 3.2 Gelir tablosu

Aşağıda yer alan tablolar, Şirket'in 2020, 2021, 2022, 9A 2022 ve 9A 2023 dönemlerine ait konsolide kâr veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosunu içermektedir.

**Tablo 16: Gelir tablosu**

| (TL)                                             | 2020               | 2021                 | 2022                 | 9A 2022              | 9A 2023              |
|--------------------------------------------------|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Hasılat                                          | 3.099.519.793      | 5.215.846.114        | 11.069.054.372       | 8.199.411.948        | 11.997.010.714       |
| Satışların maliyeti (-)                          | -2.638.409.001     | -4.077.811.835       | -9.733.372.656       | -7.138.113.741       | -10.297.855.265      |
| <b>Brüt Kar</b>                                  | <b>461.110.792</b> | <b>1.138.034.279</b> | <b>1.335.681.716</b> | <b>1.061.298.207</b> | <b>1.699.155.449</b> |
| Genel yönetim giderleri (-)                      | -38.852.427        | -60.164.437          | -61.915.349          | -75.908.912          | -45.420.904          |
| Pazarlama giderleri (-)                          | -230.161.094       | -674.959.203         | -1.154.166.931       | -851.029.260         | -757.620.215         |
| Esas faaliyetlerden diğer gelirler               | 325.042.899        | 625.230.615          | 390.257.195          | 320.557.242          | 1.266.787.710        |
| Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)           | -319.478.761       | -465.008.784         | -166.326.483         | -131.980.725         | -780.498.598         |
| <b>Esas Faaliyet Karı</b>                        | <b>197.661.409</b> | <b>563.132.470</b>   | <b>343.530.148</b>   | <b>322.936.552</b>   | <b>1.382.403.442</b> |
| Yatırım faaliyetlerinden gelirler                | 1.334.034          | 4.745.325            | 1.532.357            | 1.532.330            | 96.602.182           |
| <b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>     | <b>198.995.443</b> | <b>567.877.795</b>   | <b>345.062.505</b>   | <b>324.468.882</b>   | <b>1.479.005.624</b> |
| Finansman gelirleri                              | 71.629.073         | 68.042.559           | 65.051.759           | 61.762.547           | 596.230.919          |
| Finansman giderleri (-)                          | -113.226.167       | -503.175.823         | -331.933.647         | -217.475.768         | -863.151.014         |
| <b>Vergi Öncesi Karı/ (Zarar)</b>                | <b>157.398.349</b> | <b>132.744.531</b>   | <b>78.180.617</b>    | <b>168.755.661</b>   | <b>1.212.085.529</b> |
| Vergi gideri                                     | -2.334.328         | -6.145.346           | 31.400.941           | -1.506.786           | -160.495.598         |
| <i>Dönem vergi gideri</i>                        | <i>-236.674</i>    | <i>-344.597</i>      | <i>-332.741</i>      | <i>-396.194</i>      | <i>-78.189.330</i>   |
| <i>Ertelenmiş dönem vergisi geliri/ (gideri)</i> | <i>-2.097.654</i>  | <i>-5.800.749</i>    | <i>31.733.682</i>    | <i>-1.110.592</i>    | <i>-62.306.268</i>   |
| <b>Net Dönem Karı/ (Zararı)</b>                  | <b>155.064.021</b> | <b>126.599.185</b>   | <b>109.581.558</b>   | <b>167.248.875</b>   | <b>1.051.589.931</b> |

Kaynak: Halka arz izahnamesi

#### Satışlar

31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla 3.099.519.793 TL olan toplam net satışlar, 31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla %68,2'lik bir artış göstererek 5.215.846.114 TL'ye yükselmiştir. 31 Aralık 2022 tarihinde ise net satışlar, bir önceki finansal yıla kıyasla %112,2'lik bir artışla 11.069.054.372 TL olarak gerçekleşmiştir. 30 Eylül 2022 tarihinde 8.199.411.948 TL olan toplam net satışlar, 30 Eylül 2023 tarihi itibarıyla %46,3'lük bir artış göstererek 11.997.010.714 TL'ye yükselmiştir.

Şirket'in net satışlarının dağılımına baktığımızda en büyük payı makarna almaktadır. Makarna satışları yıllık olarak 2021 yılında %44,8, 2022 yılında da %104,5 artış göstermiştir. 2023 yılının ilk 9 ayına baktığımızda, şirketin karlılık odaklı yaklaşımı ve stratejisi doğrultusunda karlılığı düşük pazarlardan çıkması ve yeni anlaşmalar nedeniyle yaşanan geçiş dönemi dolayısıyla makarna tarafında satış büyümesi bir miktar yavaşlayarak 2022 yılı ilk 9 ayına göre %11,3 oranında kalmıştır. Diğer yandan nispeten yeni olan ve karlılığı en yüksek ürünü noodle tarafında ise 2021 yılından itibaren güçlü büyümeler sergilenmiştir. 2021 yılında yıllık büyüme %114,7, 2022 yılında %229,1 seviyesinde gerçekleşirken 2023 9 aylık dönemde de bir önceki yılın aynı dönemine göre büyüme oranı %171,8 oranında gerçekleşmiştir. Şirket ayrıca üretim kapasitesine bağlı olarak ürünlerinin ana hammaddesi olan Buğdayı ticarete de konu ederek hem hammadde güvenliğini sağlamaya hem de ticari faaliyet gelirlerini artırmaya devam etmiştir.

Finansal tablo dönemleri itibarıyla satış gelirlerinin ana kategoriler bazında sınıflandırılmasına ilişkin tabloya aşağıda yer verilmektedir.

**Tablo 17: Net satışlar**

| (TL)                  | 2020                 | 2021                 | 2022                  | 9A 2022              | 9A 2023               |
|-----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|
| Makarna               | 1.860.996.991        | 2.694.157.273        | 5.509.441.671         | 4.045.508.025        | 4.503.281.819         |
| Net satışlara oranı   | %60,0                | %51,7                | %49,8                 | %49,3                | %37,5                 |
| Noodle                | 35.806.183           | 76.878.224           | 253.034.714           | 123.736.944          | 336.296.482           |
| Net satışlara oranı   | %1,2                 | %1,5                 | %2,3                  | %1,5                 | %2,8                  |
| İrmik                 | 127.291.654          | 269.541.064          | 712.292.479           | 528.135.281          | 424.465.485           |
| Net satışlara oranı   | %4,1                 | %5,2                 | %6,4                  | %6,4                 | %3,5                  |
| Un                    | 311.759.695          | 397.558.900          | 391.749.967           | 236.854.830          | 654.792.469           |
| Net satışlara oranı   | %10,1                | %7,6                 | %3,5                  | %2,9                 | %5,5                  |
| Yan ürünler           | 269.307.711          | 451.494.803          | 784.790.242           | 563.641.290          | 675.534.105           |
| Net satışlara oranı   | %8,7                 | %8,7                 | %7,1                  | %6,9                 | %5,6                  |
| Durum buğdayı         | 510.343.800          | 1.191.029.082        | 3.319.569.429         | 2.702.221.634        | 5.593.679.359         |
| Net satışlara oranı   | %16,5                | %22,8                | %30,0                 | %33,0                | %46,6                 |
| Diğer                 | 6.134.261            | 154.394.189          | 91.381.014            | 15.370.004           | 42.598.254            |
| Net satışlara oranı   | %0,2                 | %3,0                 | %0,8                  | %0,2                 | %0,4                  |
| Diğer gelirler        | 815.154              | 3.162.368            | 1.455.307             | 11.383.471           | 26.523.071            |
| Net satışlara oranı   | %0,0                 | %0,1                 | %0,0                  | %0,1                 | %0,2                  |
| Fiyat farkı gelirleri | 1.463.279            | 42.087.207           | 103.422.774           | 18.855.611           | 13.810.144            |
| Net satışlara oranı   | %0,1                 | %0,8                 | %0,9                  | %0,2                 | %0,1                  |
| Satış iadeleri (-)    | -22.044.507          | -58.326.296          | -58.035.991           | -21.001.288          | -78.473.936           |
| Net satışlara oranı   | -%0,7                | -%1,1                | -%0,5                 | -%0,3                | -%0,7                 |
| Satış indirimleri (-) | -2.354.428           | -6.130.700           | -40.047.234           | -25.293.854          | -195.496.538          |
| Net satışlara oranı   | -%0,1                | -%0,1                | -%0,4                 | -%0,3                | -%1,6                 |
| <b>Net satışlar</b>   | <b>3.099.519.793</b> | <b>5.215.846.114</b> | <b>11.069.054.372</b> | <b>8.199.411.948</b> | <b>11.997.010.714</b> |

Kaynak: Halka arz izahnamesi

Tablo 18: Yurt içi ve yurt dışı satışların kırılımı

| (TL)                  | 2020          | 2021          | 2022           | 9A 2022       | 9A 2023        |
|-----------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| Yurt içi satışlar:    | 1.169.901.806 | 1.700.332.614 | 5.641.796.766  | 4.394.548.851 | 4.380.371.844  |
| Makarna               | 388.067.273   | 507.948.682   | 1.223.074.608  | 900.773.133   | 950.307.175    |
| Noodle                | 17.382.679    | 34.276.155    | 88.351.942     | 51.280.618    | 76.802.782     |
| İrmik                 | 46.202.436    | 59.821.543    | 118.615.999    | 79.730.428    | 88.196.718     |
| Un                    | 71.403.891    | 27.845.868    | 186.879.133    | 146.020.025   | 83.275.623     |
| Yan ürünler           | 269.307.711   | 451.494.803   | 784.790.242    | 563.641.290   | 675.534.105    |
| Durum buğdayı         | 371.403.555   | 613.364.306   | 3.214.527.931  | 2.637.733.353 | 2.463.747.401  |
| Diğer                 | 6.134.261     | 5.581.257     | 25.556.911     | 15.370.004    | 42.508.040     |
| Yurt dışı satışlar:   | 1.951.738.489 | 3.534.720.921 | 5.420.462.750  | 3.820.919.157 | 7.850.276.129  |
| Makarna               | 1.472.929.718 | 2.186.208.591 | 4.286.367.063  | 3.144.734.892 | 3.552.974.644  |
| Noodle                | 18.423.504    | 42.602.069    | 164.682.772    | 72.456.326    | 259.493.700    |
| İrmik                 | 81.089.218    | 209.719.521   | 593.676.480    | 448.404.853   | 336.268.767    |
| Un                    | 240.355.804   | 369.713.032   | 204.870.834    | 90.834.805    | 571.516.846    |
| Durum buğdayı         | 138.940.245   | 577.664.776   | 105.041.498    | 64.488.281    | 3.129.931.958  |
| Diğer                 | 0             | 148.812.932   | 65.824.103     | 0             | 90.214         |
| Diğer gelirler        | 815.154       | 3.162.368     | 1.455.307      | 11.383.471    | 26.523.071     |
| Fiyat farkı gelirleri | 1.463.279     | 42.087.207    | 103.422.774    | 18.855.611    | 13.810.144     |
| Satış indirimleri (-) | -22.044.507   | -58.326.296   | -58.035.991    | -21.001.288   | -78.473.936    |
| Satış indirimleri (-) | -2.354.428    | -6.130.700    | -40.047.234    | -25.293.854   | -195.496.538   |
| Net satışlar          | 3.099.519.793 | 5.215.846.114 | 11.069.054.372 | 8.199.411.948 | 11.997.010.714 |

Kaynak: Halka arz izahnamesi

## Satılan malın maliyeti

Tablo 19: Satılan malın maliyeti

| (TL)                           | 2020           | 2021           | 2022           | 9A 2022        | 9A 2023         |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| İlk madde ve malzeme giderleri | -1.713.489.255 | -2.120.880.745 | -4.662.139.368 | -3.379.780.630 | -3.568.053.016  |
| Ticari mal maliyeti            | -549.157.070   | -1.268.810.555 | -3.748.661.449 | -2.888.386.227 | -5.207.030.749  |
| Genel üretim giderleri         | -115.010.364   | -217.909.134   | -643.704.939   | -404.027.292   | -529.339.801    |
| Personel giderleri             | -53.302.765    | -88.312.995    | -162.510.115   | -112.953.467   | -195.652.481    |
| Amortisman ve itfa giderleri   | -20.409.959    | -30.910.047    | -40.151.685    | -28.959.251    | -41.448.877     |
| Mamul stoklarındaki değişim    | 48.992.713     | 49.778.677     | 228.177.925    | 181.719.915    | -153.436.564    |
| Diğer satışların maliyeti      | -236.032.301   | -400.767.036   | -704.383.025   | -505.726.789   | -602.893.777    |
| Satışların Maliyeti Toplamı    | -2.638.409.001 | -4.077.811.835 | -9.733.372.656 | -7.138.113.741 | -10.297.855.265 |

Kaynak: Halka arz izahnamesi

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarında satışların maliyeti 31 Aralık 2020 tarihinde 2.638.409.001 TL iken 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren finansal yılda %54,5'lik bir artışla 4.077.811.835 TL'ye, 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren finansal yılda %138,7'lik bir artışla 9.733.372.656 TL'ye ulaşmıştır. Satışların maliyeti 30 Eylül 2022 tarihinde sona eren finansal dönemde ise 7.138.113.741 TL iken 30 Eylül 2023'te sona eren finansal dönemde önceki yılın aynı dönemine göre %44,2'lik bir artışla 10.297.855.265 TL'ye ulaşmıştır.

Satışların maliyetlerinin artmasının temel sebebi, personel gideri ve ticari mal maliyetindeki artışlardır.

#### Faaliyet gelir ve giderleri

Aşağıdaki tabloda faaliyet gelir ve giderleri ve dönemler içerisindeki değişimlerine yer verilmiştir.

**Tablo 20: Faaliyet gelir ve giderleri**

| (TL)                                   | 2020         | 2021         | 2022           | 9A 2023       |
|----------------------------------------|--------------|--------------|----------------|---------------|
| Genel yönetim giderleri (-)            | -38.852.427  | -60.164.437  | -61.915.349    | -45.420.904   |
| Net satışlara oranı                    | %1,3         | %1,2         | %0,6           | %0,4          |
| Pazarlama giderleri (-)                | -230.161.094 | -674.959.203 | -1.154.166.931 | -757.620.215  |
| Net satışlara oranı                    | %7,4         | %12,9        | %10,4          | %6,3          |
| Esas faaliyetlerden diğer gelirler     | 325.042.899  | 625.230.615  | 390.257.195    | 1.266.787.710 |
| Net satışlara oranı                    | %10,3        | %8,9         | %1,5           | %6,5          |
| Esas faaliyetlerden diğer giderler (-) | -319.478.761 | -465.008.784 | -166.326.483   | -780.498.598  |
| Net satışlara oranı                    | %10,1        | %6,6         | %0,6           | %4,0          |

Kaynak: Halka arz izahnamesi

### Genel yönetim giderleri

Şirket'in genel yönetim giderlerinin kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

**Tablo 21: Genel yönetim giderleri**

| (TL)                                 | 2020               | 2021               | 2022               | 9A 2022            | 9A 2023            |
|--------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Personel giderleri                   | -12.801.873        | -14.218.157        | -5.193.121         | -5.054.888         | -24.343.038        |
| Denetim ve danışmanlık giderleri     | -2.513.924         | -2.684.475         | -6.138.943         | -3.292.704         | -5.736.760         |
| Temsil ve ağırlama giderleri         | -911.128           | -1.795.549         | -9.639.806         | -7.019.469         | -3.844.334         |
| Vergi, resim ve harç giderleri       | -346.355           | -621.164           | -937.618           | -584.935           | -781.269           |
| Bağış ve yardımlar                   | -4.376.076         | -4.015.266         | -449.786           | -443.986           | -958.427           |
| Sigorta giderleri                    | -987.417           | -60.887            | -2.408.049         | -1.261.358         | -884.790           |
| Telefon, posta ve iletişim giderleri | -199.547           | -248.824           | -163.585           | -79.294            | -348.858           |
| Kırtasiye giderleri                  | -442.954           | -186.476           | -308.778           | -239.326           | -174.760           |
| Amortisman ve itfa giderleri         | -284.731           | -298.711           | -226.849           | -151.499           | -383.210           |
| Noter ve sözleşme giderleri          | -301.773           | -41.634            | -145.522           | -108.121           | -81.551            |
| Şüpheli ticari alacak karşılığı      | -13.357.744        | -25.718.812        | -27.447.315        | -53.071.875        | -1.888.127         |
| Dava karşılığı                       | -66.577            | -1.397.650         | -2.941.566         | -1.383.810         | -                  |
| Diğer                                | -2.262.328         | -8.876.832         | -5.914.411         | -3.217.647         | -5.995.780         |
| <b>Toplam</b>                        | <b>-38.852.427</b> | <b>-60.164.437</b> | <b>-61.915.349</b> | <b>-75.908.912</b> | <b>-45.420.904</b> |

Kaynak: Halka arz izahnamesi

Şirket'in 2020 yılında 38.852.427 TL olan genel yönetim giderleri 2021 yılında %54,9 oranında artarak 60.164.437 TL, 2022 yılında ise %2,9 oranında artarak 61.915.349 TL olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılının ilk 9 aylık döneminde ise genel yönetim giderleri 2022 yılının aynı dönemine göre, özellikle şüpheli alacaklar karşılığındaki ciddi düşüşün de etkisiyle %40,2 oranında azalarak 45.420.904 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu tutarlarda meydana gelen değişiklik personel gideri artışları ve şüpheli ticari alacak karşılığındaki azalışlardan kaynaklanmaktadır.

### Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri

Şirket'in pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

**Tablo 22: Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri**

| (TL)                         | 2020                | 2021                | 2022                  | 9A 2022             | 9A 2023             |
|------------------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|---------------------|---------------------|
| Nakliye giderleri            | -194.959.108        | -571.097.093        | -866.259.742          | -648.938.213        | -471.492.110        |
| Dışarıdan Sağlanan Faydalar  | -29.846.227         | -68.529.333         | -262.963.219          | -185.100.307        | -231.897.198        |
| Personel giderleri           | -                   | -                   | -831.620              | -1.077.091          | -15.438.540         |
| Fuar giderleri               | -499.902            | -1.025.993          | -2.753.217            | -1.982.123          | -4.843.643          |
| Komisyon giderleri           | -834.110            | -12.314.298         | -4.350.087            | -3.443.445          | -4.666.270          |
| Reklam ve tanıtım giderleri  | -1.720.862          | -3.632.773          | -6.429.136            | -3.561.436          | -4.087.500          |
| Amortisman ve itfa giderleri | -30.684             | -30.684             | -                     | -                   | -                   |
| Kargo ve posta giderleri     | -33.776             | -24.066             | -                     | -                   | -                   |
| Diğer                        | -2.236.425          | -18.304.963         | -10.579.910           | -6.926.645          | -25.194.954         |
| <b>Toplam</b>                | <b>-230.161.094</b> | <b>-674.959.203</b> | <b>-1.154.166.931</b> | <b>-851.029.260</b> | <b>-757.620.215</b> |

Kaynak: Halka arz izahnamesi

Şirket'in 2020 yılında 230.161.094 TL olan pazarlama, satış ve dağıtım giderleri 2021 yılında %193,3 oranında artarak 674.959.203 TL, 2022 yılında ise %71,0 oranında artarak 1.154.166.931 TL olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılının ilk 9 aylık döneminde ise pazarlama, satış ve dağıtım giderleri 2022 yılının aynı dönemine göre %11,0 oranında azalarak 757.620.215 TL olarak gerçekleşmiştir. Nakliye giderleri tarafında 2021 ve 2022 yıllarında artan navlun fiyatlarının olumsuz etkisi görülürken, fiyatların normal seviyelere dönmesi ile birlikte 2023 ilk 9 aylık dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre ciddi oranda iyileşme göze çarpmaktadır.

### Esas faaliyetlerden diğer gelirler

Şirketin satışlarının önemli bir bölümünü ihracat oluşturduğundan TL/USD kurunun artışı sebebiyle gelir elde etmektedir. Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirlerinin kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

**Tablo 23: Esas faaliyetlerden diğer gelirler**

| (TL)                                                 | 2020               | 2021               | 2022               | 9A 2022            | 9A 2023              |
|------------------------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------------|
| Faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gelirleri       | 316.963.081        | 616.692.811        | 356.433.541        | 281.777.898        | 1.066.992.078        |
| Ticari alacaklardan konusu kalmayan karşılıkları     | -                  | -                  | 12.711.736         | 18.650.415         | 4.218.726            |
| Hurda satış gelirleri                                | 1.044.338          | 2.723.443          | 6.163.957          | 4.863.533          | 5.445.735            |
| Konusu kalmayan dava karşılıkları                    | 473.618            | -                  | -                  | -                  | 933.240              |
| Sigorta tazminat gelirleri                           | 465.616            | -                  | 720.731            | 654.852            | 579.025              |
| Cari hesap mutabakat gelirleri                       | 901.382            | 2.467.295          | 1.700              | 355                | 43.152               |
| Lisanslı depoculuk faaliyetlerinden teşvik gelirleri | 2.533.260          | 3.110.205          | 40.000             | 28.000             | 22.500               |
| Teşvik gelirleri                                     | 1.730.202          | -                  | -                  | -                  | 169.223.090          |
| Diğer                                                | 931.402            | 236.861            | 14.185.530         | 14.582.189         | 19.330.164           |
| <b>Toplam</b>                                        | <b>325.042.899</b> | <b>625.230.615</b> | <b>390.257.195</b> | <b>320.557.242</b> | <b>1.266.787.710</b> |

Kaynak: Halka arz izahnamesi

Şirket'in 2020 yılında 325.042.899 TL olan esas faaliyetlerinden diğer gelirleri 2021 yılında %92,4 oranında artarak 625.230.615 TL, 2022 yılında ise 390.257.195 TL olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılının ilk 9 aylık döneminde ise esas faaliyetlerinden diğer gelirleri 2022 yılının aynı dönemine göre %295,2 oranında artarak 1.266.787.710 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu tutarlarda meydana gelen değişiklik kur farkı gelirlerinden kaynaklanmaktadır. Şirket'in ağırlıklı satışlarının ihracat olması nedeniyle kur farkı gelirleri operasyonlarının bir parçası durumundadır ve TL'nin değer kaybına uğradığı her dönem Şirket finansallarına olumlu katkı yapmaktadır.

#### Esas faaliyetlerden diğer giderler

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer giderlerinin kırılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

**Tablo 24: Esas faaliyetlerden diğer giderler**

| (TL)                                        | 2020                | 2021                | 2022               | 9A 2022             | 9A 2023             |
|---------------------------------------------|---------------------|---------------------|--------------------|---------------------|---------------------|
| Faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gideri | -318.218.037        | -464.289.380        | 164.149.856        | -123.458.004        | -771.929.314        |
| Diğer giderler                              | -1.260.724          | -719.404            | 2.176.627          | -8.522.721          | -8.569.284          |
| <b>Toplam</b>                               | <b>-319.478.761</b> | <b>-465.008.784</b> | <b>166.326.483</b> | <b>-131.980.725</b> | <b>-780.498.598</b> |

Kaynak: Halka arz izahnamesi

Şirket'in 2020 yılında 319.487.761 TL olan esas faaliyetlerinden diğer giderleri 2021 yılında %45,6 oranında artarak 465.008.784 TL, 2022 yılında ise 166.326.483 TL olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılının ilk 9 aylık döneminde ise esas faaliyetlerinden diğer giderleri 2022 yılının aynı dönemine göre %491,4 oranında artarak 780.498.598 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu tutarlarda meydana gelen değişiklik kur farkı giderlerinden kaynaklanmaktadır. 2020, 2021, 2022 ve 2023 9 aylık dönemlerde olduğu gibi Şirket, TL'nin değer kaybettiği dönemlerde ihracatçı konumu sayesinde net kur farkı geliri elde etmektedir.

#### Diğer gelir tablosu kalemleri

Şirket'in esas faaliyet karı aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Şirket 2020 yılında %6,4; 2021 yılında %10,8; 2022 yılında %3,1; 2022 yılı ilk 9 ayında %3,9 esas faaliyet karı marjı yakalamıştır. 2023 yılı ilk 9 ayında ise bu oran %11,5'tir.

Yatırım faaliyetlerinden diğer gelirler kalemi önceki dönemlerde düşük seviyelerde seyrederken, 2023 9 aylık dönemde ciddi artış göstermiştir. Bunun sebebi bu dönemde yazılan 96.127.441 TL'lik kur korumalı mevduat gelirlerinden kaynaklanmaktadır. Finansman gelir ve giderlerine de baktığımızda gelir tarafı kur farkı geliri ve türev enstrümanlar gerçeğe uygun değer farkı kazançlarından oluşurken, gider tarafında da ağırlıklı olarak kur farkı giderleri ve faiz giderleri yer almaktadır. Oba Makarna'nın net karı 2020'de 155.064.021 TL, 2021'de 126.599.185 TL ve 2022'de 109.581.558 TL olmuştur. Şirket 9A22'de 167.248.875 TL net kar elde ederken, bu rakamı 9A23'te artan ciro ve kar marjlarının etkisiyle 1.051.589.931 TL'ye yükselmiştir.

Tablo 25: Diğer gelir tablosu kalemleri

| (TL)                                      | 2020         | 2021         | 2022         | 9A 2022      | 9A 2023       |
|-------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Esas Faaliyet Karı                        | 197.661.409  | 563.132.470  | 343.530.148  | 322.936.552  | 1.382.403.442 |
| Yatırım faaliyetlerinden gelirler         | 1.334.034    | 4.745.325    | 1.532.357    | 1.532.330    | 96.602.182    |
| Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı     | 198.995.443  | 567.877.795  | 345.062.505  | 324.468.882  | 1.479.005.624 |
| Finansman gelirleri                       | 71.629.073   | 68.042.559   | 65.051.759   | 61.762.547   | 596.230.919   |
| Finansman giderleri (-)                   | -113.226.167 | -503.175.823 | -331.933.647 | -217.475.768 | -863.151.014  |
| Vergi Öncesi Karı/ (Zarar)                | 157.398.349  | 132.744.531  | 78.180.617   | 168.755.661  | 1.212.085.529 |
| Vergi gideri                              | -2.334.328   | -6.145.346   | 31.400.941   | -1.506.786   | -160.495.598  |
| Dönem vergi gideri                        | -236.674     | -344.597     | -332.741     | -396.194     | -78.189.330   |
| Ertelenmiş dönem vergisi geliri/ (gideri) | -2.097.654   | -5.800.749   | 31.733.682   | -1.110.592   | -82.306.268   |
| Net Dönem Karı/ (Zararı)                  | 155.064.021  | 126.599.185  | 109.581.558  | 167.248.875  | 1.051.589.931 |

Kaynak: Halka arz izahnamesi

## 4 Değerleme

### 4.1 Değerleme yaklaşımları

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımının (Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı) tamamı dikkate alınmıştır.

#### Maliyet yaklaşımı

Maliyet Yaklaşımı işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde nadiren uygulanmaktadır. 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 değerin belirlendiği yaklaşımdır.

Şirket'in, pazar yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle yapılacak karşılaştırmalarının pratik ve güvenilir olduğunun düşünülmesi, kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması ve faaliyetlerinin sürekli olması dolayısıyla maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında dikkate alınmış fakat kullanılmamıştır.

Bu raporda Şirket'in pay başına değeri hesaplanırken aşağıdaki yöntemler kullanılmıştır:

- 1- Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi ile değer belirlenmesi
- 2- Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanlarının Analizi ile değer belirlenmesi

#### Gelir yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akımı (INA) 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 geçmişten gelen büyüme ivmesi dikkate alınmıştır. Bunun yanı sıra gıda sektörünün büyümesine paralel olarak, makarna ve noodle sektöründe faaliyet gösteren Oba Makarna'nın ikna edici bir büyüme hikayesine sahip olduğu düşünülmektedir. Bu potansiyel, şüphecilikten taviz vermeden, muhafazakâr varsayımlar baz alınarak İNA değerlemesine yansıtılmaya çalışılmıştır.

#### Pazar yaklaşımı

Piyasa Çarpanları Yöntemi borsalarda işlem gören, rayiç değeri oluşmuş benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolardaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanabilir olması ve görece nesnel bir yöntem olması itibarıyla değerlemelerde sık kullanılan yöntemlerden biridir. Bu yöntem güncel piyasa fiyatlamalarına oldukça duyarlı olması sebebiyle, farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına göre değerlendirme sonucu ulaşılan değer farklılık gösterebilmektedir.

Çarpan analizinde en çok kullanılan çarpanlar aşağıdaki gibidir:

- **Şirket Değeri/Net Satışlar (ŞD/Satışlar):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibariyle açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcunun toplanmasıyla hesaplanan Şirket Değeri'nin, ilgili tarih itibariyle son 12 aylık net satışlarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır
- **Şirket Değeri/FAVÖK (ŞD/FAVÖK):** Borsa'da işlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibariyle açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcunun toplanmasıyla hesaplanan Şirket Değeri'nin ilgili tarih itibariyle son 12 aylık dönemdeki FAVÖK'e bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır
- **Fiyat/Kazanç (F/K):** Borsa'da işlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, belirli bir tarih itibariyle son 12 aylık dönemdeki ana ortaklık net karına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.
- **Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibariyle açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan toplam özkaynaklarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Çarpan analizi yönteminde Şirket Değeri/Satış (ŞD/Satış), Şirket Değeri/FAVÖK (ŞD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç (F/K), ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD / DD) çarpanları incelenmiştir.

- F/K çarpanı şirketlerin piyasa değerlerinin şirketlerin kazançları doğrultusunda karşılaştırılmasına imkân tanıdığı ve borsa katılımcıları tarafından sıklıkla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olması sebebiyle dikkate alınmıştır.
- ŞD/FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayanması ve Borsa katılımcıları tarafından sıklıkla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olması sebebiyle dikkate alınmıştır.
- ŞD/Satışlar çarpanı aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin gelecekteki kazanç potansiyelinin iyi bir yansıması olması sebebiyle dikkate alınmıştır.
- PD/DD çarpanı genelde yüksek özkaynağa ihtiyaç duyan bankacılık, sigorta gibi sektörler ya da bilançosunda önemli miktarlarda maddi duran varlık kalemi yer alan gayrimenkul gibi sektörlerdeki analizlerde kullanıldığı için tercih edilmemiştir.

## 4.2 Değerleme yöntemleri

### 4.2.1 İndirgenmiş nakit akımı – İNA

Net bugünkü değer

$$\frac{\text{Gelecekteki Nakit Akımı}}{(1 + \text{İndirgenme Oranı})^{\text{Nakit Akımının Yılı-Mevcut Yılı}}}$$

Gelecekteki nakit akımı

Şirketin yarattığı toplam serbest nakit akımıdır. Toplam serbest nakit akımı ise aşağıdaki gibi hesaplanır:

Toplam serbest nakit akımı

Faiz ve Vergi Öncesi Kar\*(1-t) + Amortisman Gideri- İşletme Sermayesindeki Değişim- Yatırım Harcamaları

Nakit akımının bir kısmı sermayedarların getiri beklentilerini bir kısmı da borç verenlerin getiri beklentilerini karşılamak üzere kullanılacaktır. Bu nedenle şirket değerlemesinde, net bugünkü değer formülündeki "indirgenme

orani" olarak şirketi fonlayan hissedar ve borç verenlerin beklentilerinin ağırlıklı ortalamasını ifade eden "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)" kullanılır.

$$r = E / (D+E) \times r_e + D / (D+E) \times r_d \times (1 - t)$$

$$r = \text{AOSM}$$

$$r_e = \text{Özkaynak Maliyeti}$$

$$r_d = \text{Borçlanma Maliyeti}$$

$$E = \text{Özkaynak Değeri}$$

$$D = \text{Finansal Borç Değeri}$$

$$t = \text{Kurumlar Vergisi Oranı}$$

$E/(D+E)$  = Sermaye yapısındaki özkaynak oranı,  $D/(D+E)$  = Sermaye yapısındaki finansal borç oranı

Özkaynak maliyeti ise aşağıdaki formülle hesaplanır:

$$r_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

$$r_e = \text{Özkaynak Maliyeti}$$

$$r_f = \text{Risksiz Getiri Oranı (devletin en uzun vadeli ve likit tahvil getirisi)}$$

$$r_m = \text{Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi}$$

$$r_m - r_f = \text{Piyasa Risk Primi}$$

$\beta$  = Beta = ilgili hissenin (veya sektörün) piyasa hareketleri ile olan ilişkisi - hisse senedi piyasa endeksi ile ilgili endeks / enstrüman getirisinin regresyon analizi ile bulunur.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nde Şirket'in ömrü sonsuz olarak kabul edilmekte (Şirket'in ömrünün sonlu olduğu bilinmediği sürece) ve serbest nakit akımlarının bugünkü değeri iki farklı bileşenin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

#### 1) Projeksiyon Döneminden gelen değer:

"Projeksiyon Dönemi" olarak adlandırılan dönemde şirketin bütün operasyonları ve gelir kalemleri detaylı varsayımlarla öngörülerek, şirkete olan toplam serbest nakit akımları hesaplanmaktadır. Bu nakit akımları net bugünkü değer formülü ile bugüne indirgenmektedir.

#### 2) Projeksiyon dönemi sonrasında gelen değer ("Uç Dönem"):

Projeksiyon döneminin bitişinden itibaren sonsuza kadar olan dönemde serbest nakit akımlarının sabit bir oranla (sonsuz büyüme oranı) büyüyeceği varsayılır ve projeksiyon dönemi sonundan sonsuza kadar gerçekleşecek olan serbest nakit akımlarının toplam değeri hesaplanır. Bu değer, net bugünkü değer formülü kullanılarak tekrar bugüne indirgenir ve "Uç Dönem" olarak isimlendirilir.

**Toplam şirket değeri:** Projeksiyon Dönemi Net Bugünkü Değeri+ Uç Dönem Değeri

Toplam Şirket Değeri hem hissedarlara hem de borç verenlere aittir. Hisse değerinin hesaplanabilmesi için şirketin net borcu toplam şirket değerinden çıkarılır varsa iştirak hisselerin değeri eklenir.

**Toplam özkaynak değeri:** Toplam Şirket Değeri - Net Borç

### Projeksiyonlar

İNA değerlemesi kapsamında Şirket'in 2023 son 3 ay – 2030 yılları arasında yaratacağı nakit akımları ve 2030 sonrası için uç dönem değeri dikkate alınmıştır.

Genel Kabuller ve Yaklaşımlar:

- %70 civarında ihracat satışı bulunan Şirketin, ana hammaddesi olan buğday ve ambalaj malzemeleri de döviz hareketlerinden etkilenmektedir. Ek olarak şirketin yeni iş kolu olan noodle'daki hedef daha çok ihracat odaklıdır. Bu sebeplerle ileriye yönelik ana gelir ve gider kalemlerinin döviz cinsinden öngörülmesi ve hesaplanması "şirketin faaliyet sonuçlarının daha isabetli gösterilmesi" açısından makul görünmektedir.
- Şirket gelir tablosu projeksiyonu oluşturulurken ürün grupları baz alınmış ve farklı ürün kategorilerindeki gelirler ayrı ayrı analiz edilerek modellenmiştir. Buradan yola çıkarak bu analizler 2023 son 3 ay – 2030 dönemleri için uygulanmıştır. 2023 yılında ilk 9 ay gerçekleşen rakamlar, son 3 ay ise rapor tarihi itibarıyla belli olan verilerle Şirket tahminleri dikkate alınarak hesaplanmıştır. Değerlemeye konu dönem 2023 son 3 ay ve 2030 yılları arasındır.
- Bu kapsamda bağımsız denetim raporundaki verilerden de faydalanılarak Şirket'in ürün segmentleri ve iş birimleri bazında gelir ve giderleri tahmin edilmiştir.

### Makroekonomik tahminler

TL enflasyonu tarafında T.C. Cumhurbaşkanlığı orta vadeli programda yer alan gerçekleşme tahminleri baz alınmıştır. Bu tahminler çerçevesinde yılsonu enflasyon beklentilerinin önceki yıl ve mevcut yılının ortalamaları alınarak ortalama enflasyon beklentilerine ulaşılmıştır. USD enflasyon tutarı ise IMF tahminlerinden alınmıştır. Projeksiyon periyodu boyunca TL/USD kur tutarları TL ve USD enflasyonu arasındaki oransal fark ile 2023 yılı tahmini kuru baz oluşturacak şekilde hesaplanmıştır. Bu hesaplama aşağıdaki formül kullanılarak gerçekleştirilmiştir:

$$\text{Ortalama kur artışı} = (1 + \text{TL enflasyonu}) / (1 + \text{USD enflasyonu}) - 1$$

**Tablo 26: Makroekonomik tahminler**

|                      | 2020G | 2021G | 2022G | 9A 2022G | 9A 2023G | 4.Ç<br>2023T |
|----------------------|-------|-------|-------|----------|----------|--------------|
| Ortalama TL/USD kuru | 7,0   | 8,9   | 16,6  | 15,9     | 22,4     | 28,5         |

|                        | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Ortalama TL/USD kuru   | 23,8  | 34,4  | 41,7  | 45,7  | 48,5  | 51,6  | 54,8  | 58,3  |
| Ortalama TL enflasyon  | %64,7 | %49,0 | %24,1 | %11,9 | %8,5  | %8,5  | %8,5  | %8,5  |
| Ortalama USD enflasyon | %4,1  | %2,8  | %2,4  | %2,2  | %2,1  | %2,1  | %2,0  | %2,0  |

Kaynak: IMF, T.C. Cumhurbaşkanlığı orta vadeli program, ÜNLÜ & Co tahminleri

#### 4.2.1.1 Hasılat projeksiyonu

Gelir kalemlerini oluşturan ürün gruplarının hasılatları yıllar itibariyle Şirket'in satış gerçekleştirdiği kategoriler ve kanallar ayrıştırılarak incelenmiş ve aşağıda sunulmuştur.

Makarna, noodle irmik ve un ürün grupları Şirket'in mamul satışını oluşturmaktadır. Makarna üretimi için ağırlıklı durum buğdayı, yeni girilen ürün grubu olan noodle için de ekmeklik buğday kullanılmaktadır. Durum buğdayı önce irmiğe ve sonra makarnaya, ekmeklik buğday da önce una, sonra da çeşitli ara aşamalardan geçerek noodle üretimine dönüşmektedir. Şirket ayrıca irmik ve un satışı da gerçekleştirmektedir.

Bu kapsamda her bir ürün grubu için geçmiş performanslar incelenmiş, ciro ve satış adetleri üzerinden birim maliyetler hesaplanmış, projeksiyon dönemi tahminleri yapılırken pazar koşulları ve Şirket'in stratejileri ile uyumlu adet büyümeleri öngörülmüştür. Şirket'in tüm coğrafyalarda karlı büyüme ve bu doğrultuda fiyatlama yapma amacı vardır. Ancak ihtiyatlı tarafta kalmak adına projeksiyon dönemi birim fiyat tahminleri yapılırken yurt içi satışlarda fiyatlamanın TL üzerinden olacağı düşüncesiyle beklenen TL ortalama enflasyon, yurtdışı satışlardaki birim fiyatlar için ise ağırlıklı satışların USD bazında olması nedeniyle USD ortalama enflasyon ile fiyatlar artırılmıştır.

2023 yılı bütçelerinde ise fiyatlar için son 3 ayı tahmin ederken 9. ay fiyat seviyeleri göz önüne alınarak bu rakamlar, son 3 aylık fiyat tahmini için, son 3 aylık ortalama beklenen enflasyonlar ile büyütülmüştür.

Ağırlıklı buğday alım satımını kapsayacak şekilde yapılan ticari mamul satışları da Şirket operasyonlarının ayrılmaz bir parçası olarak göze çarpmaktadır. Şirket'in tüm ürünlerinin ana hammaddesi olan buğdayın, üretimin aksamaması için sürekli olarak bulunurluğunun olması şarttır. Buğday stoğunda yaşanacak sıkıntı nedeniyle makinalarda duruş olması, karlılığı ve verimliliği oldukça kötü etkilemektedir. Bu kapsamda Şirket ihtiyacı olabilecek miktarın en yüksek seviyesini her zaman tedarik etmek ve stoklarında tutmak açısından azami özeni göstermektedir. Bu hammadde güvenliğini sağlamak adına alınan fazladan buğday da, piyasada ticarete konu edilmektedir.

Bunun yanı sıra buğday işleme sırasında ortaya çıkan kepek, irmik altı un gibi üretimin devamında kullanılmayan yan ürünler, ağırlıklı hayvan yemi olarak kullanılmak üzere yem fabrikalarına satılmaktadır.

#### Makarna hasılatı

Makarna hasılatı yurt içi ve yurt dışı pazarlarında ayrı ayrı tahminlenmiştir. Aşağıda toplam makarna satışının geçmiş yıllarda ve projeksiyon dönemi boyunca gelişimi mevcuttur.

Tablo 27: Makarna hasılatı projeksiyonu

|                       | Birim   | 2020G | 2021G | 2022G  | 2023T   | 9A<br>2022G | 9A<br>2023G | 4.Ç<br>2023T |
|-----------------------|---------|-------|-------|--------|---------|-------------|-------------|--------------|
| Makarna satış miktarı | bin ton | 490,6 | 518,3 | 467,7  | 423,3   | 356,7       | 313,3       | 110,6        |
| Büyüme                | %       |       | %5,6  | (%9,8) | (%9,5)  |             | (%12,2)     |              |
| Makarna satışı        | mİn USD | 265,3 | 302,9 | 332,3  | 270,4   | 254,9       | 200,8       | 69,8         |
| Büyüme                | %       |       | %14,2 | %9,7   | (%18,6) |             | (%21,2)     |              |
| Mamul satışına oranı  | %       | %79,7 | %78,4 | %80,2  | %75,7   | %82,0       | %76,1       | %74,7        |

|                       | Birim   | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T |
|-----------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Makarna satış miktarı | bin ton | 481,4 | 507,1 | 535,1 | 565,6 | 587,0 | 608,5 | 629,1 |
| Büyüme                | %       | 13,7% | 5,4%  | 5,5%  | 5,7%  | 3,8%  | 3,7%  | 3,4%  |
| Makarna satışı        | mİn USD | 316,6 | 341,9 | 369,3 | 399,1 | 423,8 | 448,8 | 473,7 |
| Büyüme                | %       | 17,1% | 8,0%  | 8,0%  | 8,1%  | 6,2%  | 5,9%  | 5,5%  |
| Mamul satışına oranı  | %       | 78,4% | 76,8% | 74,8% | 73,2% | 72,7% | 72,1% | 71,4% |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ &amp; Co analizi

## Yurt içi makarna hasılatı projeksiyonu

Oba Makarna yurtiçi makarna satışlarını özel markalı ürünler ile Oba ve Oba'nın sahip olduğu diğer markalar üzerinden gerçekleştirmektedir.

Geçmiş yılların trendine bakıldığında Şirket'in satışlarında geleneksel olarak yüksek bir yer tutan özel markalı ürün satışının hem ton hem tutar bazında 2022 ve 2023 yılının ilk 9 ayında düşüş eğiliminde olduğu görülmektedir. Bu durumun sebebi Şirket'in müşteri portföyünde karlılığı odağa alarak, bazı zincir marketler ile fiyat anlaşmalarını gözden geçirmesi ve karlılık ölçütlerini karşılamayan satışları sürdürmemesi olmuştur. Bu konuda yapılan bu yıl itibarıyla tamamlanarak önümüzdeki yıldan itibaren daha karlı bir büyüme trendine gireceği beklenmektedir. Bu kapsamda indirim marketleri ile yeni anlaşmalar yapılmış olup, bunun önümüzdeki dönem hacim büyümelerine olumlu katkı vermesi beklenmektedir.

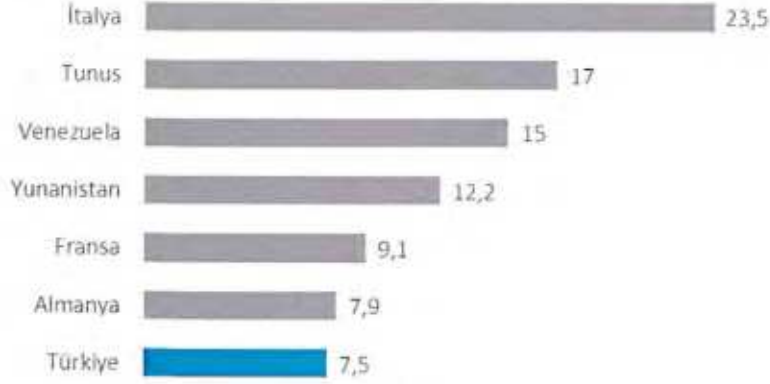
Bu kapsamda özel markalı ürünlerin satış hacmi için 2024 yılı hacim tahmini yapılırken, yeniden yapılan anlaşmaların da etkisi göz önüne alınarak 2020-2022 yıllarının hacim ortalaması olan 67 bin ton seviyesinin yakalanacağı varsayımı yapılmış ve bu 3 yılın hacim ortalaması 2024 yılı için uygulanmıştır. Sonraki yıllar için de azalan oranlarda büyüme artışları ön görülmüş ve 2030 yılında büyüme oranı %5 seviyelerine kadar indirilmiştir. Türkiye'nin kişi başına makarna tüketiminde gidebileceği yol ve geçmiş büyüme oranları göz önüne alındığında, bu büyümelerin oldukça makul düzeyde kaldığı görülmektedir.

Markalı ürün kategorisinde ise geçmiş dönemde pazarın üzerinde büyümeler yakalaması ve Şirket yönetiminin önümüzdeki dönemde de güçlü bir şekilde markalı ürünlerde varlığını sürdürme stratejisi içerisinde olduğunu belirtmesine karşılık ihtiyatlı tarafta kalmak adına projeksiyon dönemi boyunca ek bir pazar payı kazancı öngörülmemiş olup, Türkiye pazarında beklenen makarna hacim büyümesine paralel bir hacim büyümesi tahminlenmiştir.

AB Makarna Ürünleri Sanayicileri Derneği verilerine göre 2022 yılında kişi başı makarna tüketimi İtalya'da 23,5 kg seviyelerindeyken, Türkiye'de bu rakam 7,5 kg seviyelerindedir. Aşağıda verilen grafikten de görülebileceği üzere Türkiye'nin kişi başına makarna tüketiminde gidecek yolu ve potansiyeli mevcuttur. Ayrıca MÜSAD verilerine göre

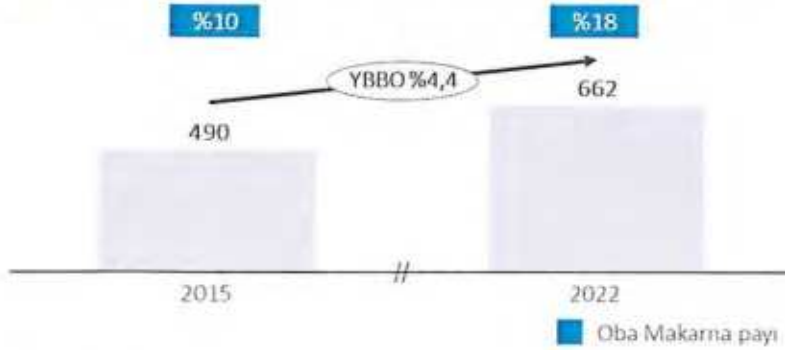
Türkiye'de 2015-2022 arasında makarna tüketimi %4,4 oranında yıllık bileşik büyüme oranı kaydetmiştir. Tüm bu veriler ışığında, Oba Makarna için markalı ürünlerinde büyüme oranı 2024-2027 arası için %4, 2028-2030 yılları arası için ise %3 oranında ve pazarın yukarıda anlatılmış olan potansiyeline rağmen daha düşük oranda alınmıştır.

**Grafik 11: Kişi başına makarna tüketiminde önde gelen ülkeler (kg,2022)**



Kaynak: AB Makarna Ürünleri Sanayicileri Derneği

**Grafik 12: Türkiye'de makarna tüketimi (bin ton) ve Oba'nın payı**



Kaynak: MÜSAD

Yurtiçi makarna satış fiyatlarının tahminleri yapılırken de geçmiş yıllardaki trendler incelenmiş, TL fiyatlamalar üzerinden 9. ayda oluşan fiyatlara son 3 aylık ortalama beklenen TL enflasyonu uygulanmıştır. Sonraki dönemler için de yine yıllık beklenen TL ortalama enflasyon üzerinden fiyatlar TL bazında artırılmış, o yılın beklenen USD/TL ortalama kuru ile USD fiyatlar tahmin edilmiştir. Sonrasında bu tahminlenen hacim ve birim başına fiyatlar çarpılarak beklenen ciro rakamlarına ulaşılmıştır.

Tablo 28: Yurtiçi makarna satışı projeksiyonu

|                               | Birim   | 2020G  | 2021G   | 2022G   | 2023T   | 9A<br>2022G | 9A<br>2023G | 4.Ç<br>2023T |
|-------------------------------|---------|--------|---------|---------|---------|-------------|-------------|--------------|
| Yurtiçi makarna satış miktarı | bin ton | 123,2  | 111,0   | 118,7   | 91,5    | 93,1        | 67,1        | 24,4         |
| Büyüme                        | %       |        | (%10,0) | %7,0    | (%22,9) |             | (%28,0)     |              |
| Yurtiçi makarna satışı        | mİn USD | 55,3   | 57,1    | 73,8    | 57,1    | 56,8        | 42,4        | 14,7         |
| Büyüme                        | %       |        | %3,3    | %29,2   | (%22,6) |             | (%25,3)     |              |
| Makarna satışına oranı        | %       | %20,9  | %18,9   | %22,2   | %21,1   | %22,3       | %21,1       | %21,1        |
| Özel markalı satış miktarı    | bin ton | 71,2   | 71,4    | 59,7    | 32,9    | 49,2        | 23,3        | 9,6          |
| Büyüme                        | %       |        | %0,2    | (%16,4) | (%44,9) |             | (%52,8)     |              |
| Özel markalı satış tutarı     | mİn USD | 32,4   | 37,9    | 34,0    | 20,6    | 27,5        | 14,8        | 5,8          |
| Büyüme                        | %       |        | %17,2   | (%10,3) | (%39,5) |             | (%46,2)     |              |
| Markalı satış miktarı         | bin ton | 52,0   | 39,6    | 59,0    | 57,0    | 43,9        | 42,2        | 14,8         |
| Büyüme                        | %       |        | (%23,9) | %49,1   | (%3,3)  |             | (%3,7)      |              |
| Markalı satış tutarı          | mİn USD | 23,0   | 19,2    | 39,7    | 36,3    | 29,2        | 27,4        | 8,9          |
| Büyüme                        | %       |        | (%16,5) | %107,2  | (%8,6)  |             | (%6,3)      |              |
|                               | Birim   | 2024T  | 2025T   | 2026T   | 2027T   | 2028T       | 2029T       | 2030T        |
| Yurtiçi makarna satış miktarı | bin ton | 126,8  | 135,9   | 145,8   | 156,5   | 163,0       | 169,7       | 176,8        |
| Büyüme                        | %       | 38,5%  | 7,2%    | 7,3%    | 7,4%    | 4,1%        | 4,2%        | 4,2%         |
| Yurtiçi makarna satışı        | mİn USD | 82,2   | 90,2    | 98,9    | 108,4   | 115,2       | 122,4       | 130,1        |
| Büyüme                        | %       | 44,0%  | 9,7%    | 9,6%    | 9,6%    | 6,3%        | 6,2%        | 6,3%         |
| Makarna satışına oranı        | %       | 26,0%  | 26,4%   | 26,8%   | 27,1%   | 27,2%       | 27,3%       | 27,5%        |
| Özel markalı satış miktarı    | bin ton | 67,4   | 74,2    | 81,6    | 89,8    | 94,2        | 99,0        | 103,9        |
| Büyüme                        | %       | 105,0% | 10,0%   | 10,0%   | 10,0%   | 5,0%        | 5,0%        | 5,0%         |
| Özel markalı satış tutarı     | mİn USD | 43,4   | 48,9    | 54,9    | 61,7    | 66,1        | 70,8        | 75,9         |
| Büyüme                        | %       | 110,7% | 12,6%   | 12,4%   | 12,3%   | 7,2%        | 7,1%        | 7,1%         |
| Markalı satış miktarı         | bin ton | 59,3   | 61,7    | 64,2    | 66,7    | 68,7        | 70,8        | 72,9         |
| Büyüme                        | %       | 4,0%   | 4,0%    | 4,0%    | 4,0%    | 3,0%        | 3,0%        | 3,0%         |
| Markalı satış tutarı          | mİn USD | 38,8   | 41,4    | 44,0    | 46,7    | 49,1        | 51,6        | 54,2         |
| Büyüme                        | %       | 6,9%   | 6,5%    | 6,3%    | 6,2%    | 5,2%        | 5,1%        | 5,1%         |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ &amp; Co analizi

## İhracat makarna hasılatı projeksiyonu

Makarna için ihracat satışları coğrafyalar bazında tahminlenmiştir. Şirket 100'den fazla ülkeye ihracat gerçekleştirirken, birçok bölgede faaliyeti mevcuttur.

Şirket'in yurtdışı satışlarında en büyük yeri tutan Afrika pazarında ilk 9 ayda gerçekleşmiş satışlar baz alınarak son 3 ayda gerçekleşecek satışlar tahmin edilmiş ve 2023 yılı için %9,7 oranında bir adetsel büyüme ön görülürken, 2024 yılı için önceki 2 yılın büyüme ortalaması olan %8,7'nin biraz altında %8,5 büyüme tahmini yapılmıştır. 2025-2027 yılları için büyüme oranı %5 seviyesine indirilirken, projeksiyon döneminin geri kalanı içinse %3 oranında büyüme tahminlere yansıtılmıştır. Geçmiş yıllardaki büyüme seviyeleri göz önüne alındığında (2021-

2023 ortalama %15 adetsel büyüme) Afrika pazarı için bu tahminlerin oldukça temkinli tarafta kaldığı görülmektedir.

Diğer bölgelerdeki satış hacimlerine baktığımızda da Uzak Doğu pazarı hariç diğer tüm pazarlarda Şirket'in makarna satış hacminin, halka arz izahnamesinde de yer verilen Fortune Business Insights "Pasta Market – Global Market Analysis, Insights and Forecasts, 2012-2029" raporu içerisinde yer verilen global hacim büyümesi tahmini olan %2 ile büyütülmesi temkinli tarafta kalmak adına tercih edilmiştir.

Şirket'in ihracat pazarındaki stratejisi yeni yatırım yaptığı ve üst kalitede ürünler üretmesini sağlayan üretim hatlarını kullanarak daha karlı pazarlar olan Uzak Doğu ve Avrupa pazarlarında kademeli olarak büyüme. Bu pazarlardan Avrupa pazarında makarna tarafında kotaların olması dolayısıyla ek bir büyüme oranı öngörülmemiş, global büyüme oranı olan %2 ile hacim büyümesi gerçekleştirmesi tahminlenmiştir.

Diğer yandan Uzak Doğu pazarının şirketin uzun dönemde daha karlı pazarlara yönelme stratejisinde önemli bir yeri vardır. 2023 yılında 3,1 bin ton satış yapması tahminlenen Uzak Doğu pazarı toplam ihracat satışının %1,2'sini oluşturmaktadır. Şirket yönetiminin 2025 yılında 10 bin tona ulaşma hedefi bulunmakta olup, ihtiyatlı tarafta kalmak adına 2026 yılında 10 bin tona ulaşacağı tahminlenmiştir. Projeksiyon döneminin geri kalan dönemi boyunca da gerçekleşecek hacimsel büyümelerle birlikte Uzak Doğu pazarının 2030 yılında şirketin ihracatının %7,0'ını oluşturması öngörülmüştür.

Yurtdışı makarna satış fiyatlarının tahminleri yapılırken de geçmiş yıllardaki trendler incelenmiş, USD fiyatlamalar üzerinden 9. ayda oluşan fiyatlara son 3 aylık ortalama beklenen USD enflasyonu uygulanmıştır. Sonraki dönemler için de yine yıllık beklenen USD ortalama enflasyon ile birim fiyatlar artırılmıştır. Sonrasında bu tahminlenen hacim ve birim başına fiyatlar çarpılarak beklenen ciro rakamlarına ulaşılmıştır.

Tablo 29: İhracat makarna hasılatı projeksiyonu

|                                     | Birim   | 2020G | 2021G   | 2022G   | 2023T   | 9A<br>2022G | 9A<br>2023G | 4.Ç<br>2023T |
|-------------------------------------|---------|-------|---------|---------|---------|-------------|-------------|--------------|
| Makarna satış miktarı               | bin ton | 367,4 | 407,4   | 349,0   | 331,8   | 263,6       | 246,2       | 86,2         |
| Büyüme                              | %       |       | %10,9   | (%14,3) | (%4,9)  |             | (%6,6)      |              |
| Makarna ihracat tutarı              | mİn USD | 210,0 | 245,8   | 258,5   | 213,3   | 198,1       | 158,4       | 55,1         |
| Büyüme                              | %       |       | %17,1   | %5,2    | (%17,5) |             | (%20,0)     |              |
| Makarna satışına oranı              | %       | %79,1 | %81,1   | %77,8   | %78,9   | %77,7       | %78,9       | %78,9        |
| Afrika satış miktarı                | bin ton | 149,7 | 191,2   | 205,8   | 225,8   | 161,2       | 167,2       | 58,5         |
| Büyüme                              | %       |       | %27,7   | %7,6    | %9,7    |             | %3,7        |              |
| Afrika satışı                       | mİn USD | 77,0  | 109,6   | 144,9   | 142,1   | 115,7       | 104,6       | 37,4         |
| Büyüme                              | %       |       | %42,4   | %32,2   | (%2,0)  |             | (%9,6)      |              |
| Orta ve Güney Amerika satış miktarı | bin ton | 144,6 | 140,0   | 98,9    | 70,9    | 69,6        | 52,5        | 18,4         |
| Büyüme                              | %       |       | (%3,2)  | (%29,3) | (%28,3) |             | (%24,6)     |              |
| Orta ve Güney Amerika satışı        | mİn USD | 95,0  | 89,0    | 84,2    | 48,6    | 60,8        | 36,8        | 11,8         |
| Büyüme                              | %       |       | (%6,3)  | (%5,4)  | (%42,3) |             | (%39,4)     |              |
| MENA satış miktarı                  | bin ton | 43,4  | 24,9    | 22,3    | 25,1    | 13,9        | 18,6        | 6,5          |
| Büyüme                              | %       |       | (%42,5) | (%10,4) | %12,5   |             | %34,2       |              |
| MENA satışı                         | mİn USD | 20,6  | 13,5    | 14,4    | 14,4    | 9,0         | 10,6        | 3,8          |
| Büyüme                              | %       |       | (%34,3) | %6,6    | (%0,5)  |             | %17,2       |              |
| Uzak Doğu satış miktarı             | bin ton | 0,0   | 1,6     | 3,4     | 3,1     | 3,1         | 2,3         | 0,8          |
| Büyüme                              | %       |       | a.d.    | %107,4  | (%9,4)  |             | (%25,9)     |              |
| Uzak Doğu satışı                    | mİn USD | 1,5   | 1,2     | 3,0     | 2,6     | 2,7         | 2,0         | 0,7          |
| Büyüme                              | %       |       | (%22,7) | %149,5  | (%10,9) |             | (%27,9)     |              |
| Kuzey Amerika satış miktarı         | bin ton | 5,5   | 2,2     | 0,9     | 3,6     | 0,9         | 2,7         | 0,9          |
| Büyüme                              | %       |       | (%60,7) | (%56,9) | %290,4  |             | %209,4      |              |
| Kuzey Amerika satışı                | mİn USD | 2,7   | 1,3     | 0,6     | 2,9     | 0,6         | 2,2         | 0,7          |
| Büyüme                              | %       |       | (%52,1) | (%53,1) | %380,9  |             | %283,7      |              |
| Avrupa satış miktarı                | bin ton | 5,2   | 21,7    | 2,9     | 2,0     | 2,6         | 1,4         | 0,5          |
| Büyüme                              | %       |       | %316,7  | (%86,7) | (%32,5) |             | (%45,2)     |              |
| Avrupa satışı                       | mİn USD | 2,7   | 12,9    | 1,9     | 1,4     | 1,7         | 1,0         | 0,4          |
| Büyüme                              | %       |       | %372,3  | (%85,1) | (%25,7) |             | (%42,1)     |              |
| Asya pasifik satış miktarı          | bin ton | 19,0  | 25,6    | 2,1     | 1,4     | 1,0         | 1,0         | 0,4          |
| Büyüme                              | %       |       | %34,4   | (%91,6) | (%33,9) |             | (%1,6)      |              |
| Asya pasifik satışı                 | mİn USD | 10,4  | 18,0    | 1,9     | 1,3     | 0,9         | 1,0         | 0,4          |
| Büyüme                              | %       |       | %73,0   | (%89,2) | (%32,3) |             | %3,9        |              |

|                                     | Birim      | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T |
|-------------------------------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Makarna satış miktarı               | bin ton    | 354,6 | 371,3 | 389,4 | 409,1 | 424,0 | 438,7 | 452,3 |
| Büyüme                              | %          | 6,9%  | 4,7%  | 4,9%  | 5,1%  | 3,7%  | 3,5%  | 3,1%  |
| Makarna ihracat tutarı              | milyon USD | 234,4 | 251,7 | 270,4 | 290,8 | 308,6 | 326,4 | 343,6 |
| Büyüme                              | %          | 9,9%  | 7,4%  | 7,4%  | 7,5%  | 6,1%  | 5,8%  | 5,3%  |
| Makarna satışına oranı              | %          | 74,0% | 73,6% | 73,2% | 72,9% | 72,8% | 72,7% | 72,5% |
| Afrika satış miktarı                | bin ton    | 244,9 | 257,2 | 270,1 | 283,6 | 292,1 | 300,8 | 309,9 |
| Büyüme                              | %          | 8,5%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 3,0%  | 3,0%  | 3,0%  |
| Afrika satışı                       | milyon USD | 158,4 | 170,4 | 182,8 | 196,0 | 206,1 | 216,5 | 227,5 |
| Büyüme                              | %          | 11,5% | 7,5%  | 7,3%  | 7,2%  | 5,2%  | 5,1%  | 5,1%  |
| Orta ve Güney Amerika satış miktarı | bin ton    | 72,3  | 73,8  | 75,2  | 76,7  | 78,3  | 79,8  | 81,4  |
| Büyüme                              | %          | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  |
| Orta ve Güney Amerika satışı        | milyon USD | 51,0  | 53,2  | 55,5  | 57,8  | 60,2  | 62,6  | 65,2  |
| Büyüme                              | %          | 4,9%  | 4,4%  | 4,2%  | 4,1%  | 4,1%  | 4,0%  | 4,1%  |
| MENA satış miktarı                  | bin ton    | 25,6  | 26,1  | 26,7  | 27,2  | 27,7  | 28,3  | 28,9  |
| Büyüme                              | %          | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  |
| MENA satışı                         | milyon USD | 15,1  | 15,7  | 16,4  | 17,1  | 17,8  | 18,5  | 19,2  |
| Büyüme                              | %          | 4,9%  | 4,4%  | 4,2%  | 4,1%  | 4,1%  | 4,0%  | 4,1%  |
| Uzak Doğu satış miktarı             | bin ton    | 4,6   | 6,9   | 10,0  | 14,1  | 18,3  | 21,9  | 24,1  |
| Büyüme                              | %          | 50,0% | 50,0% | 45,0% | 40,0% | 30,0% | 20,0% | 10,0% |
| Uzak Doğu satışı                    | milyon USD | 4,1   | 6,3   | 9,3   | 13,3  | 17,6  | 21,5  | 24,2  |
| Büyüme                              | %          | 54,2% | 53,6% | 48,2% | 42,9% | 32,7% | 22,4% | 12,2% |
| Kuzey Amerika satış miktarı         | bin ton    | 3,7   | 3,8   | 3,8   | 3,9   | 4,0   | 4,1   | 4,2   |
| Büyüme                              | %          | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  |
| Kuzey Amerika satışı                | milyon USD | 3,0   | 3,2   | 3,3   | 3,4   | 3,6   | 3,7   | 3,9   |
| Büyüme                              | %          | 4,9%  | 4,4%  | 4,2%  | 4,1%  | 4,1%  | 4,0%  | 4,1%  |
| Avrupa satış miktarı                | bin ton    | 2,0   | 2,0   | 2,1   | 2,1   | 2,2   | 2,2   | 2,2   |
| Büyüme                              | %          | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  |
| Avrupa satışı                       | milyon USD | 1,5   | 1,6   | 1,6   | 1,7   | 1,8   | 1,8   | 1,9   |
| Büyüme                              | %          | 4,9%  | 4,4%  | 4,2%  | 4,1%  | 4,1%  | 4,0%  | 4,1%  |
| Asya pasifik satış miktarı          | bin ton    | 1,4   | 1,4   | 1,5   | 1,5   | 1,5   | 1,6   | 1,6   |
| Büyüme                              | %          | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  | 2,0%  |
| Asya pasifik satışı                 | milyon USD | 1,4   | 1,4   | 1,5   | 1,6   | 1,6   | 1,7   | 1,8   |
| Büyüme                              | %          | 4,9%  | 4,4%  | 4,2%  | 4,1%  | 4,1%  | 4,0%  | 4,1%  |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ &amp; Co analizi

### Noodle hasılatı

World Instant Noodle Association verilerine göre Türkiye noodle pazarı son 5 yılda %60 YBBO kaydetmiştir. Şirket'in ve sektörün beklentisi bu büyümenin devam etmesi yönündedir. Bu beklentinin arkasında artan kentleşme, tek kişilik hanehalkı sayısındaki artış, kadınların işgücüne katılımındaki artış ve e-ticaretin yaygınlaşması bulunmaktadır. Bu bilgiler ışığında bu büyüme potansiyelinden en iyi faydalanabilecek konumda bulunan Şirket'in 2024, 2025 ve 2026 yıllarında pazardaki payını arttıracığı öngörülmüştür. Bununla birlikte 2027 ve sonrasında şirketin bu alanda büyümesinin yavaşlaması tahminlenmiştir.

Şirket son yıllardaki yatırımlarıyla özellikle ihracat pazarında noodle alanında hızlı bir büyüme gerçekleştirmiştir. Noodle ile görece yeni tanışmış olan Avrupa'da 2017-2022 YBBO hacimsel noodle pazarı büyümesi %6,7 olarak gerçekleşmiş ve dünya ortalaması olan %4,0'ü geride bırakmıştır. Avrupa noodle pazarının hızlı büyüme dinamiklerinin yanı sıra, makarnanın aksine Türkiye'den Avrupa'ya noodle ihracatında kota bulunmaması da Şirket'in noodle ihracatının artışı destekleyici bir etkidir. Şirket noodle ihracatında ağırlıklı olarak çok uluslu şirketlere fason üretim yaparak nispeten yeni girdiği bu kategoride bilgi birikimini ve yetkinliğini hızla en üst düzeye getirmeyi amaçlamaktadır.

Bu bağlamda 2023 yılında toplam mamul satışının %5,4'ünü oluşturması tahminlenen noodle satışının payının 2030 yılında toplam mamul satışının %21,4'üne tekabül etmesi öngörülmüştür. Buna karşılık 2020-23 yılları arasında %56,0 seviyesinde YBBO ile büyüyen noodle cirosunun, 2023-30 yılları arasında YBBO'sunun %32,9 seviyesine ineceği öngörülmüştür. Şirket'in daha yüksek kapasite kullanım oranlarına çıkacağı beklentilerine karşılık projeksiyon dönemi sonunda kapasite kullanım oranı ancak %66,2 seviyesine gelmektedir. Şirket'in genelde tarihsel olarak tüm ürün gruplarında yüksek kapasite oranları ile çalıştığı ve bu anlamda verimliliğe önem verdiği düşünüldüğünde, bu seviyelerin oldukça temkinli tarafta kaldığı düşünülmektedir.

Yurtiçi noodle satış fiyatlarının tahminleri yapılırken de geçmiş yıllardaki trendler incelenmiş, TL fiyatlamalar üzerinden 9. ayda oluşan fiyatlara son 3 aylık ortalama beklenen TL enflasyonu uygulanmıştır. Sonraki dönemler için de yine yıllık beklenen TL ortalama enflasyon üzerinden fiyatlar TL bazında artırılmış, o yılın beklenen USD/TL ortalama kuru ile USD fiyatlar tahmin edilmiştir. Sonrasında bu tahminlenen hacim ve birim başına fiyatlar çarpılarak beklenen ciro rakamlarına ulaşılmıştır. Yurtdışı noodle satış fiyatlarının tahminleri yapılırken de geçmiş yıllardaki trendler incelenmiş, USD fiyatlamalar üzerinden 9. ayda oluşan fiyatlara son 3 aylık ortalama beklenen USD enflasyonu uygulanmıştır. Sonraki dönemler için de yine yıllık beklenen USD ortalama enflasyon ile birim artırılmıştır. Sonrasında bu tahminlenen hacim ve birim başına fiyatlar çarpılarak beklenen ciro rakamlarına ulaşılmıştır.

Tablo 30: Noodle satış projeksiyonu

|                               | Birim   | 2020G | 2021G | 2022G   | 2023T   | 9A<br>2022G | 9A<br>2023G | 4.Ç<br>2023T |
|-------------------------------|---------|-------|-------|---------|---------|-------------|-------------|--------------|
| Noodle satış miktarı          | bin ton | 3,4   | 5,6   | 6,7     | 8,2     | 4,0         | 6,1         | 2,0          |
| Büyüme                        | %       |       | %64,7 | %18,8   | %22,7   |             | %54,8       |              |
| Noodle satışı                 | mİn USD | 5,1   | 8,6   | 15,3    | 19,4    | 7,8         | 15,0        | 4,4          |
| Büyüme                        | %       |       | %69,4 | %76,6   | %26,9   |             | %92,3       |              |
| Mamul satışına oranı          | %       | %1,5  | %2,2  | %3,7    | %5,4    | %2,5        | %5,7        | %4,7         |
| Noodle yurt içi satış miktarı | bin ton | 1,5   | 2,5   | 2,7     | 2,4     | 1,7         | 1,8         | 0,6          |
| Büyüme                        | %       |       | %70,8 | %7,1    | (%12,0) |             | %6,6        |              |
| Noodle yurt içi satışı        | mİn USD | 2,5   | 3,9   | 5,3     | 4,5     | 3,2         | 3,4         | 1,0          |
| Büyüme                        | %       |       | %55,5 | %38,3   | (%16,3) |             | %6,0        |              |
| Noodle satışında oranı        | %       | %48,5 | %44,6 | %34,9   | %23,0   | %41,4       | %22,8       | %23,7        |
| Özel markalı satış miktarı    | bin ton | 0,8   | 1,1   | 0,9     | 0,7     | 0,6         | 0,5         | 0,2          |
| Büyüme                        | %       |       | %49,4 | (%24,9) | (%15,1) |             | (%12,9)     |              |
| Özel markalı satışı           | mİn USD | 1,4   | 1,8   | 1,7     | 1,5     | 1,2         | 1,2         | 0,4          |
| Büyüme                        | %       |       | %30,5 | (%5,5)  | (%7,5)  |             | (%3,3)      |              |
| Markalı satış miktarı         | bin ton | 0,7   | 1,4   | 1,9     | 1,7     | 1,1         | 1,3         | 0,4          |
| Büyüme                        | %       |       | %93,1 | %33,0   | (%10,6) |             | %18,0       |              |
| Markalı satış                 | mİn USD | 1,1   | 2,1   | 3,7     | 2,9     | 2,0         | 2,2         | 0,7          |
| Büyüme                        | %       |       | %85,9 | %75,5   | (%20,4) |             | %11,7       |              |
| Noodle ihracat satış miktarı  | bin ton | 1,9   | 3,1   | 3,9     | 5,8     | 2,3         | 4,3         | 1,4          |
| Büyüme                        | %       |       | %60,1 | %28,4   | %46,6   |             | %90,3       |              |
| Noodle ihracat satışı         | mİn USD | 2,6   | 4,8   | 9,9     | 14,9    | 4,6         | 11,6        | 3,3          |
| Büyüme                        | %       |       | %82,4 | %107,4  | %50,1   |             | %153,4      |              |
| Noodle satışında oranı        | %       |       | %55,4 | %65,1   | %77,0   | %58,6       | %77,2       | %76,3        |

|                               | Birim   | 2024T  | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T |
|-------------------------------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Noodle satış miktarı          | bin ton | 14,7   | 22,2  | 30,2  | 36,9  | 40,5  | 44,4  | 48,7  |
| Büyüme                        | %       | 80,3%  | 50,4% | 36,0% | 22,5% | 9,6%  | 9,7%  | 9,7%  |
| Noodle satışı                 | mln USD | 36,8   | 57,5  | 80,5  | 101,2 | 113,3 | 126,9 | 142,1 |
| Büyüme                        | %       | 89,9%  | 56,3% | 40,0% | 25,7% | 12,1% | 12,0% | 12,0% |
| Mamul satışına oranı          | %       | 9,1%   | 12,9% | 16,3% | 18,6% | 19,4% | 20,4% | 21,4% |
| Noodle yurt içi satış miktarı | bin ton | 3,2    | 3,6   | 4,2   | 4,5   | 4,8   | 5,2   | 5,5   |
| Büyüme                        | %       | 32,6%  | 15,1% | 15,6% | 7,0%  | 7,1%  | 7,1%  | 7,2%  |
| Noodle yurt içi satışı        | mln USD | 6,1    | 7,3   | 8,6   | 9,5   | 10,4  | 11,4  | 12,4  |
| Büyüme                        | %       | 37,4%  | 18,6% | 18,9% | 9,5%  | 9,6%  | 9,5%  | 9,6%  |
| Noodle satışında oranı        | %       | 16,7%  | 12,6% | 10,7% | 9,4%  | 9,1%  | 9,0%  | 8,8%  |
| Özel markalı satış miktarı    | bin ton | 1,1    | 1,4   | 1,7   | 1,9   | 2,0   | 2,3   | 2,5   |
| Büyüme                        | %       | 50,0%  | 25,0% | 25,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% |
| Özel markalı satışı           | mln USD | 2,4    | 3,1   | 3,9   | 4,4   | 4,9   | 5,5   | 6,2   |
| Büyüme                        | %       | 54,2%  | 28,0% | 27,8% | 12,3% | 12,3% | 12,2% | 12,2% |
| Markalı satış miktarı         | bin ton | 2,1    | 2,3   | 2,5   | 2,6   | 2,8   | 2,9   | 3,1   |
| Büyüme                        | %       | 25,0%  | 10,0% | 10,0% | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  |
| Markalı satış                 | mln USD | 3,7    | 4,2   | 4,7   | 5,1   | 5,4   | 5,8   | 6,2   |
| Büyüme                        | %       | 28,5%  | 12,6% | 12,4% | 7,2%  | 7,2%  | 7,1%  | 7,1%  |
| Noodle ihracat satış miktarı  | bin ton | 11,6   | 18,5  | 25,9  | 32,4  | 35,7  | 39,2  | 43,2  |
| Büyüme                        | %       | 100,0% | 60,0% | 40,0% | 25,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% |
| Noodle ihracat satışı         | mln USD | 30,6   | 50,2  | 71,8  | 91,7  | 103,0 | 115,5 | 129,7 |
| Büyüme                        | %       | 105,6% | 63,8% | 43,1% | 27,6% | 12,3% | 12,2% | 12,2% |
| Noodle satışında oranı        | %       | 83,3%  | 87,4% | 89,3% | 90,6% | 90,9% | 91,0% | 91,2% |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ &amp; Co analizi

### İrmik hasılatı

Şirket'in hem yurt içinde hem ihracatta makarna pazarındaki konumu göz önüne alındığında artan hacim büyümelerine bağlı olarak ırmik satışlarının da artması beklenebilir. Buna karşılık ihtiyatlı tarafta kalmak adına projeksiyon dönemi boyunca ırmik tarafında herhangi bir hacimsel büyüme ön görülmemiş olup, 2023 yılında elde edilen hacmin, 2030 yılına kadar aynı devam edeceği varsayılmıştır.

Yurtiçi ırmik satış fiyatlarının tahminleri yapılırken de geçmiş yıllardaki trendler incelenmiş, TL fiyatlamalar üzerinden 9. ayda oluşan fiyatlara son 3 aylık ortalama beklenen TL enflasyonu uygulanmıştır. Sonraki dönemler için de yine yıllık beklenen TL ortalama enflasyon üzerinden fiyatlar TL bazında artırılmış, o yılın beklenen USD/TL ortalama kuru ile USD fiyatlar tahmin edilmiştir. Sonrasında bu tahminlenen hacim ve birim başına fiyatlar çarpılarak beklenen ciro rakamlarına ulaşılmıştır. Yurtdışı ırmik satış fiyatlarının tahminleri yapılırken de geçmiş yıllardaki trendler incelenmiş, USD fiyatlamalar üzerinden 9. ayda oluşan fiyatlara son 3 aylık ortalama beklenen USD enflasyonu uygulanmıştır. Sonraki dönemler için de yine yıllık beklenen USD ortalama enflasyon üzerinden fiyatlar USD bazında artırılmıştır. Sonrasında bu tahminlenen hacim ve birim başına fiyatlar çarpılarak beklenen ciro rakamlarına ulaşılmıştır.

**Tablo 31: İrmik satış projeksiyonu**

|                              | Birim   | 2020G | 2021G  | 2022G   | 2023T   | 9A<br>2022G | 9A<br>2023G | 4.Ç<br>2023T |
|------------------------------|---------|-------|--------|---------|---------|-------------|-------------|--------------|
| İrmik satış miktarı          | bin ton | 41,6  | 60,5   | 66,8    | 43,2    | 51,7        | 32,4        | 10,8         |
| Büyüme                       | %       |       | %45,3  | %10,4   | (%35,3) |             | (%37,3)     |              |
| İrmik satışı                 | mİn USD | 18,1  | 30,3   | 43,0    | 24,8    | 33,3        | 18,9        | 5,9          |
| Büyüme                       | %       |       | %67,0  | %41,8   | (%42,3) |             | (%43,1)     |              |
| Mamul satışına oranı         | %       | %5,4  | %7,8   | %10,4   | %6,9    | %10,7       | %7,2        | %6,3         |
| İrmik yurt içi satış miktarı | bin ton | 14,7  | 13,7   | 11,9    | 8,2     | 8,8         | 6,2         | 2,1          |
| Büyüme                       | %       |       | (%6,7) | (%13,5) | (%30,5) |             | (%29,9)     |              |
| İrmik yurt içi satışı        | mİn USD | 6,6   | 6,7    | 7,2     | 5,1     | 5,0         | 3,9         | 1,1          |
| Büyüme                       | %       |       | %2,1   | %6,4    | (%29,0) |             | (%21,7)     |              |
| İrmik satışında oranı        | %       |       | %22,2  | %16,7   | %20,5   | %15,1       | %20,8       | %19,6        |
| Özel markalı satış miktarı   | bin ton | 14,7  | 13,7   | 5,2     | 1,9     | 4,4         | 1,4         | 0,5          |
| Büyüme                       | %       |       | (%6,7) | (%62,1) | (%63,2) |             | (%67,4)     |              |
| Özel markalı satışı          | mİn USD | 6,6   | 6,7    | 2,9     | 1,1     | 2,5         | 0,9         | 0,3          |
| Büyüme                       | %       |       | %2,2   | (%56,2) | (%61,0) |             | (%64,2)     |              |
| Markalı satış miktarı        | bin ton | 0,0   | 0,0    | 6,6     | 6,3     | 4,4         | 4,7         | 1,6          |
| Büyüme                       | %       |       | m.d.   | m.d.    | (%4,8)  |             | %7,7        |              |
| Markalı satış                | mİn USD | 0,0   | 0,0    | 4,2     | 3,9     | 2,6         | 3,0         | 0,9          |
| Büyüme                       | %       |       | a.d.   | a.d.    | (%6,5)  |             | %19,2       |              |
| İrmik ihracat satış miktarı  | bin ton | 26,9  | 46,7   | 54,9    | 35,0    | 42,9        | 26,2        | 8,7          |
| Büyüme                       | %       |       | %73,6  | %17,4   | (%36,3) |             | (%38,9)     |              |
| İrmik ihracat satışı         | mİn USD | 11,6  | 23,6   | 35,8    | 19,7    | 28,3        | 15,0        | 4,7          |
| Büyüme                       | %       |       | %104,0 | %51,9   | (%45,0) |             | (%46,9)     |              |
| İrmik satışında oranı        | %       |       | %77,8  | %83,3   | %79,5   | %84,9       | %79,2       | %80,4        |

|                              | Birim   | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T |
|------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| İrmik satış miktarı          | bin ton | 43,2  | 43,2  | 43,2  | 43,2  | 43,2  | 43,2  | 43,2  |
| Büyüme                       | %       | %0,0  | %0,0  | %0,0  | %0,0  | %0,0  | %0,0  | %0,0  |
| İrmik satışı                 | mln USD | 25,5  | 26,1  | 26,7  | 27,2  | 27,8  | 28,3  | 28,9  |
| Büyüme                       | %       | %2,8  | %2,4  | %2,2  | %2,1  | %2,1  | %2,0  | %2,0  |
| Mamul satışına oranı         | %       | %6,0  | %5,5  | %4,9  | %4,6  | %4,4  | %4,2  | %4,1  |
| İrmik yurt içi satış miktarı | bin ton | 8,2   | 8,2   | 8,2   | 8,2   | 8,2   | 8,2   | 8,2   |
| Büyüme                       | %       | %0,0  | %0,0  | %0,0  | %0,0  | %0,0  | %0,0  | %0,0  |
| İrmik yurt içi satışı        | mln USD | 5,2   | 5,3   | 5,5   | 5,6   | 5,7   | 5,8   | 5,9   |
| Büyüme                       | %       | %2,8  | %2,4  | %2,2  | %2,1  | %2,1  | %2,0  | %2,0  |
| İrmik satışında oranı        | %       | %20,5 | %20,5 | %20,5 | %20,5 | %20,5 | %20,5 | %20,5 |
| Özel markalı satış miktarı   | bin ton | 1,9   | 1,9   | 1,9   | 1,9   | 1,9   | 1,9   | 1,9   |
| Büyüme                       | %       | %0,0  | %0,0  | %0,0  | %0,0  | %0,0  | %0,0  | %0,0  |
| Özel markalı satışı          | mln USD | 1,2   | 1,2   | 1,2   | 1,3   | 1,3   | 1,3   | 1,3   |
| Büyüme                       | %       | %2,8  | %2,4  | %2,2  | %2,1  | %2,1  | %2,0  | %2,0  |
| Markalı satış miktarı        | bin ton | 6,3   | 6,3   | 6,3   | 6,3   | 6,3   | 6,3   | 6,3   |
| Büyüme                       | %       | %0,0  | %0,0  | %0,0  | %0,0  | %0,0  | %0,0  | %0,0  |
| Markalı satış                | mln USD | 4,0   | 4,1   | 4,2   | 4,3   | 4,4   | 4,5   | 4,6   |
| Büyüme                       | %       | %2,8  | %2,4  | %2,2  | %2,1  | %2,1  | %2,0  | %2,0  |
| İrmik ihracat satış miktarı  | bin ton | 35,0  | 35,0  | 35,0  | 35,0  | 35,0  | 35,0  | 35,0  |
| Büyüme                       | %       | %0,0  | %0,0  | %0,0  | %0,0  | %0,0  | %0,0  | %0,0  |
| İrmik ihracat satışı         | mln USD | 20,3  | 20,7  | 21,2  | 21,6  | 22,1  | 22,5  | 23,0  |
| Büyüme                       | %       | %2,8  | %2,4  | %2,2  | %2,1  | %2,1  | %2,0  | %2,0  |
| İrmik satışında oranı        | %       | %79,5 | %79,5 | %79,5 | %79,5 | %79,5 | %79,5 | %79,5 |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ & Co analizi

### Un hasılatı

Şirket esasen ağırlıklı olarak noodle tarafındaki üretiminin ara maddesi olarak un üretmekte olup, ürettiği unun bir kısmını da direkt olarak pazarda satmaktadır. Ancak Şirket'e karlılık anlamında daha yüksek oranda katkı sağlayan noodle satışları için pazar büyütme çalışmaları sürerken, un tarafında agresif bir büyüme gerçekleştirilmesi beklenmemektedir. Özellikle ihracat tarafında 2023 yılında yaşanan yüksek artışın getirdiği baz etkisi ve noodle tarafında beklenen yüksek büyüme oranları göz önüne alındığında 2024-2026 yılları için ihtiyatlı tarafta kalmak adına ihraç edilecek un hacminde noodle tarafındaki büyüme oranının yarısı kadar bir düşüş olacağı var sayılmıştır (2024 için %50, 2025 için %30 ve 2026 için %20). Bu kapsamda ihracatta 2024-2026 arası hariç diğer yıllar için ve yurtiçi satışların tamamında, projeksiyon dönemi boyunca hacimsel bir büyüme tahmin edilmemiş ve 2023 yılında elde edilen satış miktarlarının 2030 yılına kadar hem yurtiçi hem de yurtdışı pazarda sabit kalacağı öngörülmüştür.

Yurtiçi un satış fiyatlarının tahminleri yapılırken de geçmiş yıllardaki trendler incelenmiş, TL fiyatlamalar üzerinden 9. ayda oluşan fiyatlara son 3 aylık ortalama beklenen TL enflasyonu uygulanmıştır. Sonraki dönemler için de yine yıllık beklenen TL ortalama enflasyon üzerinden fiyatlar TL bazında artırılmış, o yılın beklenen USD/TL ortalama

kuru ile USD fiyatlar tahmin edilmiştir. Sonrasında bu tahminlenen hacim ve birim başına fiyatlar çarpılarak beklenen ciro rakamlarına ulaşılmıştır. Yurtdışı un satış fiyatlarının tahminleri yapılırken de geçmiş yıllardaki trendler incelenmiş, USD fiyatlamalar üzerinden 9. ayda oluşan fiyatlara son 3 aylık ortalama beklenen USD enflasyonu uygulanmıştır. Sonraki dönemler için de yine yıllık beklenen USD ortalama enflasyon ile birim fiyatlar artırılmıştır. Sonrasında bu tahminlenen hacim ve birim başına fiyatlar çarpılarak beklenen ciro rakamlarına ulaşılmıştır.

**Tablo 32: Un satış projeksiyonu**

|                            | Birim   | 2020G | 2021G   | 2022G   | 2023T   | 9A<br>2022G | 9A<br>2023G | 4.Ç<br>2023T |
|----------------------------|---------|-------|---------|---------|---------|-------------|-------------|--------------|
| Un satış miktarı           | bin ton | 107,6 | 110,7   | 47,7    | 107,2   | 30,5        | 71,5        | 35,7         |
| Büyüme                     | %       |       | %2,9    | (%56,9) | %124,6  |             | %134,0      |              |
| Un satışı                  | mİn USD | 44,4  | 44,7    | 23,6    | 42,5    | 14,9        | 29,2        | 13,3         |
| Büyüme                     | %       |       | %0,6    | (%47,1) | %79,8   |             | %95,6       |              |
| Mamul satışına oranı       | %       | %13,3 | %11,6   | %5,7    | %11,9   | %4,8        | %11,1       | %14,3        |
| Un yurt içi satış miktarı  | bin ton | 28,3  | 7,8     | 25,3    | 14,5    | 20,3        | 9,7         | 4,8          |
| Büyüme                     | %       |       | (%72,3) | %223,8  | (%42,7) |             |             |              |
| Un yurt içi satışı         | mİn USD | 10,2  | 3,1     | 11,3    | 5,7     | 9,2         | 3,7         | 2,0          |
| Büyüme                     | %       |       | (%69,2) | %260,0  | (%49,3) |             | (%59,6)     |              |
| Un satışında oranı         | %       |       | %7,0    | %47,7   | %13,5   | %61,6       | %12,7       | %15,1        |
| Özel markalı satış miktarı | bin ton | 0,2   | 0,8     | 8,5     | 0,8     | 8,5         | 0,6         | 0,3          |
| Büyüme                     | %       |       | %410,9  | %914,9  | (%90,1) |             | (%93,3)     |              |
| Özel markalı satışı        | mİn USD | 0,1   | 0,4     | 3,6     | 0,3     | 3,7         | 0,2         | 0,1          |
| Büyüme                     | %       |       | %473,5  | %890,0  | (%90,7) |             | (%93,6)     |              |
| Markalı satış miktarı      | bin ton | 28,1  | 6,6     | 16,8    | 13,7    | 11,9        | 9,1         | 4,6          |
| Büyüme                     | %       |       | (%76,4) | %153,4  | (%18,6) |             | (%23,2)     |              |
| Markalı satış              | mİn USD | 10,1  | 2,5     | 7,7     | 5,4     | 5,5         | 3,5         | 1,9          |
| Büyüme                     | %       |       | (%74,8) | %202,4  | (%30,1) |             | (%36,7)     |              |
| Un ihracat satış miktarı   | bin ton | 79,3  | 102,9   | 22,4    | 92,7    | 10,2        | 61,8        | 30,9         |
| Büyüme                     | %       |       | %29,7   | (%78,2) | %313,5  |             | %506,3      |              |
| Un ihracat satışı          | mİn USD | 34,3  | 41,6    | 12,4    | 36,8    | 5,7         | 25,5        | 11,3         |
| Un satışında oranı         | %       |       | %93,0   | %52,3   | %86,5   | %38,4       | %87,3       | %84,9        |

|                            | Birim   | 2024T   | 2025T   | 2026T   | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|
| Un satış miktarı           | bin ton | 60,8    | 46,9    | 40,5    | 40,5  | 40,5  | 40,5  | 40,5  |
| Büyüme                     | %       | (43,2%) | (22,8%) | (13,8%) | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Un satışı                  | mln USD | 24,8    | 19,6    | 17,2    | 17,6  | 18,0  | 18,3  | 18,7  |
| Büyüme                     | %       | (41,7%) | (21,0%) | (12,0%) | 2,1%  | 2,1%  | 2,0%  | 2,0%  |
| Mamul satışına oranı       | %       | 6,1%    | 4,4%    | 3,5%    | 3,2%  | 3,1%  | 2,9%  | 2,8%  |
| Un yurt içi satış miktarı  | bin ton | 14,5    | 14,5    | 14,5    | 14,5  | 14,5  | 14,5  | 14,5  |
| Büyüme                     | %       | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Un yurt içi satışı         | mln USD | 5,9     | 6,0     | 6,1     | 6,3   | 6,4   | 6,5   | 6,7   |
| Büyüme                     | %       | 2,7%    | 2,4%    | 2,2%    | 2,1%  | 2,1%  | 2,0%  | 2,0%  |
| Un satışında oranı         | %       | 23,7%   | 30,7%   | 35,7%   | 35,7% | 35,7% | 35,7% | 35,7% |
| Özel markalı satış miktarı | bin ton | 0,8     | 0,8     | 0,8     | 0,8   | 0,8   | 0,8   | 0,8   |
| Büyüme                     | %       | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Özel markalı satışı        | mln USD | 0,3     | 0,3     | 0,4     | 0,4   | 0,4   | 0,4   | 0,4   |
| Büyüme                     | %       | 2,8%    | 2,4%    | 2,2%    | 2,1%  | 2,1%  | 2,0%  | 2,0%  |
| Markalı satış miktarı      | bin ton | 13,7    | 13,7    | 13,7    | 13,7  | 13,7  | 13,7  | 13,7  |
| Büyüme                     | %       | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Markalı satış              | mln USD | 5,5     | 5,7     | 5,8     | 5,9   | 6,0   | 6,2   | 6,3   |
| Büyüme                     | %       | 2,8%    | 2,4%    | 2,2%    | 2,1%  | 2,1%  | 2,0%  | 2,0%  |
| Un ihracat satış miktarı   | bin ton | 46,3    | 32,4    | 25,9    | 25,9  | 25,9  | 25,9  | 25,9  |
| Büyüme                     | %       | (50,0%) | (30,0%) | (20,0%) | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  |
| Un ihracat satışı          | mln USD | 18,9    | 13,5    | 11,1    | 11,3  | 11,5  | 11,8  | 12,0  |
| Un satışında oranı         | %       | 76,3%   | 69,3%   | 64,3%   | 64,3% | 64,3% | 64,3% | 64,3% |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ &amp; Co analizi

### Yan ürün hasılatı

Şirket her yıl mamul satışıyla oransal olarak yan ürün satışı gerçekleştirmektedir. Bunun sebebi yan ürünlerin mamul üretimindeki bazı ara çıktılar olmasıdır. Geçmiş yıllarda mamul satışına oranında bir trend gözlemlemek mümkündür. Bu trendin gelecek yıllarda da devam etmesi öngörülmektedir ve 2020, 2021 ve 2022 yıllarının ortalaması olan mamul satışının %11,9'u olarak tüm projeksiyon periyodu boyunca devam etmesi öngörülmektedir.

**Tablo 33: Yan ürün satışı projeksiyonu**

|                      | Birim   | 2020G | 2021G | 2022G  | 2023T   | 9A<br>2022G | 9A<br>2023G | 4.Ç<br>2023T |
|----------------------|---------|-------|-------|--------|---------|-------------|-------------|--------------|
| Yan mamul satışı     | mİn USD | 38,4  | 50,8  | 47,3   | 40,7    | 35,5        | 30,1        | 10,6         |
| Mamul satışına oranı | %       | %11,5 | %13,1 | %11,4  | %11,4   | %11,4       | %11,4       | %11,4        |
| Büyüme               | %       |       | %32,2 | (%6,8) | (%13,9) |             | (%15,2)     |              |

|                      | Birim   | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T |
|----------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Yan mamul satışı     | mİn USD | 47,9  | 52,9  | 58,6  | 64,7  | 69,2  | 73,9  | 78,8  |
| Mamul satışına oranı | %       | 11,9% | 11,9% | 11,9% | 11,9% | 11,9% | 11,9% | 11,9% |
| Büyüme               | %       | 17,7% | 10,3% | 10,9% | 10,4% | 6,9%  | 6,8%  | 6,6%  |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ & Co analizi

### Ticari mamul hasılatı

Şirket ana üretim girdisi olan buğdayı yerli ve yabancı tedarikçilerden temin etmektedir. Bu bağlamda genel olarak tahıl, özel olarak da buğday piyasalarını ve dinamiklerini yakından takip etmektedir. Şirketin amacı hem en uygun fiyattan ana üretim girdisi olan buğday temin etmek, hem mevcut düzenlemelerle uyum içinde faaliyetlerini devam ettirmek, hem de olası tedarik kesintileri karşısında ihtiyatlı olmaktır. Böylelikle kuruluşundan beri edindiği buğday tedariki deneyimi ile buğday ve zaman zaman diğer tahıl ticaretini üretim faaliyetlerinin ayrılmaz bir parçası olarak sürdürmektedir. Şirket zaman zaman da avantajlı fiyat teklifleri belirlediğinde üretim için gerekli miktardan fazlasını alarak, ilave miktarı ticarete konu etmekte, konjonktüre göre yurt içine veya yurt dışına buğday satışı yapmakta ve bundan da finansal fayda sağlamaktadır.

Şirket'in tüm ürünlerinin ana hammaddesi olan buğdayın, üretimin aksamaması için sürekli olarak bulunurluğunun olması şarttır. Buğday stoğunda yaşanacak sıkıntı nedeniyle makinalarda duruş olması, karlılığı ve verimliliği oldukça kötü etkilemektedir. Bu kapsamda Şirket ihtiyacı olabilecek miktarın en yüksek seviyesini her zaman tedarik etmek ve stoklarında tutmak açısından azami özeni göstermektedir. Bu hammadde güvenliğini sağlamak adına alınan fazladan buğday da, piyasada ticarete konu edilmektedir.

Şirket ticari mamul satışlarını durum buğdayı satışı ve diğer ticari mamul satışları olarak 2 kalemden takip etmektedir. Yukarıda anlatılan sebeplerden ötürü bir ticari mamul olarak durum buğdayı şirketin operasyonlarının bir parçasıdır ve bu sebeple projeksiyon dönemi boyunca da devam etmesi öngörülmüştür. Öte yandan diğer ticari mamul satışları şirket operasyonlarının doğrudan bir parçası olmadığından projeksiyon dönemi boyunca tahminlenmemiştir.

2023 yılı bütçesi oluşturulurken şirketin ilk 9 ayda hem yurt içinde hem yurtdışında sattığı durum buğdayının yarısı kadarlık bir satışı Şirket yetkililerinden alınan bilgiler ışığında son 3 ayda gerçekleştireceği bütçelenmiştir. Diğer ticari mallar ise 2023 yılı son 3 ayı için bütçelenmemiştir.

2023 yılında Türkiye'deki yüksek durum buğdayı rekoltesi nedeniyle hükümet önceki dönemlerin aksine durum buğdayı ihracatını başlatmıştır. Bu nedenle 2023 yılında Şirket'in ticari mamul satışları durum buğdayı ihracatındaki ivme ile geçmiş yılların üzerinde seyretmiş ve 9 aylık gerçekleştirmeler göz önünde bulundurularak, mamul ve yan ürün satışının %94,5'i düzeyinde gerçekleşmesi beklenmektedir. 2024 yılında ise ticari mamul satışlarının mamul ve yan ürün satışlarının toplamına oranının önceki yılın yarısından da daha az düzeyde %45 seviyesine ineceği ve projeksiyon dönemi boyunca burada sabit kalacağı varsayılmıştır.

**Tablo 34: Ticari mamul satışı projeksiyonu**

|                           | Birim   | 2020G   | 2021G   | 2022G   | 2023T   | 9A<br>2022G | 9A<br>2023G | 4.Ç<br>2023T |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|-------------|--------------|
| Ticari mamul satışı       | mln USD | 73,6    | 151,3   | 205,7   | 376,0   | 171,2       | 251,3       | 124,7        |
| Mamul satışına oranı      | %       | %19,8   | %34,6   | %44,6   | %94,5   | %49,4       | %85,5       | %120,3       |
| Büyüme                    | %       |         | %105,5  | %36,0   | %82,8   |             | %46,8       |              |
| Durum buğday satışı       | mln USD | 72,7    | 133,9   | 200,2   | 374,1   | 170,3       | 249,4       | 124,7        |
| Mamul satışına oranı      | %       | %19,6   | %30,6   | %43,4   | %94,1   | %49,2       | %84,8       | %120,3       |
| Büyüme                    | %       |         | %84,1   | %49,5   | %86,8   |             | %46,5       |              |
| Diğer ticari mamul satışı | mln USD | 0,9     | 17,4    | 5,5     | 1,9     | 1,0         | 1,9         | 0,0          |
| Mamul satışına oranı      | %       | %0,2    | %4,0    | %1,2    | %0,5    | %0,3        | %0,6        | %0,0         |
| Büyüme                    | %       |         | %1885,4 | (%68,3) | (%65,5) |             | %96,1       |              |
|                           | Birim   | 2024T   | 2025T   | 2026T   | 2027T   | 2028T       | 2029T       | 2030T        |
| Ticari mamul satışı       | mln USD | 203,2   | 224,1   | 248,5   | 274,4   | 293,5       | 313,3       | 334,0        |
| Mamul satışına oranı      | %       | 45,0%   | 45,0%   | 45,0%   | 45,0%   | 45,0%       | 45,0%       | 45,0%        |
| Büyüme                    | %       | (46,0%) | 10,3%   | 10,9%   | 10,4%   | 6,9%        | 6,8%        | 6,6%         |
| Durum buğday satışı       | mln USD | 203,2   | 224,1   | 248,5   | 274,4   | 293,5       | 313,3       | 334,0        |
| Mamul satışına oranı      | %       | 45,0%   | 45,0%   | 45,0%   | 45,0%   | 45,0%       | 45,0%       | 45,0%        |
| Büyüme                    | %       | (45,7%) | 10,3%   | 10,9%   | 10,4%   | 6,9%        | 6,8%        | 6,6%         |
| Diğer ticari mamul satışı | mln USD | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0         | 0,0         | 0,0          |
| Mamul satışına oranı      | %       | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%         |
| Büyüme                    | %       |         | a.d.    | a.d.    | a.d.    | a.d.        | a.d.        | a.d.         |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ & Co analizi

#### 4.2.1.2 Satılan malın maliyeti projeksiyonu

Satılan malın maliyeti kalemlerini oluşturan ilk madde ve malzeme giderleri, genel üretim giderleri, personel gideri ve kıdem tazminatı karşılığı, diğer satışların maliyeti, ticari mal maliyeti kalemleri ayrı ayrı tahminlenmiştir. Önümüzdeki dönemde stoklardan satış yapılmayacağı varsayımı ile birlikte mamul stoklarındaki değişim kalemi ile ilgili bir tahminde bulunulmamıştır.

**Tablo 35: Satılan malın maliyeti projeksiyonu**

|                                              | Birim   | 2020G  | 2021G | 2022G  | 2023T | 9A<br>2022G | 9A<br>2023G | 4.Ç<br>2023T |
|----------------------------------------------|---------|--------|-------|--------|-------|-------------|-------------|--------------|
| Satılan malın maliyeti                       | mİn USD | 373,2  | 455,0 | 584,7  | 649,0 | 447,9       | 457,3       | 191,7        |
| Net satışa oranı                             | %       | %84,5  | %77,6 | %87,6  | %85,3 | %86,7       | %85,5       | %84,8        |
| İlk madde ve malzeme giderleri               | mİn USD | 244,2  | 238,5 | 281,2  | 216,0 | 213,0       | 159,1       | 56,9         |
| Mamul satışına oranı                         | %       | %73,4  | %61,7 | %67,9  | %60,5 | %68,5       | %60,3       | %61,1        |
| Genel üretim gideri                          | mİn USD | 16,4   | 24,5  | 38,8   | 31,8  | 25,5        | 23,6        | 8,2          |
| Mamul satışına oranı                         | %       | %4,9   | %6,3  | %9,4   | %8,9  | %8,2        | %8,9        | %8,9         |
| Personel gideri ve kıdem tazminatı karşılığı | mİn USD | 7,6    | 9,9   | 9,8    | 11,7  | 7,1         | 8,7         | 3,0          |
| Mamul satışına oranı                         | %       | %2,3   | %2,6  | %2,4   | %3,3  | %2,3        | %3,3        | %3,2         |
| Diğer satışların maliyeti                    | mİn USD | 33,6   | 45,1  | 42,5   | 36,4  | 31,9        | 26,9        | 9,5          |
| Yan ürün satışına oranı                      | %       | %87,6  | %88,8 | %89,8  | %89,2 | %89,7       | %89,2       | %89,2        |
| Ticari mal maliyeti                          | mİn USD | 78,3   | 142,7 | 226,1  | 346,3 | 182,0       | 232,2       | 114,1        |
| Ticari mal satışına oranı                    | %       | %106,3 | %94,3 | %109,9 | %92,1 | %106,3      | %92,4       | %91,5        |
| Mamul stoklarında değişim                    | mİn USD | -7,0   | -5,6  | -13,8  | 6,8   | -11,4       | 6,8         | 0,0          |

|                                              | Birim   | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T |
|----------------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Satılan malın maliyeti                       | mİn USD | 523,2 | 572,2 | 630,7 | 693,6 | 740,1 | 788,5 | 837,8 |
| Net satışa oranı                             | %       | 80,2% | 79,6% | 79,1% | 78,8% | 78,6% | 78,4% | 78,2% |
| İlk madde ve malzeme giderleri               | mİn USD | 237,5 | 258,2 | 283,5 | 311,3 | 331,9 | 353,4 | 374,6 |
| Mamul satışına oranı                         | %       | 58,8% | 58,0% | 57,4% | 57,1% | 56,9% | 56,8% | 56,5% |
| Genel üretim gideri                          | mİn USD | 35,4  | 38,5  | 42,1  | 45,9  | 48,8  | 51,7  | 54,8  |
| Mamul satışına oranı                         | %       | 8,8%  | 8,6%  | 8,5%  | 8,4%  | 8,4%  | 8,3%  | 8,3%  |
| Personel gideri ve kıdem tazminatı karşılığı | mİn USD | 12,7  | 13,5  | 14,4  | 15,4  | 16,2  | 16,9  | 17,8  |
| Mamul satışına oranı                         | %       | 3,1%  | 3,0%  | 2,9%  | 2,8%  | 2,8%  | 2,7%  | 2,7%  |
| Diğer satışların maliyeti                    | mİn USD | 42,6  | 47,0  | 52,1  | 57,5  | 61,5  | 65,7  | 70,0  |
| Yan ürün satışına oranı                      | %       | 88,9% | 88,9% | 88,9% | 88,9% | 88,9% | 88,9% | 88,9% |
| Ticari mal maliyeti                          | mİn USD | 195,1 | 215,1 | 238,6 | 263,4 | 281,7 | 300,8 | 320,6 |
| Ticari mal satışına oranı                    | %       | 96,0% | 96,0% | 96,0% | 96,0% | 96,0% | 96,0% | 96,0% |
| Mamul stoklarında değişim                    | mİn USD | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ & Co analizi

### İlk madde ve malzeme giderleri

2023 yılında ürün bazında ilk madde ve malzeme gideri, makarna, noodle, irmik ve un tarafında ilk 9 ayda gerçekleşmiş maliyetin üzerine yılın son 3 ayında gerçekleşmesi öngörülen ürün bazlı ilk madde ve malzeme giderlerinin eklenmesiyle hesaplanmıştır. 2023 yılı ilk 9 ayında ürün bazında katkı marjlarının yılın son 3 ayında değişmemesi öngörülerek bir bütçe oluşturulmuştur. Mamul satışını oluşturan her bir ürün grubu için (Makarna, noodle, irmik, un) USD bazında ilk madde ve malzeme giderlerinin 2023 yılındaki birim maliyetinin projeksiyon dönemi boyunca USD enflasyonu ile artması öngörülmüştür. Ürün grubu bazlı satıştan USD enflasyonu ile artan ilk madde ve malzeme giderleri düşüldüğünde oluşan katkı marjının projeksiyon dönemi boyunca gelişimi aşağıdaki tabloda mevcuttur.

2023'ün ilk 9 ayında, şirketin karlılık odağı ile bilinçli olarak belli kanal ve bölgelerde düşürdüğü satış hacimlerinin etkisi kendini marjlarda önemli bir iyileşme olarak göstermiş ve 9A 2022'de makarnada %32,4 olarak gerçekleşen katkı marjı, 9A 2023'de %42,1'e yükselmiştir.

Şirket mevcut durumda ürettiği tüm ürünleri için buğdayı kendi buğday kırma kapasitesiyle karşılayabilir konumdadır. Projeksiyon dönemi boyunca ton bazında artan satışlarla buğday kırma kapasitesinin aşıldığı durumlarda, Şirket'in geçmiş dönemlerde de dönem dönem başvurduğu bir yöntem olan fason irmik alımı, gerekli olduğu ölçüde tahminlere dahil edilmiştir. Şirket yönetiminin paylaştığı olduğu bilgilere göre, makarna üretimi için yapılan fason irmik alımı, genellikle kapasitesini dolduramayan firmalardan yapıldığından, 3-4 ay gibi kısa dönemler için %3,0-5,0 daha uygun maliyetli olabilmektedir. Ancak, ihtiyatlı tarafta kalmak adına, fason alımların dönem dönem daha maliyetli olabileceği riskini de göz önünde bulundurarak, fason alımların Şirket üretimine kıyasla %3,0 oranında daha maliyetli olduğu kabul edilmiştir. Bu durum projeksiyon periyodu boyunca makarnanın katkı marjına yansıtılmıştır. Fason irmik alımı projeksiyon dönemi içerisinde 2026 yılında başlamaktadır. Fason irmik alımı %20,0 seviyesine yaklaştığında ise yeni bir buğday kırma yatırımı öngörülerek bu oran düşürülmüştür. Makarna katkı marjı, daha iyi marjlara sahip Uzak Doğu'ya yapılan satışların toplam içerisindeki payının bir miktar artması ile birlikte 2030 yılında 2023 yılındaki %42,1 seviyesinden %42,5 seviyesine sınırlı bir artış göstermiştir.

Noodle, Şirket'in katkı marjı açısından en karlı ürünüdür. 2023 yılında bu kategoride becerisini çok uluslu şirketler için üretim yaparak geliştirme yolunda önemli adımlar atan Şirket'in, bu kapsamda satışlar içerisinde projeksiyon dönemi boyunca kar marjı daha yüksek olan ihracat payını arttırması ile birlikte noodle tarafındaki katkı marjını 2023'de beklenen %48,9'dan 2033'e kadar kademeli olarak %51,6 düzeyine ulaştırması beklenmektedir. Diğer ürün kategorileri olan irmik ve un için katkı marjlarının projeksiyon dönemi boyunca 2023 düzeyinde sabit kalması tahminlenmiştir. İrmik katkı marjı %34,0, un katkı marjı ise %22,0 olarak beklenmektedir.

Tablo 36: İlk madde ve malzeme giderleri projeksiyonu

|                                                        | Birim   | 2020G | 2021G | 2022G | 2023T | 9A<br>2022G | 9A<br>2023G | 4.C<br>2023T |
|--------------------------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------------|--------------|
| <b>Makarna için toplam ilk madde ve malzeme gideri</b> | mİn USD | 195,3 | 180,9 | 226,0 | 156,6 | 172,4       | 116,2       | 40,4         |
| İçeride üretim gideri                                  | mİn USD | 195,3 | 180,9 | 226,0 | 156,6 | 172,4       | 116,2       | 40,4         |
| Fason İrmik alımı                                      | bin ton | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0         | 0,0         | 0,0          |
| Fason üretim kaynaklı ek gider                         | mİn USD | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0         | 0,0         | 0,0          |
| Ortalama birim maliyet                                 | USD/kg  | 0,40  | 0,35  | 0,48  | 0,37  | 0,48        | 0,37        | 0,37         |
| Katkı                                                  | USD/kg  | 0,14  | 0,24  | 0,23  | 0,27  | 0,23        | 0,27        | 0,27         |
| Katkı marjı                                            | %       | %26,4 | %40,3 | %32,0 | %42,1 | %32,4       | %42,1       | %42,1        |
| <b>Noodle için toplam ilk madde ve malzeme gideri</b>  | mİn USD | 2,8   | 3,4   | 5,1   | 9,9   | 2,4         | 7,7         | 2,2          |
| Ortalama birim maliyet                                 | USD/kg  | 0,83  | 0,61  | 0,76  | 1,21  | 0,60        | 1,25        | 1,09         |
| Katkı                                                  | USD/kg  | 0,67  | 0,93  | 1,53  | 1,16  | 1,37        | 1,19        | 1,04         |
| Katkı marjı                                            | %       | %44,7 | %60,5 | %66,6 | %48,9 | %69,7       | %48,9       | %48,9        |
| <b>İrmik için toplam ilk madde ve malzeme gideri</b>   | mİn USD | 16,3  | 20,2  | 30,1  | 16,4  | 22,3        | 12,5        | 3,9          |
| Ortalama birim maliyet                                 | USD/kg  | 0,39  | 0,33  | 0,45  | 0,38  | 0,43        | 0,39        | 0,36         |
| Katkı                                                  | USD/kg  | 0,04  | 0,17  | 0,19  | 0,19  | 0,21        | 0,20        | 0,18         |
| Katkı marjı                                            | %       | %10,3 | %33,2 | %29,9 | %34,0 | %32,9       | %34,0       | %34,0        |
| <b>Un için toplam ilk madde ve malzeme gideri</b>      | mİn USD | 29,8  | 33,9  | 20,0  | 33,1  | 15,8        | 22,7        | 10,4         |
| Ortalama birim maliyet                                 | USD/kg  | 0,28  | 0,31  | 0,42  | 0,31  | 0,52        | 0,32        | 0,29         |
| Katkı                                                  | USD/kg  | 0,14  | 0,10  | 0,08  | 0,09  | -0,03       | 0,09        | 0,08         |
| Katkı marjı                                            | %       | %32,9 | %24,1 | %15,5 | %22,1 | (%6,1)      | %22,1       | %22,1        |

|                                                        | Birim   | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T |
|--------------------------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Makarna için toplam ilk madde ve malzeme gideri</b> | mİn USD | 183,1 | 197,5 | 213,5 | 231,3 | 245,6 | 260,3 | 272,7 |
| İçeride üretim gideri                                  | mİn USD | 183,1 | 197,5 | 213,2 | 230,5 | 244,6 | 258,9 | 272,2 |
| Fason irmik alımı                                      | bin ton | 0,0   | 0,0   | 21,8  | 59,0  | 84,0  | 109,4 | 44,4  |
| Fason üretim kaynaklı ek gider                         | mİn USD | 0,0   | 0,0   | 0,3   | 0,7   | 1,0   | 1,4   | 0,6   |
| Ortalama birim maliyet                                 | USD/kg  | 0,38  | 0,39  | 0,40  | 0,41  | 0,42  | 0,43  | 0,43  |
| Katkı                                                  | USD/kg  | 0,28  | 0,28  | 0,29  | 0,30  | 0,31  | 0,31  | 0,32  |
| Katkı marjı                                            | %       | 42,2% | 42,2% | 42,3% | 42,2% | 42,3% | 42,3% | 42,5% |
| <b>Noodle için toplam ilk madde ve malzeme gideri</b>  | mİn USD | 18,3  | 28,2  | 39,3  | 49,1  | 55,0  | 61,5  | 68,8  |
| Ortalama birim maliyet                                 | USD/kg  | 1,24  | 1,27  | 1,30  | 1,33  | 1,36  | 1,38  | 1,41  |
| Katkı                                                  | USD/kg  | 1,25  | 1,32  | 1,37  | 1,41  | 1,44  | 1,47  | 1,51  |
| Katkı marjı                                            | %       | 50,1% | 50,9% | 51,2% | 51,5% | 51,5% | 51,6% | 51,6% |
| <b>İrmik için toplam ilk madde ve malzeme gideri</b>   | mİn USD | 16,8  | 17,2  | 17,6  | 18,0  | 18,3  | 18,7  | 19,1  |
| Ortalama birim maliyet                                 | USD/kg  | 0,39  | 0,40  | 0,41  | 0,42  | 0,42  | 0,43  | 0,44  |
| Katkı                                                  | USD/kg  | 0,20  | 0,21  | 0,21  | 0,21  | 0,22  | 0,22  | 0,23  |
| Katkı marjı                                            | %       | 34,0% | 34,0% | 34,0% | 34,0% | 34,0% | 34,0% | 34,0% |
| <b>Un için toplam ilk madde ve malzeme gideri</b>      | mİn USD | 19,3  | 15,3  | 13,4  | 13,7  | 14,0  | 14,3  | 14,6  |
| Ortalama birim maliyet                                 | USD/kg  | 0,32  | 0,33  | 0,33  | 0,34  | 0,35  | 0,35  | 0,36  |
| Katkı                                                  | USD/kg  | 0,09  | 0,09  | 0,09  | 0,10  | 0,10  | 0,10  | 0,10  |
| Katkı marjı                                            | %       | 22,0% | 22,0% | 22,0% | 22,0% | 22,0% | 22,0% | 22,0% |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ & Co analizi

#### Ticari mal maliyeti ve diğer satışların maliyeti

Ticari mal maliyeti içerisinde durum buğdayı ve diğer ticari mallar olarak bir kırılım mevcuttur. Diğer ticari mal satışı projeksiyon dönemi ve 2023 yılı son 3 ayı boyunca tahminlenmediğinden projeksiyon döneminde ve 2023 yılı son 3 ayında satılan malın maliyetine de katkısı bulunmamaktadır. Öte yandan şirketin operasyonlarında önemli bir yer tutan durum buğdayı ticareti, projeksiyon dönemi boyunca tahminlenmiştir.

2020 yılında pandeminin etkisi, 2022 yılında da Rusya-Ukrayna savaşı nedeniyle fiyatlarda yaşanan dalgalanma ticari mal satışlarındaki marjları etkilemiş olmakla birlikte karlılık seviyelerinin diğer yıllar için Şirket'i hedeflemiş olduğu %4-8 bandında kaldığı görülmektedir. 2023 yılı ilk 9 ayında marjı %8,5 olan durum buğdayının yılın son 3 ayında da bu marjla devam etmesi bütçelenmiştir. İhtiyatlı tarafta kalmak adına projeksiyon dönemi boyunca ise durum buğdayının ticaret marjı en alt bant olarak %4 seviyesinde sabit tutulmuştur.

Diğer satışların maliyeti olarak görünen kalem esasen yan ürün satışlarının maliyetini içermektedir. Buradaki kar marjları genel olarak 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sabit bir seyir izlemiştir. Önümüzdeki dönemde de bu seviyelerden çok farklılaşması beklenmemektedir. Bu sebeple burada projeksiyon dönemi boyunca 2024 yılından itibaren yapılan tahminlerde önceki 4 yılın ortalama yan ürün marjı olan %11,1 seviyesinin sabit olarak devam ettirilmesi makul bulunmuştur.

Tablo 37: Ticari mal ve diğer satışların maliyeti projeksiyonu

|                           | Birim   | 2020G    | 2021G   | 2022G   | 2023T    | 9A<br>2022G | 9A<br>2023G | 4.Ç<br>2023T |
|---------------------------|---------|----------|---------|---------|----------|-------------|-------------|--------------|
| Ticari mal maliyeti       | mİn USD | 78,3     | 142,7   | 226,1   | 346,3    | 182,0       | 232,2       | 114,1        |
| Brüt kar marjı            | %       | (%6,3)   | %5,7    | (%9,9)  | %7,9     | (%6,3)      | %7,6        | %8,5         |
| Durum buğdayı maliyeti    | mİn USD | 76,2     | 121,2   | 221,3   | 342,4    | 180,9       | 228,3       | 114,1        |
| Brüt kar marjı            | %       | (%4,7)   | %9,5    | (%10,5) | %8,5     | %0,0        | %8,5        | %8,5         |
| Diğer ticari mal maliyeti | mİn USD | 2,1      | 21,4    | 4,8     | 3,9      | 1,1         | 3,9         | 0,0          |
| Brüt kar marjı            | %       | (%141,5) | (%23,4) | %13,2   | (%104,1) | %0,0        | (%104,1)    | %0,0         |
| Diğer satışların maliyeti | mİn USD | 33,6     | 45,1    | 42,5    | 36,4     | 31,9        | 26,9        | 9,5          |
| Brüt kar marjı            | %       | %12,4    | %11,2   | %10,2   | %10,8    | %10,3       | %10,8       | %10,8        |
|                           | Birim   | 2024T    | 2025T   | 2026T   | 2027T    | 2028T       | 2029T       | 2030T        |
| Ticari mal maliyeti       | mİn USD | 195,1    | 215,1   | 238,6   | 263,4    | 281,7       | 300,8       | 320,6        |
| Brüt kar marjı            | %       | 4,0%     | 4,0%    | 4,0%    | 4,0%     | 4,0%        | 4,0%        | 4,0%         |
| Durum buğdayı maliyeti    | mİn USD | 195,1    | 215,1   | 238,6   | 263,4    | 281,7       | 300,8       | 320,6        |
| Brüt kar marjı            | %       | 4,0%     | 4,0%    | 4,0%    | 4,0%     | 4,0%        | 4,0%        | 4,0%         |
| Diğer ticari mal maliyeti | mİn USD | 0,0      | 0,0     | 0,0     | 0,0      | 0,0         | 0,0         | 0,0          |
| Brüt kar marjı            | %       | 0,0%     | 0,0%    | 0,0%    | 0,0%     | 0,0%        | 0,0%        | 0,0%         |
| Diğer satışların maliyeti | mİn USD | 42,6     | 47,0    | 52,1    | 57,5     | 61,5        | 65,7        | 70,0         |
| Brüt kar marjı            | %       | 11,1%    | 11,1%   | 11,1%   | 11,1%    | 11,1%       | 11,1%       | 11,1%        |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ &amp; Co analizi

## Diğer satılan malın maliyeti kalemleri

Genel üretim giderlerinin %80'inin değişken, %20'sinin ise sabit yapıda olduğu bilgisi şirket tarafından verilmiştir. Buradaki değişken giderler ağırlıklı olarak elektrik, doğalgaz ve personel giderlerinin bir kısmı sayılabilir. Şirket ayrıca yıllık yapmış olduğu bakım onarım giderlerini de bu kalem içerisinde giderleştirmektedir. Bu bağlamda, genel üretim giderinin sabit kısmının 2023 yılı son 3 ayında ve projeksiyon periyodu boyunca USD enflasyonu ile büyümesi, değişken kısmının ise USD bazında maliyetin satışa oranı ile devam etmesi öngörülmüştür.

Personel giderleri de genel üretim giderleri içerisinde belli bir sayıda sabit personel bulundurulması gerekliliği göz önüne alınarak Şirket yönetiminin yönlendirmeleri doğrultusunda %50'si değişken, %50'si sabit olacak şekilde öngörülmüştür. Genel üretim giderlerine benzer bir metodoloji kullanılarak sabit kısım USD enflasyonu ile, değişken kısım satışa oran ile tahminlenmiştir.

Tablo 38: Diğer satılan malın maliyeti kalemleri projeksiyonu

|                                              | Birim   | 2020G | 2021G | 2022G | 2023T | 9A<br>2022G | 9A<br>2023G | 4.C<br>2023T |
|----------------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------------|--------------|
| Genel üretim gideri                          | mİn USD | 16,4  | 24,5  | 38,8  | 31,8  | 25,5        | 23,6        | 8,2          |
| Mamul satışına oranı                         | %       | %4,9  | %6,3  | %9,4  | %8,9  | %8,2        | %8,9        | %8,9         |
| Sabit kısım                                  | mİn USD |       |       |       | 6,3   |             | 4,7         | 1,8          |
| Genel üretim giderine oranı                  | %       |       |       |       | %19,8 |             | %20,0       | %19,2        |
| Değişken kısım                               | mİn USD |       |       |       | 25,5  |             | 18,9        | 6,7          |
| Genel üretim giderine oranı                  | %       |       |       |       | %80,2 |             | %80,0       | %80,8        |
| Personel gideri ve kıdem tazminatı karşılığı | mİn USD | 7,8   | 9,9   | 9,8   | 11,7  | 7,1         | 8,7         | 3,0          |
| Mamul satışına oranı                         | %       | %2,3  | %2,6  | %2,4  | %3,3  | %2,3        | %3,3        | %3,2         |
| Sabit kısım                                  | mİn USD |       |       |       | 5,8   |             | 4,4         |              |
| Genel üretim giderine oranı                  | %       |       |       |       | %49,7 |             | %50,0       |              |
| Değişken kısım                               | mİn USD |       |       |       | 5,9   |             | 4,4         |              |
| Genel üretim giderine oranı                  | %       |       |       |       | %50,3 |             | %50,0       |              |
| Mamul stoklarında değişim                    | mİn USD | -7,0  | -5,6  | -13,8 | 6,8   | -11,4       | 6,8         | 0,0          |

|                                              | Birim   | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T |
|----------------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Genel üretim gideri                          | mİn USD | 35,4  | 38,5  | 42,1  | 45,9  | 48,8  | 51,7  | 54,8  |
| Mamul satışına oranı                         | %       | 8,8%  | 8,6%  | 8,5%  | 8,4%  | 8,4%  | 8,3%  | 8,3%  |
| Sabit kısım                                  | mİn USD | 6,5   | 6,6   | 6,8   | 6,9   | 7,1   | 7,2   | 7,4   |
| Genel üretim giderine oranı                  | %       | 18,3% | 17,2% | 16,1% | 15,1% | 14,5% | 13,9% | 13,4% |
| Büyüme                                       | %       | 2,8%  | 2,4%  | 2,2%  | 2,1%  | 2,1%  | 2,0%  | 2,0%  |
| Değişken kısım                               | mİn USD | 28,9  | 31,8  | 35,3  | 39,0  | 41,7  | 44,5  | 47,5  |
| Genel üretim giderine oranı                  | %       | 81,7% | 82,8% | 83,9% | 84,9% | 85,5% | 86,1% | 86,6% |
| Büyüme                                       | %       | 13,1% | 1,3%  | 1,4%  | 1,2%  | 0,7%  | 0,7%  | 0,6%  |
| Personel gideri ve kıdem tazminatı karşılığı | mİn USD | 12,7  | 13,5  | 14,4  | 15,4  | 16,2  | 16,9  | 17,8  |
| Mamul satışına oranı                         | %       | 3,1%  | 3,0%  | 2,9%  | 2,8%  | 2,8%  | 2,7%  | 2,7%  |
| Sabit kısım                                  | mİn USD | 6,0   | 6,1   | 6,3   | 6,4   | 6,5   | 6,7   | 6,8   |
| Genel üretim giderine oranı                  | %       | 47,3% | 45,4% | 43,4% | 41,5% | 40,4% | 39,3% | 38,3% |
| Büyüme                                       | %       | 2,8%  | 2,4%  | 2,2%  | 2,1%  | 2,1%  | 2,0%  | 2,0%  |
| Değişken kısım                               | mİn USD | 6,7   | 7,4   | 8,2   | 9,0   | 9,6   | 10,3  | 11,0  |
| Genel üretim giderine oranı                  | %       | 52,7% | 54,6% | 56,6% | 58,5% | 59,6% | 60,7% | 61,7% |
| Büyüme                                       | %       | 13,1% | 3,5%  | 3,7%  | 3,4%  | 1,9%  | 1,8%  | 1,7%  |
| Mamul stoklarında değişim                    | mİn USD | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ &amp; Co analizi

#### 4.2.1.3 Operasyonel giderler

Operasyonel giderler altında genel yönetim giderleri ve pazarlama giderleri amortisman ayrıştırılarak tahminlenmiştir.

**Tablo 39: Operasyonel giderler**

|                         | Birim   | 2020G | 2021G  | 2022G   | 2023T   | 9A<br>2022G | 9A<br>2023G | 4.Ç<br>2023T |
|-------------------------|---------|-------|--------|---------|---------|-------------|-------------|--------------|
| Operasyonel giderler    | mİn USD | 38,3  | 82,6   | 73,3    | 49,1    | 58,4        | 35,8        | 13,3         |
| Genel yönetim giderleri | mİn USD | 5,5   | 6,7    | 3,7     | 2,7     | 4,8         | 2,0         | 0,7          |
| Mamul satışına oranı    | %       | %1,7  | %1,7   | %0,9    | %0,8    | %1,5        | %0,8        | %0,7         |
| Büyüme                  | %       |       | %22,4  | (%44,7) | (%28,0) |             | (%57,9)     |              |
| Pazarlama giderleri     | mİn USD | 32,8  | 75,9   | 69,6    | 46,4    | 53,6        | 33,8        | 12,6         |
| Mamul satışına oranı    | %       | %9,9  | %19,6  | %16,8   | %13,0   | %17,2       | %12,8       | %13,6        |
| Büyüme                  | %       |       | %131,3 | (%8,3)  | (%33,3) |             | (%37,0)     |              |
|                         | Birim   | 2024T | 2025T  | 2026T   | 2027T   | 2028T       | 2029T       | 2030T        |
| Operasyonel giderler    | mİn USD | 50,9  | 53,4   | 56,8    | 60,9    | 64,2        | 67,5        | 71,0         |
| Genel yönetim giderleri | mİn USD | 2,8   | 2,8    | 2,9     | 2,9     | 3,0         | 3,1         | 3,1          |
| Mamul satışına oranı    | %       | 0,7%  | 0,6%   | 0,6%    | 0,5%    | 0,5%        | 0,5%        | 0,5%         |
| Büyüme                  | %       | 2,8%  | 2,4%   | 2,2%    | 2,1%    | 2,1%        | 2,0%        | 2,0%         |
| Pazarlama giderleri     | mİn USD | 48,1  | 50,6   | 53,9    | 57,9    | 61,2        | 64,5        | 67,8         |
| Mamul satışına oranı    | %       | 11,9% | 11,4%  | 10,9%   | 10,6%   | 10,5%       | 10,4%       | 10,2%        |
| Büyüme                  | %       | 3,6%  | 5,1%   | 6,6%    | 7,5%    | 5,6%        | 5,4%        | 5,2%         |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ & Co analizi

#### Genel yönetim giderleri, amortisman hariç

Genel yönetim giderleri içerisindeki personel giderlerinin ve diğer giderlerin sabit giderler olduğu şirket tarafından paylaşılmıştır ve bu nedenle bu giderler projeksiyon dönemi boyunca USD enflasyonu ile büyütülerek tahminler gerçekleştirilmiştir.

Tablo 40: Genel yönetim giderleri projeksiyonu

|                         | Birim   | 2020G | 2021G   | 2022G   | 2023T   | 9A<br>2022G | 9A<br>2023G | 4.Ç<br>2023T |
|-------------------------|---------|-------|---------|---------|---------|-------------|-------------|--------------|
| Genel yönetim giderleri | mİn USD | 5,5   | 6,7     | 3,7     | 2,7     | 4,8         | 2,0         | 0,7          |
| Mamul satışına oranı    | %       | %1,7  | %1,7    | %0,9    | %0,8    | %1,5        | %0,8        | %0,7         |
| Büyüme                  | %       |       | %22,4   | (%44,7) | (%28,0) |             | (%57,9)     |              |
| Personel gideri         | mİn USD | 1,8   | 1,6     | 0,3     | 1,4     | 0,3         | 1,1         | 0,4          |
| Büyüme                  | %       |       | (%12,4) | (%80,4) | %362,5  |             | %240,8      | %0,4         |
| Diğer                   | mİn USD | 3,7   | 5,1     | 3,4     | 1,2     | 4,5         | 0,9         | 0,3          |
| Büyüme                  | %       | %33,5 | %39,8   | (%33,6) | (%63,9) | %0,0        | %0,0        | %0,0         |
|                         | Birim   | 2024T | 2025T   | 2026T   | 2027T   | 2028T       | 2029T       | 2030T        |
| Genel yönetim giderleri | mİn USD | 2,8   | 2,8     | 2,9     | 2,9     | 3,0         | 3,1         | 3,1          |
| Mamul satışına oranı    | %       | %0,7  | %0,6    | %0,5    | %0,5    | %0,5        | %0,5        | %0,4         |
| Büyüme                  | %       | %2,8  | %2,4    | %2,2    | %2,1    | %2,1        | %2,0        | %2,0         |
| Personel gideri         | mİn USD | 1,5   | 1,5     | 1,6     | 1,6     | 1,6         | 1,7         | 1,7          |
| Büyüme                  | %       | %2,8  | %2,4    | %2,2    | %2,1    | %2,1        | %2,0        | %2,0         |
| Diğer                   | mİn USD | 1,3   | 1,3     | 1,3     | 1,4     | 1,4         | 1,4         | 1,4          |
| Büyüme                  | %       | %2,8  | %2,4    | %2,2    | %2,1    | %2,1        | %2,0        | %2,0         |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ &amp; Co analizi

**Pazarlama giderleri, amortisman hariç**

Nakliye giderleri mamul satışıyla ilişkili giderlerdir. Bu sebeple mamul satış hacmi kullanılarak bir tahminleme yapılmıştır. Nakliye giderlerinin 2023 yılı ilk 9 ayında mamul tonu başına 49,7 USD olduğu gözlemlenmiştir. Bu maliyetin 2023 yılı son 3 ayında USD enflasyonu ile artması tahminlenmiştir. 2021 ve 2022 yıllarında makroekonomik sebeplerle navlun fiyatlarında gerçekleşen artışın tek seferlik olduğu ve 2023 yılında bu giderin normalize seviyelere geri döndüğü gözlemlenmiştir. Nitekim 2019 yılında mamul tonu başına 47,3 USD, 2020 yılında mamul tonu başına 43,2 USD olan nakliye giderleri 2021 yılında 92,4 USD/ton, 2022 yılındaysa 88,7 USD/ton seviyesinde gerçekleşmiştir. 2023 yılının ilk 9 ayında 49,7 USD/ton olarak hesaplanan bu fiyatın normalize seviyelerine döndüğü belirlenmiştir. Nakliye giderlerinin normalize seviyesinin bu düzeyde olduğu göz önünde bulundurulduğunda projeksiyon periyodu boyunca mamul tonu başına 49,7 USD ile başlayarak USD enflasyonuna paralel olarak büyümesi öngörülmüştür.

Dışarıdan alınan hizmetler mamul ihracatı sebebiyle giderlerdir. Bu sebeple de mamul ihracat hacmi kullanılarak bir tahminleme gerçekleştirilmiştir. Dışarıdan alınan hizmet giderlerinin 2023 yılı ilk 9 ayında mamul ihracat tonu başına 30,5 USD olduğu gözlemlenmiştir. 2023 yılı bütçelenirken son 3 ayda bu tutarın USD enflasyonu ile büyümesi öngörülmüştür. Benzer şekilde projeksiyon dönemi boyunca da 2023 USD/ton tutarı USD enflasyonu ile büyütülmüştür ve beklenen ihracat hacmi ile çarpılarak dışarıdan alınan hizmet maliyeti tahminleri yapılmıştır.

Diğer pazarlama giderlerinin 2023 yılı ilk 9 ayında mamul satışının %0,9'una tekabül ettiği gözlemlenmiştir. 2023 yılı son 3 ayında da diğer pazarlama giderlerinin mamul satışının %0,9'una tekabül etmesi tahminlenmiştir. Projeksiyon döneminde ise 2023 yılı tutarının USD enflasyonu ile büyümesi öngörülmüştür.

Tablo 41: Pazarlama giderleri projeksiyonu

|                                                             | Birim   | 2020G | 2021G | 2022G | 2023T | 9A<br>2022G | 9A<br>2023G | 4Ç<br>2023T |
|-------------------------------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|
| Pazarlama giderleri                                         | mİn USD | 32,8  | 75,9  | 69,6  | 46,4  | 53,6        | 33,8        | 12,6        |
| Mamul satışına oranı                                        | %       | %9,9  | %19,6 | %16,8 | %13,0 | %17,2       | %12,8       | %13,6       |
| Nakliye gideri                                              | mİn USD | 27,8  | 64,2  | 52,3  | 28,9  | 40,9        | 21,0        | 7,9         |
| Mamul tonu başına nakliye gideri                            | mİn USD | 43,2  | 92,4  | 88,7  | 49,7  | 92,3        | 49,7        | 49,9        |
| Mamul satışına oranı                                        | %       | %8,3  | %16,6 | %12,6 | %8,1  | %13,2       | %8,0        | %8,5        |
| Dışarıdan alınan hizmetler                                  | mİn USD | 4,3   | 7,7   | 15,9  | 14,2  | 11,7        | 10,3        | 3,9         |
| Mamul ihracat tonu başına dışarıdan alınan hizmet giderleri | mİn USD | 8,9   | 13,8  | 36,9  | 30,6  | 36,6        | 30,5        | 30,7        |
| Mamul ihracatına oranı                                      | %       | %1,6  | %2,4  | %5,0  | %5,0  | %4,9        | %4,9        | %5,2        |
| Diğer                                                       | mİn USD | 0,8   | 4,0   | 1,5   | 3,3   | 1,1         | 2,4         | 0,9         |
| Mamul satışına oranı                                        | %       | %0,2  | %1,0  | %0,4  | %0,9  | %0,3        | %0,9        | %0,9        |
|                                                             | Birim   | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T       | 2029T       | 2030T       |
| Pazarlama giderleri                                         | mİn USD | 48,1  | 50,6  | 53,9  | 57,9  | 61,2        | 64,5        | 67,8        |
| Mamul satışına oranı                                        | %       | 11,9% | 11,4% | 10,9% | 10,6% | 10,5%       | 10,4%       | 10,2%       |
| Nakliye gideri                                              | mİn USD | 30,7  | 32,4  | 34,7  | 37,5  | 39,7        | 41,9        | 44,2        |
| Mamul tonu başına nakliye gideri                            | mİn USD | 51,1  | 52,3  | 53,5  | 54,6  | 55,8        | 56,9        | 58,0        |
| Mamul satışına oranı                                        | %       | 7,6%  | 7,3%  | 7,0%  | 6,9%  | 6,8%        | 6,7%        | 6,7%        |
| Dışarıdan alınan hizmetler                                  | mİn USD | 14,1  | 14,7  | 15,7  | 16,9  | 17,8        | 18,8        | 19,8        |
| Mamul ihracat tonu başına dışarıdan alınan hizmet giderleri | mİn USD | 31,4  | 32,2  | 32,9  | 33,6  | 34,3        | 35,0        | 35,7        |
| Mamul ihracatına oranı                                      | %       | 4,6%  | 4,4%  | 4,2%  | 4,1%  | 4,0%        | 4,0%        | 3,9%        |
| Diğer                                                       | mİn USD | 3,4   | 3,4   | 3,5   | 3,6   | 3,7         | 3,7         | 3,8         |
| Büyüme                                                      | %       | 2,8%  | 2,4%  | 2,2%  | 2,1%  | 2,1%        | 2,0%        | 2,0%        |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ &amp; Co analizi

## 4.2.1.4 Diğer gelir ve giderler

Şirket toplam satışlarının çoğunu oluşturan ihracat satışlarını USD ve EUR para birimleri ile gerçekleştirmektedir. Bu sebeple 2020, 2021 ve 2022 yıllarında faaliyetlerinden kaynaklı kur farkı gelirleri elde etmiştir. Şirket'in kar marjları ile alacak tahsil ve borç ödeme süreleri göz önünde bulundurulduğunda söz konusu gelir ve giderler faaliyet karının ayrılmaz bir parçası olarak değerlendirilmektedir. Şirket doğası gereği net ihracatçı konumda bulunması ile alacak tarafında borçlarına oranla daha yüksek oranda döviz pozisyonu bulundurmaktadır. Operasyonel olarak yabancı para uzun pozisyonunda bulunması dolayısıyla TL'nin değer kaybettiği her dönemde operasyonel olarak kur farkı geliri elde etmektedir ve bu operasyonlarının sürekli devam eden bir parçası olarak görülmektedir. Bununla birlikte İNA analizinin döviz bazlı olması sebebiyle esas faaliyetlerden diğer gelir/giderler projeksiyon dönemi boyunca ayrıca tahmin edilmemiştir.

Tablo 42: Diğer gelir ve giderler projeksiyonu

|                                             | Birim   | 2020G | 2021G | 2022G | 2023T | 9A<br>2022G | 9A<br>2023G | 4.Ç<br>2023T |
|---------------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------------|--------------|
| Diğer gelirler                              | mİn USD | 46,3  | 70,3  | 23,5  | 59,5  | 20,2        | 56,5        | 3,0          |
| Faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı geliri | mİn USD | 45,2  | 69,3  | 21,5  | 47,6  | 17,8        | 47,6        | 0,0          |
| Diğer                                       | mİn USD | 1,2   | 1,0   | 2,0   | 11,9  | 2,4         | 8,9         | 3,0          |
| Diğer giderler                              | mİn USD | -45,5 | -52,3 | -10,0 | -34,9 | -8,3        | -34,8       | -0,1         |
| Faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gideri | mİn USD | -45,4 | -52,2 | -9,9  | -34,4 | -7,8        | -34,4       | 0,0          |
| Diğer                                       | mİn USD | -0,2  | -0,1  | -0,1  | -0,5  | -0,5        | -0,4        | -0,1         |

Kaynak: Şirket, ONLÜ &amp; Co analizi

## 4.2.1.5 Ticari işletme sermayesi

Şirket'in işletme sermayesi hesaplaması yapılırken, operasyonel nakit akışını daha iyi ölçmek adına ticari alacak, stoklar ve ticari borçlardan oluşan ticari işletme sermayesinin kullanılması uygun bulunmuştur. Bu kapsamda son dönemde Şirket'in bu taraftaki gelişimine bakılmış, Şirket Yönetimi'nin de eldeki verileri ile bütçelediği ticari işletme sermayesinin net satışlara oranı olan %10,0 seviyesinin 2023 yılı için alınması uygun bulunmuştur. Sonraki projeksiyon yılları için de bu oran benzer seviyelerde tutularak tahminler gerçekleştirilmiştir.

Tablo 43: Ticari işletme sermayesi projeksiyonu

|                                                        | Birim   | 2020G | 2021G | 2022G | 2023B | 9A<br>2022G | 9A<br>2023G |
|--------------------------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------------|
| Ticari alacaklar / Net satış                           | %       | %9,7  | %6,7  | %10,3 | %11,6 | %6,8        | %12,6       |
| Stoklar / Satışların maliyeti, amortisman hariç        | %       | %20,2 | %11,4 | %9,1  | %8,2  | %11,5       | %8,7        |
| Ticari borçlar / Satışların maliyeti, amortisman hariç | %       | %7,1  | %2,7  | %6,9  | %10,1 | %6,1        | %9,0        |
| Ticari alacaklar                                       | mİn USD | 42,7  | 39,1  | 68,7  | 88,4  | 42,3        | 86,3        |
| Stoklar                                                | mİn USD | 75,4  | 51,8  | 53,3  | 53,3  | 59,6        | 51,7        |
| Ticari borçlar                                         | mİn USD | 26,5  | 12,4  | 40,3  | 65,3  | 31,6        | 53,2        |
| Ticari işletme sermayesi                               | mİn USD | 91,6  | 78,5  | 81,7  | 76,4  | 70,2        | 84,7        |

|                                                        | Birim   | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T |
|--------------------------------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Ticari alacaklar / Net satış                           | %       | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% |
| Stoklar / Satışların maliyeti, amortisman hariç        | %       | 8,2%  | 8,2%  | 8,2%  | 8,2%  | 8,2%  | 8,2%  | 8,2%  |
| Ticari borçlar / Satışların maliyeti, amortisman hariç | %       | 10,1% | 10,1% | 10,1% | 10,1% | 10,1% | 10,1% | 10,1% |
| Ticari alacaklar                                       | mİn USD | 75,8  | 83,6  | 92,7  | 102,4 | 109,5 | 116,9 | 124,6 |
| Stoklar                                                | mİn USD | 43,0  | 47,0  | 51,8  | 57,0  | 60,8  | 64,8  | 68,9  |
| Ticari borçlar                                         | mİn USD | 52,7  | 57,6  | 63,5  | 69,8  | 74,5  | 79,4  | 84,4  |
| Ticari işletme sermayesi                               | mİn USD | 66,1  | 73,0  | 81,0  | 89,5  | 95,8  | 102,3 | 109,1 |

Kaynak: Şirket, ONLÜ &amp; Co analizi

#### 4.2.1.6 Yatırımlar ve amortisman

Şirket'in geçtiğimiz yıllardaki yatırım harcamalarına bakıldığında, artan satışlarını karşılamak, noodle gibi karlı yeni bir ürün geliştirmek, verimlilik artışı ve kalitedeki artışı sağlamak için daha yüksek kalite makine ve ekipman yatırımı yapmak adına ciddi bir yatırım döneminde olduğu görülmektedir. Bu değişim ve dönüşüm kapsamında yapılan yatırımların 2023 yılı sonu itibarıyla devreye girecek 2 makarna hattı ile birlikte sona ereceği Şirket Yönetimi tarafından belirtilmektedir. Önümüzdeki dönemdeki ana strateji, hacimsel büyümeler sebebiyle kapasitenin zorlandığı noktalarda yeni hat yatırımı yapmaktır.

Şirket'in mevcut ürün kapasitesi, hacim projeksiyonlarımıza göre 2028 yılına kadar tüm ürünlerin üretimini karşılamak için yeterlidir. Bununla birlikte 2028 yılında makarna üretimi %100 kapasite kullanım oranına yaklaştığı için makarna üretim kapasitesi bu yılda 40 bin ton/yıl artırılmıştır. Bu yılı takip eden yılda, yine artan kapasite kullanım oranları nedeniyle ihtiyatlı tarafta kalmak adına kapasite yeniden bir hat ile artırılmıştır. Her bir hat için 5 mln USD'lik bir yatırım planlanmıştır. Bunun dışında noodle tarafında kapasite kullanımı giderek artmasına karşılık mevcut kapasitesinin projeksiyon dönemi boyunca altında seyretmektedir.

Projeksiyon dönemi boyunca şirketin buğday kırma kapasitesi 2026 yılında aşılmıştır. Şirket buğday kırma kapasitesini aştığı yıllarda makarna üretiminde kullanılmak üzere fason irmik alımına yönelmiştir. Fason irmik alımının ek maliyeti makarnanın ilk madde ve malzeme giderleri içerisine yansıtılmıştır, ilk madde ve malzeme giderlerini içeren tabloda detaylar mevcuttur. 2024 yılından sonra toplam makarna üretimi içerisinde fason irmik alımının payı %20 seviyelerine ulaştığında yeni bir buğday kırma hattı yatırımı yapılması uygun bulunmuştur. Bu kapsamda 2029 yılı sonunda tamamlanacak şekilde 120 bin tonluk ek değirmen yatırımı yapılacağı tahmin edilmiştir. Yatırımların iki yılda yapılacağı varsayılmış, 8 mln USD tutarında olacağı düşünülen her bir değirmen için 2 yıla yayılmış olarak 4'er mln USD yatırım harcaması öngörülmüştür. Fason irmik üretiminin toplam üretimdeki payı aşağıdaki tabloda mevcuttur.

Şirket rutin bakım ve onarım için yaptığı harcamaları satılan malın maliyeti içerisinde genel üretim giderleri altında takip etmektedir. Projeksiyon döneminde de rutin bakım ve onarım harcamaları bu kalemin altında takip edilmiştir, dolayısıyla ayrıca bakım onarım bazlı bir yatırım harcaması tahmini yapılmamıştır.

Amortisman tarafında yeni varlıklar 20, mevcut varlıklar 15 yıllık olarak amortismanına tabii tutularak bu taraftaki tahminler gerçekleştirilmiştir.

Tablo 44: Kapasite ve kapasite kullanım oranı projeksiyonu

|                                      | Birim       | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T  | 2029T | 2030T |
|--------------------------------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| Toplam yatırım                       | mln USD     | 16    | 0     | 0     | 0     | 0     | 9      | 9     | 0     |
| Buğday kırma kapasitesi              | bin ton/yıl | 837   | 837   | 837   | 837   | 837   | 837    | 837   | 957   |
| Yeni buğday kırma kapasitesi         | mln USD     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 4      | 4     | 0     |
| Toplam buğday kullanım               | bin ton     | 776   | 800   | 826   | 836   | 836   | 836    | 836   | 956   |
| Kapasite kullanım oranı              | %           | 92,7% | 95,6% | 98,7% | 99,9% | 99,9% | 99,9%  | 99,9% | 99,9% |
| Fason irmik alımı                    | bin ton     | 0     | 0     | 0     | 22    | 59    | 84     | 109   | 44    |
| Makarna üretiminde fason irmik oranı | %           | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 4,1%  | 10,4% | 14,3%  | 18,0% | 7,1%  |
| Makarna üretim kapasitesi            | bin ton/yıl | 506   | 586   | 586   | 586   | 586   | 586    | 626   | 666   |
| Kapasite kullanım oranı              | %           | 83,7% | 82,1% | 86,5% | 91,3% | 96,5% | 100,2% | 97,2% | 94,5% |
| Yeni makarna hattı yatırımı          | mln USD     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 5      | 5     | 0     |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ &amp; Co analizi

Tablo 45: Amortisman projeksiyonu

|            | Birim   | 2020G | 2021G | 2022G | 2023T | 9A 2022G | 9A 2023G | 4.Ç 2023T |
|------------|---------|-------|-------|-------|-------|----------|----------|-----------|
| Amortisman | mln USD | 3,0   | 3,5   | 2,4   | 2     | 1,8      | 1,9      | 0,6       |

|                                | Birim   | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T |
|--------------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Amortisman                     | mln USD | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     | 6     | 6     |
| Yeni varlıkların amortismanı   | mln USD | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 1     | 1     |
| Mevcut varlıkların amortismanı | mln USD | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ &amp; Co analizi

#### 4.2.1.7 FAVÖK

FAVÖK hesaplamasında net satışlar, satılan malın maliyeti, operasyonel giderler altındaki pazarlama giderleri ve genel yönetim giderleri ve esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler yer almaktadır. Şirket'in FAVÖK gelişimini incelediğimizde 2020-2023 arasında %41,1'lik bir YBBO yakalayan Şirket'in 2023-2030 yılları arasında %9,3'lük bir YBBO yakalayacağı öngörülmüştür. FAVÖK marjına baktığımızda da yıllar itibarıyla 2022 yılı haricinde yükseliş trendi olduğu gözlemlenmektedir. 2020 yılında %7,0 seviyesinde olan FAVÖK marjının 2023 9 aylık dönemde %11,9 seviyesine arttığını görmekteyiz. 2023 yılının son 3 aylık dönemi için ise marj ihtiyatlı tarafta kalmak adına %10,6 seviyesinde tahmin edilmiştir. 2024 yılından 2030 yılına kadar FAVÖK marjı hafif artışlar ile %15,2 seviyesine gelmektedir. Buradaki artışta özellikle daha yüksek kar marjına sahip yeni ürün segmenti noodle satışlarının toplam satışlar içerisindeki artışı, Uzak Doğu gibi karlılığı daha yüksek pazarlarda yükselen satış ivmesi ve genel olarak hacim artışının getirdiği ölçek ekonomisi etkili olmaktadır.

Tablo 46: FAVÖK

|                         | Birim   | 2020G | 2021G | 2022G | 2023T | 9A<br>2022G | 9A<br>2023G | 4.Ç<br>2023T |
|-------------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------------|--------------|
| Net satışlar            | mİn USD | 441,8 | 586,5 | 667,7 | 761,0 | 516,6       | 534,9       | 226,1        |
| Büyüme                  | %       |       | %32,7 | %13,8 | %14,0 |             | %3,5        |              |
| Satılan malın maliyeti  | mİn USD | 373,2 | 455,0 | 584,7 | 649,0 | 447,9       | 457,3       | 191,7        |
| Büyüme                  | %       |       | %21,9 | %28,5 | %11,0 |             | %2,1        |              |
| Brüt kar                | mİn USD | 68,6  | 131,4 | 83,0  | 112,0 | 68,7        | 77,6        | 34,4         |
| Brüt kar marjı          | %       | %15,5 | %22,4 | %12,4 | %14,7 | %13,3       | %14,5       | %15,2        |
| Genel yönetim giderleri | mİn USD | 5,5   | 6,7   | 3,7   | 2,7   | 4,8         | 2,0         | 0,7          |
| Net satışlara oranı     | %       | %1,2  | %1,1  | %0,6  | %0,4  | %0,9        | %0,4        | %0,3         |
| Pazarlama giderleri     | mİn USD | 32,8  | 75,9  | 69,6  | 46,4  | 53,6        | 33,8        | 12,6         |
| Büyüme                  | %       | %7,4  | %12,9 | %10,4 | %6,1  | %10,4       | %6,3        | %5,6         |
| Diğer gelir/gider net   | mİn USD | 0,8   | 18,0  | 13,5  | 24,5  | 11,9        | 21,7        | 2,8          |
| Büyüme                  | %       | %0,2  | %3,1  | %2,0  | %3,2  | %2,3        | %4,1        | %1,3         |
| FAVÖK                   | mİn USD | 31,1  | 66,8  | 23,2  | 87,4  | 22,2        | 63,5        | 23,9         |
| FAVÖK marjı             | %       | %7,0  | %11,4 | %3,5  | %11,5 | %4,3        | %11,9       | %10,6        |

|                         | Birim   | 2024T   | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T   | 2030T   |
|-------------------------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
| Net satışlar            | mİn USD | 652,2   | 719,1 | 797,6 | 880,7 | 941,9 | 1.005,6 | 1.071,9 |
| Büyüme                  | %       | (14,3%) | 10,3% | 10,9% | 10,4% | 6,9%  | 6,8%    | 6,6%    |
| Satılan malın maliyeti  | mİn USD | 523,2   | 572,2 | 630,7 | 693,6 | 740,1 | 788,5   | 837,8   |
| Büyüme                  | %       | (19,4%) | 9,4%  | 10,2% | 10,0% | 6,7%  | 6,5%    | 6,3%    |
| Brüt kar                | mİn USD | 129,0   | 146,9 | 166,9 | 187,1 | 201,8 | 217,1   | 234,1   |
| Brüt kar marjı          | %       | 19,8%   | 20,4% | 20,9% | 21,2% | 21,4% | 21,6%   | 21,8%   |
| Genel yönetim giderleri | mİn USD | 2,8     | 2,8   | 2,9   | 2,9   | 3,0   | 3,1     | 3,1     |
| Net satışlara oranı     | %       | 0,4%    | 0,4%  | 0,4%  | 0,3%  | 0,3%  | 0,3%    | 0,3%    |
| Pazarlama giderleri     | mİn USD | 48,1    | 50,6  | 53,9  | 57,9  | 61,2  | 64,5    | 67,8    |
| Büyüme                  | %       | 7,4%    | 7,0%  | 6,8%  | 6,6%  | 6,5%  | 6,4%    | 6,3%    |
| Diğer gelir/gider net   | mİn USD | 0,0     | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0     | 0,0     |
| Büyüme                  | %       | 0,0%    | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%  | 0,0%    | 0,0%    |
| FAVÖK                   | mİn USD | 78,1    | 93,5  | 110,1 | 126,3 | 137,6 | 149,6   | 163,1   |
| FAVÖK marjı             | %       | 12,0%   | 13,0% | 13,8% | 14,3% | 14,6% | 14,9%   | 15,2%   |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ &amp; Co analizi

#### 4.2.1.8 Net borç

Net borç hesaplanırken bilançoda bulunan nakit ve nakit benzerleri ve finansal yatırımlar kalemleri nakit olarak, kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, diğer finansal yükümlülükler ve ilişkili taraflara diğer borçlar kalemleri borç olarak değerlendirilmiştir. Bu kapsamda yıllar içerisinde aşağıdaki net borç hesaplanmıştır:

**Tablo 47: Net borç**

| (mln USD)                                        | 2020G       | 2021G       | 2022G        | 9A<br>2023G |
|--------------------------------------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| Nakit ve nakit benzerleri                        | 0,8         | 0,1         | 1,8          | 13,2        |
| Finansal yatırımlar                              | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,5         |
| <b>Nakit</b>                                     | <b>0,8</b>  | <b>0,1</b>  | <b>1,8</b>   | <b>13,7</b> |
| Kısa vadeli borçlanmalar                         | 32,0        | 36,1        | 101,3        | 23,0        |
| Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları | 3,3         | 2,8         | 3,6          | 4,9         |
| Diğer finansal yükümlülükler                     | 0,4         | 0,0         | 0,0          | 0,0         |
| İlişkili taraflara diğer borçlar                 | 1,4         | 0,8         | 2,5          | 9,9         |
| Uzun vadeli borçlanmalar                         | 9,0         | 4,8         | 3,9          | 5,3         |
| <b>Borç</b>                                      | <b>46,1</b> | <b>44,5</b> | <b>111,3</b> | <b>43,2</b> |
| <b>Net borç</b>                                  | <b>45,3</b> | <b>44,4</b> | <b>109,5</b> | <b>29,5</b> |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ & Co analizi

#### 4.2.1.9 Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) hesabı

Şirketin nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") yöntemi kullanılmıştır.

- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin projeksiyon dönemi içerisinde sabit olacağı varsayılmıştır
- Şirket hisseleri henüz işlem görmeye başlamadığından beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- Piyasa risk primi %5,5 olarak kabul edilmiştir
- Borç/(Borç+Özkaynak) oranı hesaplanırken şirket'in 2020, 2021, 2022 ve 2023 9 aylık Borç/(Borç+Özkaynak) oranı dikkate alınmıştır. Bu oran 2020 yılında %32,5, 2021 yılında %39,9, 2022 yılında %62,0 ve 2023 yılı ilk 9 ayında %30,5 olarak hesaplanmıştır. Bu 4 oranın ortalaması %58,8'dir. Şirketin projeksiyon dönemi boyunca Borç/(Borç+Özkaynak) oranının bu seviyede sabit kalması öngörülmüştür.
- 15.07.2023 tarihli ve 32249 sayılı T.C. Resmi Gazete'de yayınlanan 7456 sayılı kanun ile kurumlar vergisi %25'e yükseltilmiştir. Bu bağlamda kurumlar vergisi projeksiyon dönemi boyunca %25 olarak öngörülmüştür.
- Borçlanma maliyeti hesabı şirketin mevcut borçlanma maliyetleri göz önünde bulundurularak tahminlenmiş ve projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranının 2,5 puan üstünde bir maliyet öngörülmüştür.
- Risksiz getiri oranı hesabında son 1 aylık Türkiye Eurobond (19/01/2033) getiri oranı verileri dikkate alınmıştır. Bu bağlamda ortalama getiri %8,0 olarak hesaplanmıştır. İhtiyatlı tarafta kalmak adına modelde risksiz getiri oranı olarak %8,5 olarak hesaplanmıştır.

**Tablo 48: Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti**

|                                         | 2023T        | 2024T        | 2025T        | 2026T        | 2027T        | 2028T        | 2029T        | 2030T        | 2030N        |
|-----------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Beta                                    | 1,0          | 1,0          | 1,0          | 1,0          | 1,0          | 1,0          | 1,0          | 1,0          | 1,0          |
| Piyasa primi                            | %5,5         | %5,5         | %5,5         | %5,5         | %5,5         | %5,5         | %5,5         | %5,5         | %5,5         |
| Risksiz getiri oranı                    | %8,5         | %8,5         | %8,5         | %8,5         | %8,5         | %8,5         | %8,5         | %8,5         | %8,5         |
| <b>Sermaye maliyeti</b>                 | <b>%14,0</b> | <b>%14,0</b> | <b>%14,0</b> | <b>%14,0</b> | <b>%14,0</b> | <b>%14,0</b> | <b>%14,0</b> | <b>%14,0</b> | <b>%14,0</b> |
| Sermaye/(Borç+Sermaye)                  | %58,8        | %58,8        | %58,8        | %58,8        | %58,8        | %58,8        | %58,8        | %58,8        | %58,8        |
| <b>Sermaye payı</b>                     | <b>%8,2</b>  | <b>%8,2</b>  | <b>%8,2</b>  | <b>%8,2</b>  | <b>%8,2</b>  | <b>%8,2</b>  | <b>%8,2</b>  | <b>%8,2</b>  | <b>%8,2</b>  |
| Şirket risk primi                       | %2,5         | %2,5         | %2,5         | %2,5         | %2,5         | %2,5         | %2,5         | %2,5         | %2,5         |
| Borçlanma maliyeti                      | %11,0        | %11,0        | %11,0        | %11,0        | %11,0        | %11,0        | %11,0        | %11,0        | %11,0        |
| Vergi oranı                             | %25,0        | %25,0        | %25,0        | %25,0        | %25,0        | %25,0        | %25,0        | %25,0        | %25,0        |
| <b>Vergi sonrası borçlanma maliyeti</b> | <b>%8,3</b>  | <b>%8,3</b>  | <b>%8,3</b>  | <b>%8,3</b>  | <b>%8,3</b>  | <b>%8,3</b>  | <b>%8,3</b>  | <b>%8,3</b>  | <b>%8,3</b>  |
| Borç/(Borç+Sermaye)                     | %41,2        | %41,2        | %41,2        | %41,2        | %41,2        | %41,2        | %41,2        | %41,2        | %41,2        |
| <b>Vergi sonrası borçlanma oranı</b>    | <b>%3,4</b>  | <b>%3,4</b>  | <b>%3,4</b>  | <b>%3,4</b>  | <b>%3,4</b>  | <b>%3,4</b>  | <b>%3,4</b>  | <b>%3,4</b>  | <b>%3,4</b>  |
| <b>AOSM</b>                             | <b>%11,6</b> | <b>%11,6</b> | <b>%11,6</b> | <b>%11,6</b> | <b>%11,6</b> | <b>%11,6</b> | <b>%11,6</b> | <b>%11,6</b> | <b>%11,6</b> |

Kaynak: ÖNLÜ & Co analizi, Matris

#### 4.2.1.10 İNA değerlendirme sonucu

Değerleme çalışmasında Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler dikkate alınmıştır. Bunların yanı sıra değerlemedeki genel varsayımlar aşağıdaki gibidir:

- Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek Halka Arz İzahnamesi'nde yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,
- Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı,
- Türkiye ve Şirket'in faaliyetlerini etkileyebilecek diğer ülke ekonomilerinde ciddi dalgalanmaların yaşanmayacağı

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

**Tablo 49: İndirgenmiş nakit akımı**

| mİn USD                 | 4.Ç<br>2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | 2028T | 2029T | 2030T | Uç değeri |
|-------------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| Hasılat                 | 226          | 652   | 719   | 798   | 881   | 942   | 1.006 | 1.072 | 1.072     |
| Büyüme                  |              |       | 10,3% | 10,9% | 10,4% | 6,9%  | 6,8%  | 6,6%  | 0,0%      |
| FAVÖK                   | 24           | 78    | 93    | 110   | 126   | 138   | 150   | 163   | 163       |
| FAVÖK marjı             | 10,6%        | 12,0% | 13,0% | 13,8% | 14,3% | 14,6% | 14,9% | 15,2% | 15,2%     |
| Amortisman ve itfa      | 1            | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     | 6     | 6     | 3         |
| FVÖK                    | 23           | 73    | 89    | 105   | 121   | 132   | 144   | 157   | 161       |
| Vergi                   | (6)          | (18)  | (22)  | (26)  | (30)  | (33)  | (36)  | (39)  | (40)      |
| Vergi oranı             | 25,0%        | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0%     |
| Δ TİS                   | 8            | 10    | (7)   | (8)   | (9)   | (6)   | (7)   | (7)   | (7)       |
| Operasyonel nakit akımı | 26           | 70    | 64    | 76    | 87    | 98    | 107   | 117   | 116       |
| Yatırımlar              | -            | -     | -     | -     | -     | (9)   | (9)   | -     | (3)       |
| Şirkete nakit akımları  | 26           | 70    | 64    | 76    | 87    | 89    | 98    | 117   | 114       |
| İndirgeme dönemi        | 0,1          | 0,75  | 1,75  | 2,75  | 3,75  | 4,75  | 5,75  | 6,75  | 0,0       |
| İndirgeme oranı         | 11,6%        | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6% | 11,6%     |
| İndirgeme faktörü       | 0,99         | 0,92  | 0,82  | 0,74  | 0,66  | 0,59  | 0,53  | 0,48  | 0,48      |
| İndirgenmiş nakit akımı | 26           | 65    | 53    | 56    | 58    | 53    | 52    | 56    | 573       |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ & Co analizi

**Tablo 50: İNA sonuçları özeti**

| Açıklama           | Birim   | Değer  |
|--------------------|---------|--------|
| Projeksiyon dönemi | mİn USD | 418    |
| Uç dönem           | mİn USD | 573    |
| Şirket değeri      | mİn USD | 991    |
| Net borç           | mİn USD | (30)   |
| Özkaynak değeri    | mİn USD | 961    |
| 20.12.2023 kuru    | TL/USD  | 29,1   |
| Özkaynak değeri    | mİn TL  | 27.972 |

Kaynak: Şirket, ÜNLÜ &amp; Co analizi

Bulunan özkaynak değeri 20.12.2023 günü TCMB USD/TL döviz alış satış ortalama kuru olan 29,1 ile çarpılarak 27.972 mİn TL'lik bir özkaynak değeri hesaplanmıştır.

#### 4.2.2 Çarpan analizi yöntemi

Çarpan analizi çalışması için hem Türkiye hem yurt dışında faaliyet gösteren şirketler incelenmiştir ve her iki kategoride de ŞD/ Satışlar, ŞD/FAVÖK ve F/K çarpanları hesaplanmıştır. Aşağıda değerlemede kullanılan son 12 ay net satışlar, FAVÖK ve net kar rakamları ve Şirket'in 30.09.2023 itibarıyla net borcu aşağıdaki tabloda mevcuttur. Çarpanlar 20.12.2023 günü gün sonu verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

**Tablo 51: Finansallar**

| SOA Finansallar | Birim  | 9A 2023G<br>mİn TL | SOA mİn TL |
|-----------------|--------|--------------------|------------|
| Net satışlar    | mİn TL | 11.997             | 14.867     |
| FAVÖK           | mİn TL | 1.424              | 1.456      |
| Net Borç        | mİn TL | 809                | 809        |
| Net Kar         | mİn TL | 1.052              | 994        |

Kaynak: Şirket

#### 4.2.2.1 Yurtiçi benzer şirketler ve çarpan yaklaşımı

Türkiye'de halka açık gıda şirketleri arasında holding şirketleri, alt Pazar ve yakın izleme pazarında olan şirketler, halka açıklık oranı %10'un altında olan şirketler elenmiştir.

Çarpan analizinde ŞD/Satışlar, ŞD/FAVÖK ve F/K oranları kullanılmıştır. Bu kapsama giren şirketlerin arasından SOA ŞD/Satışlar çarpanı 0,5x'in altında ve 3x'in üstünde olanlar elenmiş, SOA ŞD/FAVÖK çarpanı 5x'in altında veya 20x'in üstünde olan şirketler ŞD/FAVÖK hesaplamasının dışarısında bırakılırken, SOA F/K çarpanı 10x'in altında ve 30x'in üstünde olan şirketler de F/K çarpanı medyan hesaplamasının dışarısında bırakılmıştır. Dışarıda bırakılan çarpanlar aşağıdaki tabloda üstü çizili bir şekilde takip edilebilir. Bu yaklaşım ile kalan benzer şirketlerin son 12 ay net satış, FAVÖK ve net kar değerleri ile 20.12.2023 tarihindeki kapanış şirket değerleri üzerinden hesaplamalar gerçekleştirilmiştir.

Buna istinaden çıkan medyan ŞD/Satışlar 1,4x, ŞD/FAVÖK SOA için 10,1x, F/K SOA için medyan 16,4x'tir.

Tablo 52: Yurt içi benzer şirketler detayı

| Şirket İsmi                   | Piyasa değeri<br>(milyon USD) | Açıklama                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| A.V.O.D. Kurutulmuş Gıda      | 32                            | A.V.O.D. öncelikli olarak kurutulmuş sebze ve türevlerinin üretimi ve toptan ticareti ile uğraşmaktadır. Ürünleri arasında domates, kırmızı biber, patlıcan, zeytin, kapari, çeşitli biberler, bal ve şifalı bitkiler yer almaktadır. Şirket, Şubat 2014'te sebze ve meyve üreticisi ve toptancısı Banadora Gıda Yaş Meyve Sebze Kozmetik Ürünleri Sanayi ve Ticaret AŞ'de %90 pay almıştır. Şirket 2003 yılında kurulmuştur ve genel merkezi İzmir'de bulunmaktadır.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Dmr Unlu Mamuller Üretim Gıda | 93                            | DMR Unlu Mamuller, 2005 yılında Samandıra/ Sancaktepe'de kurulmuştur. DMR Unlu Mamuller, başlıca simit, poğaç, açma, sandviç, pizza, börek, kruvasan, pasta, kek gibi ürünlerin üretiminin yanı sıra portföyünde otel, restoran, kafe ve marketlere yönelik olarak toptan ve perakende satış kanalları ile tüm müşteri segmentlerine de ulaşmaktadır. 50 + ürün çeşidi, 100.000.000 yıllık üretim kapasitesi (adedi) bulunmaktadır. Toplamda 6.000 metrekarelik fabrikasında dünya standartlarında üretilen ürünlerini dünyanın farklı coğrafyalarına göndermektedir.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Eksun Gıda Tarım              | 147                           | 1996 yılından beri sektörde faaliyetlerini sürdürmekte olan Eksun Gıda 2'si Tekirdağ'da 1'i Konya'da olmak üzere 3 fabrikada üretim yapıyor. Yaklaşık 96 bin metrekare açık ve kapalı alana sahip olan Eksun Gıda, yıllık 600.000 ton buğday kırma kapasitesi, organize dağıtım ağı ve yaklaşık 52.000 ton buğday depolama kapasitesine sahiptir. Eksun Gıda, endüstriyel un segmentinde Sinangil Profesyonel ürün grubu altındaki Ekmeklik, Çeşitlik, Tam Buğday, Gofretlik, Bisküvilik, Kek Un, Lüks Sandviçlik, Tostluk ve Ramazan Pidesi yapımında en çok tercih edilen Pidelik Atbazar markalarıyla üretimine devam ediyor. Gelirlerinin yaklaşık yüzde 25'i ihracattan oluşan Eksun Gıda'nın yıllık ihracat geliri 50 Milyon USD'ye ulaşmaktadır. 30'dan fazla ülkeye ihracat yaparak bu alanda da sektörünün lider firmalarından olan Eksun Gıda'nın Batı Afrika, Endonezya ve Filipinler başlıca ihracat pazarları arasındadır. |
| Elite Naturel Organik Gıda    | 271                           | Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Türkiye'de sebze ve meyve suları üretmekte ve satmaktadır. Çeşitli organik meyve ve sebzelerin yanı sıra diğer gıda maddelerinin meyve suları, posaları, konsantreleri, yarı mamul ve diğer yarı mamul ve mamul formlarını sunmaktadır. Şirket ayrıca çeşitli gazlı, gazsız ve alkolsüz içeceklerin üretiminde de yer almaktadır. Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. 1998 yılında kurulmuştur ve merkezi Ankara, Türkiye'de bulunmaktadır.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Fade Gıda                     | 44                            | Fade Gıda'nın ana faaliyet alanı kurutulmuş domates imalatı ve ihracatı olmakla birlikte, her türlü sebze ve meyve kurutma işlemleri, kurutulmuş veya konserve sebze ve meyvelerin alımı, satımı, işlenmesi, pazarlanması, komisyonculuğu, bayiliği, ihracat ve ithalatı yapılmaktadır. Bununla birlikte fide faaliyetleri de bulunan şirket, aynı zamanda bünyesinde bulundurduğu Novada Menemen AVM ile birlikte AVM işletmeciliği de yürütmektedir. Şirketin aynı zamanda 100% bağlı ortaklığı Hade Fidecilik ile fide üretim faaliyeti yürütülmektedir. Şirket 1995 yılında kurulmuştur ve genel merkezi İzmir'de bulunmaktadır.                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Frigo-Pak Gıda                | 29                            | Frigo-Pak konserve ve dondurulmuş meyve ve sebzeler, gazlı içecekler ve meyve sularının üretim, işleme ve ambalajlaması ile uğraşan bir şirkettir. Ayrıca, meyveli sodalar, aromalı içecekler, enerji içecekleri ve buzlu çay üretmektedir. Şirketin alkolsüz içeceklerinin ve meyve sularının markaları Sunpride, Joyful ve Joy'dur. Konserve gıdalarının arasında biber ürünleri, greyfurt, portakal, erik, kiraz, vişne, çilek, Meksika fasulyesi ve salatalık bulunmaktadır. Dondurulmuş meyve ürünleri üzüm, çilek, vişne, kiraz, portakal, greyfurt ve erik; dondurulmuş sebzeleri ise domates ve biberdir. Şirketin, Bursa İnegöl'de bir imalat fabrikası vardır. Şirket ürünlerini öncelikli olarak İngiltere, Birleşik Devletler, Japonya, Almanya'nın yanı sıra diğer sekiz ülkeye ihraç etmektedir. Şirket 1984 yılında kurulmuştur ve genel merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.                                              |

| Şirket ismi             | Piyasa değeri<br>(mln USD) | Açıklama                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-------------------------|----------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Gökür Gıda              | 259                        | Gökür Gıda meyve ve sebze suyu ve konsantresi sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket'in faaliyet konusu meyve ve sebzelerin bahçelerde üretilmesi, tesislerde meyve suyu konsantresi haline getirilmesi, işlenmesi, depolanması ve nihai tüketici ürünlerinin üretilmesi veya meyve ve sebze suyuna yönelik tüketici ürünleri üreten firmalara hammadde olarak konsantre sağlanarak yurt içinde ve yurt dışında satılmasıdır. Şirket günlük toplam 7.200 ton meyve işleme kapasitesine sahiptir. Şirket'in ana ürün grupları konsantreler, paketli meyve suyu, püre konsantreler ve püreler, sofralık meyve ve sebze ve yenilikçi ürünlerdir. Şirket hali hazırda 10 adet üretim tesisi, 1 adet AR-GE merkezi, 3 adet yurtdışı lojistik merkezi, 1 adet yurtiçi iribat ofisi, 1 adet merkezi yönetim binasında faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirket 1993 yılında kurulmuştur ve genel merkezi Ankara'da bulunmaktadır. |
| Kayseri Şeker Fabrikası | 995                        | Türkiye'nin en büyük çiftçi kooperatiflerden Kayseri Pancar Ekicileri Kooperatifi'nin uluslararası değere sahip markası Kayseri Şeker, 68 yıllık köklü bir geçmişe sahip. Yılda 3 milyonu aşkın şeker pancarı işleyen Kayseri Şeker, üretim ve vergi rekortmenleriyle birlikte istihdamda elde birincilikleri ve ISO 500 sıralamasında ilk 100'de yer alma başarıları ile tarımda ve tarıma dayalı endüstride rol model oluşturuyor, dünyanın birçok bölgesindeki üreticilere, kurulumdan işletmeye kadar 360 derece danışmanlık hizmetleri de veriyor. 80 bin çiftçiyle iş birliği yapan şirketin 3 fabrikası bulunuyor.                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Kerevitaş Gıda          | 227                        | Kerevitaş Gıda'nın faaliyetleri dondurulmuş sebze, meyve, deniz mahsulleri ve et ürünlerinin yanında pizza ve pastalar gibi pişmiş mallardan oluşan çeşitli gıda maddelerinin işlenmesi, satışı, dağıtımı, ithalat ve ihracatını içerir. Şirket ayrıca dondurma üretimi ve pazarlamasına ek olarak kendi ürünlerinin konserve yapılmasını da gerçekleştirmektedir. Şirket yaklaşık 300 ürün sunmaktadır. Ürünleri Türkiye'de yedi bölge ofisi ve 43 bayiden oluşan bir ağı aracılığıyla dağıtılmaktadır. Ürünlerini yurtdışında Superfresh markası altında pazarlamakta ve Avrupa ülkelerine, Japonya, Rusya, Türk Cumhuriyetleri, Orta Doğu ve Uzak Doğu ülkelerine ihraç etmektedir. FFK Fon Finansal Kiralama A.Ş. Şirketin sermayesinde önemli paya sahiptir. Şirket 1970 yılında kurulmuştur ve genel merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.                                                                               |
| Kervan Gıda             | 164                        | Kervan Gıda, Türkiye merkezli bir şeker ve şekerleme ürünleri üreticisidir. Şirket, yumuşak şeker (jelly, licorice ve marshmallow), sakız, sert şeker, draje, çikolata, sürpriz yumurta ve oyuncaklı ürün kategorilerini içeren şekerleme üretimi ve satışı yapmaktadır. Şirket'in Akhisar'da, İstanbul'da ve Polonya'da bulunan toplam 7 üretim tesisinde, toplam 70.000 metrekarelik kapalı alanda 3000'den fazla çalışanı ile yıllık 110.000 ton ürün üretmektedir ve üretim kapasitesinin büyük bir bölümü yumuşak şeker ürünleri oluşturmaktadır. Şirket, doğrudan kontrol edilen 10 ve dolaylı olarak kontrol edilen 10 bağlı ortaklık ile yurtiçi ve yurtdışındaki satış ve pazarlama işlemlerini sürdürmektedir. Şirket 1994 yılında kurulmuştur ve genel merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.                                                                                                                        |
| Konfrut Gıda            | 89                         | Konfrut Gıda meyve suyu konsantreleri ve meyve püresi üretimi ile uğraşan Türkiye merkezli bir şirkettir. Ürün portföyü çeşitli başka meyvelerin yanında elma, şeftali, kiraz, kayısı, çilek, portakal, nar püresi ve bunların konsantrelerinden oluşmaktadır. Şirket, ürünlerinin %60'ını ihraç etmektedir. Doehler Neuenkirchen GmbH, eski adıyla Dinter GmbH'nin bir iştirakidir. Şirket 1991 yılında kurulmuştur ve genel merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Kristal Kola            | 101                        | Kristal Kola 1994 yılında İhlas Holding A.Ş. bünyesinde faaliyete başlamış olup 20 Mart 2014 tarihinden itibaren gruptan ayrılmıştır. Kristal Kola, Türkiye genelinde iki meşrubat bir doğal kaynak suyu ve bir de doğal maden suyu olmak üzere toplam dört adet üretim tesisine sahiptir. Bugün üretimini Balıkesir, Edremit, Sapanca ve Kırkkale'deki tesislerinde yapmaktadır. Toplam 108.634 metrekare yüzölçümündeki tesislerinin 16.436 metrekaresi kapalı alan olarak kullanılmaktadır. Kristal Kola; ISO 9001:2015 Kalite yönetim sistemi ve ISO 22000:2005 Gıda güvenliği ve yönetim sistemi sertifikalarına sahiptir.                                                                                                                                                                                                                                                                                             |

| Şirket İsmi             | Piyasa değeri<br>(mln USD) | Açıklama                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-------------------------|----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Kütahya Şeker Fabrikası | 103                        | Kütahya Şeker pancar şekeri üreticisidir. Şirket'in faaliyetleri; her nevi şeker üretmek, şeker pancarı ile şeker üretilebilecek diğer bitkileri ve tohumlarını üretirmek, şeker ve şeker pancarı münavebesine giren her nevi gıda maddelerini üretmek ve yem üretimini geliştirmektir. Şirket, Kütahya'da 3.850 metrekaresi kapalı olmak üzere toplam 333.397 metrekaare alan üzerinde üretim faaliyetlerini, çalışan 446 personeli ile sürdürmektedir. Şirket, yıllık 45.400 ton pancardan kristal şeker, yıllık 13.600 ton pancardan melas ve yıllık 74.800 ton yaş küspe üretim kapasitesine sahiptir. Şirket, pancar dışında ham şekerden kristal şeker ve melas üretmektedir. Şirket 1953 yılında kurulmuştur ve genel merkezi Kütahya'da bulunmaktadır.                                                                             |
| Merko Gıda              | 26                         | Merko Gıda, meyve ve sebzelerin gıda endüstrisi için ham madde haline getirilmek üzere işlenmesi ile uğraşmaktadır. Domatesi endüstriyel uygulamalar için salça ve küp domates haline getirmek üzere işlemektedir. Karamürsel, Türkiye yakınında soğuk deposu vardır. Şirketin Bursa'da iki, Yalova'da ise bir olmak üzere fabrikaları bulunmaktadır. Şirketin ürünleri dondurulmuş gıdalar, domates salçası ve aseptik küp domates olarak kategorize edilmektedir. Dondurulmuş gıda ürünleri arasında fasulye, brokoli, kabak, bezelye, pırasa, soğan, biber, ıspanak, domates, çilek, erik, portakal parçaları, kayısı, kiraz ve böğürtlen bulunmaktadır. Şirket 1982 yılında kurulmuştur ve genel merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.                                                                                                    |
| Ofis Yem Gıda           | 234                        | 1989 yılında Ankara'da kurulmuş bir hayvan yemi üretim şirkettir. Şirket, modern tesislerinde, yüksek kalitede ve verimlilik odaklı hayvan yemi üretimi yapmaktadır. Ofis Yem, Türkiye'nin dört bir yanındaki çiftçilere hizmet vermektedir. Ürünleri, besi hayvanları, süt hayvanları ve yumurta tavukları için özel olarak tasarlanmıştır. Şirketin ürün portföyünde, karma yemler, rasyon yemler, konsantre yemler, kaba yemler ve yem katkı maddeleri bulunmaktadır. Şirketin 3 fabrikasının toplamda 170 ton/saat kapasitesi vardır. 4. fabrikası Adana'da inşaat halindedir.                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Orçay Ortaköy Çay       | 26                         | Orçay, 1986 yılında Doğu Karadeniz Bölgesi'nde Rize ilinin Güneysu ilçesinde günde 30 ton çay işleme kapasitesi ile kurulmuştur. Orçay 2011 yılında ek fabrika bina inşaatını bitirilmesi ile kapasite artırımına gitmiş ve 2011 ile 2014 yılları arasında yeni ekipman ve makine yatırımları yapmıştır. 2012 yılında ise paketleme bina yatırımı bitirilerek devreye almıştır. Orçay üretim tesislerine 2014 tarihinde yeşil-beyaz çay tesisi yatırımı ile klasik çay ve türevleri üretiminden, daha geniş bir ürün gamına yönelerek bitkisel bazlı çay üretimini de ürün gamına dahil etmiştir.                                                                                                                                                                                                                                          |
| Oylum Sinai Yatırımlar  | 23                         | Oylum Sinai gıda işleme sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket sade ve kremalı bisküviler, gofretler, krakerler, pralinli gofretler ve sakız, reçel, şeker ve helva gibi şekerleme ürünleri üretmekte ve tedarik etmektedir. Şirketin tesisleri Oylum Bisküvi Fabrikası, REHA Şekerleme Fabrikası ve Kayseri Organize Sanayi Bölgesi'ndeki 16.000 metrekaarelik tesisi içermektedir. Şirket, ürünlerini dünya genelinde yaklaşık 20 ülkeye ihraç etmektedir. Şirket 2012 itibarıyla Anadolu Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi ile stratejik ortaklığa girmiştir. Şirket 1969 yılında kurulmuştur ve genel merkezi Kayseri'de bulunmaktadır.                                                                                                                                                                           |
| Penguen Gıda            | 37                         | Penguen Gıda sebze ve meyve konserveleri, domates ve biber salçaları, reçeller, turşular, hazır yemekler, dondurulmuş meyve sebzeler, meyve preparatları ve kurutulmuş meyve şekerleri üretimi ve pazarlaması ile uğraşmaktadır. Ürünlerini Penguen markası altında pazarlamakta ve aynı zamanda Türkiye ve yurtdışındaki mağaza zincirleri için özel etiketli ürünler üretmektedir. Ürünlerini Almanya, Birleşik Devletler, Fransa, Hollanda, İsviçre, Rusya ve İsveç gibi ülkelere ihraç etmektedir. Süpermarket zincirlerinin dışında, Şirket, seçilen ürünleri otel, restoran ve kafeteryalara tedarik etmektedir. Şirket tarıma dayalı gıda sektöründe faaliyet göstermektedir. Satışların %50'si yurt dışında toplamda 35 ülkede gerçekleştirilmektedir. Şirket 1988 yılında kurulmuştur ve genel merkezi İstanbul'da bulunmaktadır. |

| Şirket İsmi            | Piyasa değeri<br>(mln USD) | Açıklama                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|------------------------|----------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Pınar Entegre Et ve Un | 104                        | Pınar Entegre et ve etle ilgili ürünlerin üretimi ile uğraşan bir şirkettir. Ürün portföyü şarküteri, dondurulmuş et ürünleri, dondurulmuş unlu ürünler, dondurulmuş deniz ürünleri ve işlenmemiş etten oluşur. Şirket, üretimde kullandığı et için tüm kesimlerini kendi tesislerinde gerçekleştirmektedir. Şirket, ürünlerini Kuzey Amerika, Afrika, Avrupa, Asya ve Avustralya'ya, Birleşik Devletler, Kanada, Nijerya, Libya, Polonya, Almanya, Fransa, Çin, Japonya ve İran gibi ülkelere ihraç etmektedir. Yasad Birleşik Pazarlama AŞ, Desa Enerji AŞ, Camlı Yem AŞ, Pınar Anadolu Gıda AŞ ve Pınar Foods GmbH gibi iştirakleri vardır. Şirket, Yaşar Grubu'nun bir parçasıdır. Şirket 1985 yılında kurulmuştur ve genel merkezi İzmir'de bulunmaktadır.                                                                                                            |
| Pınar Su               | 101                        | Türkiye'nin ilk ambalajlı su üreticilerinden biri olan Pınar Su, 39 yıldır çeşitli içecekler ve su ürünlerini müşterilerine sunuyor. 39 yıl önce başladı. Türkiye'de ilk kez kaynak suyunu şişeleyerek ambalajlı bir ürün haline getiren Şirket, farklı içecek ürünleriyle sektördeki konumunu güçlendiriyor. 30 ülkeye ihracat yapıyor.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Pınar Süt              | 36                         | Pınar Süt, 1973 yılında Orta Doğu'nun en büyük, Avrupa'nın en gelişmiş tesisi olarak İzmir'de kuruldu. Pınar Süt, başta süt, yoğurt, ayran, peynir, tereyağı, krema gibi süt ve süt ürünleri olmak üzere meyve suyu, puding, ketçap, mayonez, hardal, bal, sos, reçel ve toz çeşitleri de üretiyor. 10 çiftlikle sözleşmeli çalışan Şirket, 20.000'i aşkın süt çift çisini de destekliyor. İzmir, Eskişehir ve Şanlıurfa'daki fabrikalarında yıllık 900 milyon litreyi aşan çiğ süt işleme kapasitesi bulunuyor.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Selva Gıda             | 31                         | Selva Gıda'nın ana faaliyet konusu makarna, makarna sosu, bulgur, mantı, sağlıklı yaşam ürünleri, nişasta, tatlı ve mutfak yardımcılar, karışım unlar ve irmik üretimi ve ihracatı yapmaktır. Şirket, genelleksel makarna haricinde, farklı makarna türleri de üretmektedir. Selva Gıda'nın Konya'da bulunan üretim tesislerinde, 150'den fazla personel çalışmakta ve şirket ürünlerini 80'in üzerinde ülkede satmaktadır. Selva Gıda, Türkiye'nin en büyük makarna üreticilerinden biridir. 2007 yılında kurulan Selva Gıda, İttifak Holding bünyesinde yer almaktadır, genel merkezi Konya'da bulunmaktadır.                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Söke Değirmencilik     | 219                        | Söke Un'un ana faaliyetleri tüketicilere yönelik (B2C) paketli un, tahıl unu, glütensiz un, ekmek unu karışımları, ev dışı tüketim noktaları için profesyonel ürünler (B2B), perakende firmaları ve endüstriyel müşteriler için özel markalı un ve puding üretimi ve satışından oluşmaktadır. Şirket ayrıca un üretim sürecinde meydana çıkan çeşitli talı ürünlerini gıda ve yem sektörüne satmaktadır. Şirket'in ürün portföyünde bu ana ürün gruplarının yanı sıra tahıl unları, glütensiz ürünler, ekmek unu karışımları gibi ürünlerin bulunmaktadır. Şirket, Türkiye'nin iki farklı bölgesinde iki adet üretim tesisine (Aydın-Söke Fabrikası ve Ankara-Sincan Fabrikası) sahiptir. Tesislerin her ikisi de konumları gereği hedef pazarlara erişimde lojistik avantaj sağlamaktadırlar. Şirket 1963 yılında kurulmuştur ve genel merkezi İstanbul'da bulunmaktadır. |
| Tat Gıda               | 159                        | Tat Gıda'nın faaliyet alanı domates ve biber salçaları, soslar (ketçap, mayonez ve diğer soslar), hazır yemekler ve sebzeler, turşular ve domates ürünleri olmak üzere beş ana kategoride toplanabilir. Tat Gıda, faaliyet gösterdiği kategorilerin çoğunda Türkiye'de lider konumunu korurken, markalı ürünlerini 40'a yakın ülkeye de ihraç etmektedir. 1967 yılında Vehbi Koç tarafından "Tat Konserve" adıyla kurulmuştur, genel merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| Tukaş Gıda             | 363                        | Tukaş Gıda'nın ürün portföyü domates ve biber salçası, konserve sebze, reçel, bal, sebze turşuları, soslar, toz ürünler ve tatlılar ve hazır toz içecekler gibi 100'den fazla üründen oluşan ürün çeşidini bir araya getirmektedir. Ayrıca çilek, biber, kayısı ve böğürtlen gibi dondurulmuş meyve ve sebze de üretmektedir. Şirket Manyas, Akhisar, Torbalı ve Bor olmak üzere dört işletme tesisinde faaliyet göstermektedir. Şirket ayrıca ürünlerini Avrupa Birliği ülkeleri, Birleşik Devletler, Avustralya, Japonya, Afrika ve Orta Doğu ülkelerine ihraç etmektedir. Şirket 1962 yılında kurulmuştur ve genel merkezi İzmir'de bulunmaktadır.                                                                                                                                                                                                                      |

| Şirket İsmi   | Piyasa değeri<br>(mln USD) | Açıklama                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|---------------|----------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Ulusoy Un     | 1.007                      | Ulusoy Un'un faaliyet alanı, 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 ticareti yanında lisanslı depoculuk faaliyetidir. Şirket'in Samsun, Tekirdağ, Aydın, Ankara ve Antakya'da olmak üzere toplamda 5 üretim tesisi bulunmaktadır (toplam üretim kapasitesi 4.200 ton/gün). Depoculuk konusunda ise faaliyetlerini halihazırda Çorum, Yozgat ve Kırıkkale'de bulunan depolarıyla yürütmektedir. Ayrıca Aydın ilinde de dördüncü bir deponun yakın zamanda faaliyete geçmesi planlanmaktadır. Şirket 1989 yılında kurulmuştur ve genel merkezi Samsun'da bulunmaktadır.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Ülker Bisküvi | 174                        | Ülker Bisküvi'nin ana faaliyet konusu, her türlü gıda maddeleri imalatı ve bilhassa; bisküvi, gofret, çikolata, kek, çikolata kaplamalı bisküvi v.b. her türlü unlu ve şekerli, kakaolu, fındıklı mamul ve yarı mamullerin ve bu mamul ve yarı mamullerle ilgili tüm ham ve yardımcı maddelerin imali, alımı, satımı, ithalatı ve ihracatıdır. İstanbul'da 4, Mısır ve Suudi Arabistan'da 1'er üretim tesisi işletmektedir. Bisküvi ve kraker alanlarında 330 çeşit ürünle dünyanın dev gıda üreticileri arasında yer almaktadır. Şirket ürünlerini Pötibör, Çizi, Krispi, Haylayf, Mavi Yeşil, Hanımeller, Bebe Bisküvisi, Biskrem, Krim Kraker, Probis, Çokoprens, As Kraker, Başak, İkrâm ve Canpare gibi markalar adı altında sunmaktadır. Başta Orta Doğu, Rusya ve Orta Asya Cumhuriyetleri olmak üzere Avrupa, Afrika ve Amerika'da birçok ülkeye ürün ihraç etmektedir. Şirketin iştirakleri arasında İstanbul Gıda Dış Ticaret AŞ, Atlas Gıda Pazarlama Sanayi ve Ticaret AŞ, Birleşik Dış Ticaret AŞ, Ülker Çikolata Sanayi AŞ, Reform Gıda Pazarlama Sanayi ve Ticaret AŞ ve Sabourne Investments Ltd bulunmaktadır. Şirket 1944 yılında kurulmuştur ve genel merkezi İstanbul'da bulunmaktadır. |
| Yayla Agro    | 515                        | Yayla Agro Gıda, gıda ve bakliyat ürünleri üreticisidir. Şirket, faaliyetlerini 4 ana kategoride sürdürmektedir; çeltik (pirinç hammaddesi), kabuklu mercimek, bulgur ve diğer bakliyat ürünlerinin işlenmesi; pirinç ve bulgur gibi bakliyatın çeşitli süper gıdalar (kinoa, vb.), kurutulmuş domates ve mantar çeşitli doğal gıdalarla karıştırılarak pişirilmeye hazır ürünlerin üretimi; bitkisel protein bazlı bakliyat, bulgur ve pirinç ürünlerinden çorba, pilaki, bulgur ve pirinç pilavları, makarna, hoşaf, baklagil hazır yemeklerin üretimi; buğday, mısır, arpa, pirinç, çeltik, kabuklu mercimek gibi işlenmemiş hububat, tahıl ve bakliyat ürünlerinin satışlarıdır. Yayla Agro, iki üretim tesisinde 500'den fazla personel ile yıllık 34.560 milyon paket imal etmektedir. Şirket, 1996 yılında kurulmuştur ve merkezi İstanbul'da bulunmaktadır.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |

Kaynak: Rasyonet

Tablo 53: Yurt İçi benzer şirket çarpanları

| Şirket İsmi               | SOA         | SOA      | SOA   |
|---------------------------|-------------|----------|-------|
|                           | ŞD/Satışlar | ŞD/FAVÖK | F/K   |
| Avod Gıda                 | 1,3x        | 10,2x    | 10,6x |
| Dmr Unlu Mamuller         | 3,6x        | 25,3x    | 46,3x |
| Eksun Gıda Tarım          | 0,9x        | 8,6x     | 12,7x |
| Elite Naturel             | 9,8x        | 22,5x    | 28,9x |
| Fade Gıda Yatırım         | 5,4x        | 36,9x    | 4,7x  |
| Frigo Pak Gıda            | 1,6x        | 7,8x     | 15,6x |
| Göknur Gıda               | 1,9x        | 7,1x     | 9,5x  |
| Kayseri Şeker Fabrikası   | 2,4x        | 10,4x    | 5,2x  |
| Kereviş Gıda              | 0,5x        | 6,2x     | 7,3x  |
| Kervan Gıda Sanayi        | 1,0x        | 7,9x     | 16,4x |
| Konfurt Gıda              | 2,4x        | 28,4x    | 33,2x |
| Kristal Kola              | 1,0x        | 4,6x     | 11,7x |
| Kütahya Şeker Fabrikası   | 2,8x        | 10,3x    | 6,1x  |
| Merko Gıda                | 1,1x        | 6,7x     | a.d.  |
| Ofis Yem Gıda             | 0,9x        | 13,4x    | 19,7x |
| Orçay Ortaköy Çay         | 2,1x        | 7,2x     | 10,6x |
| Oylum Sınai Yatırımlar    | 1,5x        | 6,6x     | 5,7x  |
| Penguen Gıda              | 1,4x        | 13,8x    | 21,5x |
| Pınar Entegre Et Ve Un    | 1,0x        | 10,7x    | 9,0x  |
| Pınar Su Ve İçecek        | 1,5x        | 11,9x    | a.d.  |
| Pınar Süt                 | 0,7x        | 10,1x    | 9,3x  |
| Selva Gıda Sanayi         | 1,2x        | 12,7x    | 10,5x |
| Söke Değirmencilik Sanayi | 1,7x        | 17,7x    | 18,0x |
| Tat Gıda                  | 1,6x        | 8,4x     | 18,2x |
| Tukaş                     | 2,0x        | 7,7x     | 7,4x  |
| Ulusoy Un                 | 1,2x        | 4,9x     | 17,3x |
| Ülker                     | 0,3x        | 4,6x     | a.d.  |
| Yayla Agro Gıda           | 1,4x        | 11,4x    | 9,2x  |
| Medyan                    | 1,4x        | 10,1x    | 16,4x |

Kaynak: Rasyonet

#### 4.2.2.2 Yurt dışı benzer şirketler ve Çarpan yaklaşımı

Yurt dışında farklı coğrafyalarda Oba Makarna ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin 30.09.2022 tarihinde sona eren son 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri net satışlar, FAVÖK ve net kar kullanılarak  $\text{\$/Satışlar}$ ,  $\text{\$/FAVÖK}$  ve  $\text{F/K}$  çarpanlarına ulaşılmıştır. Benzer şirketlerin arasından  $\text{\$/Satışlar}$  çarpanlarında çarpanı 0,5x ile 3,0x arasında olmayan şirketler dışarıda bırakılmıştır. SOA  $\text{\$/FAVÖK}$  çarpanı 5x'in altında veya 20x'in üstünde olan şirketler  $\text{\$/FAVÖK}$  hesaplamasının dışarısında bırakılırken SOA  $\text{F/K}$  çarpanı 10x'in altında ve 30x'in üstünde olan şirketler ise  $\text{F/K}$  çarpanı medyan hesaplamasının dışarısında bırakılmıştır.

Bu kriterlere uyan şirketler için medyan  $\text{\$/Satışlar}$  1,2x medyan  $\text{\$/FAVÖK}$  10,3x ve medyan  $\text{F/K}$  15,3x olarak hesaplanmıştır.

**Tablo 54: Yurt dışı benzer şirketler**

| Şirket ismi                                      | Piyasa değeri<br>(mln USD) | Açıklama                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|--------------------------------------------------|----------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Agthia Group PJSC<br>(Birleşik Arap Emirlikleri) | 1.084                      | Agthia Group PJSC, gıda ve içecek ürünlerinin üretimi ve dağıtımı ile ilgilenmektedir. Agri Business Division (ABD) ve Consumer Business Division (CBD) aracılığıyla faaliyet göstermektedir. ABD, un ve hayvan yemi üretimi ve dağıtımına odaklanmaktadır. CBD ise su, içecek, meyve suları, süt ve ticaret ürünleri, domates ve biber salçası, meyve konsantresi, dondurulmuş sebzeler, işlenmiş protein ürünleri, hurma, tatlılar, baklava, unlu mamuller, atıştırmalıklar, kuruyemiş ve kahve üretmektedir. Şirket 2004 yılında kurulmuştur ve merkezi Abu Dabi, Birleşik Arap Emirlikleri'nde bulunmaktadır. |
| Alexandria Flour Mills Co.<br>(Mısır)            | 26                         | Alexandria Flour Mills and Bakeries Co SAE, tahıl ve ikamelerinin üretimi, ticareti, ithalat ve ihracatı, depolanması, fümigasyonu ve bakımı, paketlenmesi, işlenmesi ve dağıtımı ile uğraşan Mısır merkezli bir şirkettir. Şirketin ürünleri arasında unlu mamuller, makarna, reçel, tatlı, tahin, bisküvi ve diğer gıda maddeleri bulunmaktadır. Şirket ayrıca tenekeli baskı, ambalaj tenekesi, yem ve bileşenleri ve maya üretimi, dondurma ve soğutma faaliyetleri ve ambalaj malzemeleri de gerçekleştirmektedir.                                                                                           |
| B&G Foods, Inc.<br>(ABD)                         | 865                        | B&G Foods, Inc. ABD, Kanada ve Porto Riko'da dayanaklı dondurulmuş gıda ve ev ürünleri üretimi, satışı ve dağıtımı yapan bir holding şirkettir. Ürünleri arasında dondurulmuş ve konserve sebzeler, sıcak tahıllar, meyve ezemeleri, konserve et ve fasulye, baharatlar, çeşniler, acı soslar ve şarap sirkesi bulunmaktadır. Markaları arasında Back to Nature, Bear Creek, Cream of Wheat, Green Giant, Mrs. Dash ve Ortega bulunmaktadır. Şirket 1889 yılında kurulmuştur ve merkezi Parsippany, NJ'de bulunmaktadır.                                                                                          |
| B.F. S.p.A.<br>(İtalya)                          | 816                        | BF SpA, eski adıyla B.F. Holding SpA, tarımsal faaliyetler sağlayan İtalya merkezli bir şirkettir. Şirket, pirinç, durum buğdayı, mısır ve arpa, mısır, sert buğday ve yumuşak buğday, şeker pancarı, tıbbi bitki, ayçiçeği, soya fasulyesi, sebze, ot ve meyve, elma, armut, karpuz, kavun, domates, patates, fasulye, rezene, çarkıfelek ve melisa gibi bir dizi gıda ürünü yetiştirmek ve geliştirmektedir. Şirket yaklaşık 5.500 hektarlık bir alanı yönetmektedir.                                                                                                                                           |
| Bambino Agro Industries Limited<br>(Hindistan)   | 41                         | 1982'de kurulan Bambino Agro Industries Limited, Durum buğday irmiğinden (suzi/rawa) yapılan Güney Doğu Asya'daki en büyük erişte üreticisidir. Hızlı Tüketim Ürünleri alanında faaliyet gösteren çeşitlendirilmiş Bambino Grubu'nun bir parçasıdır. Güney Hindistan'da 1982'den beri erişte ürünleri üreten Bambino, daha sonra çok kısa bir süre içinde geniş Erişte, Makarna, Atıştırmalıklar, Tatlılar ve Baharatlar yelpazesıyla üretim devam ediyor.                                                                                                                                                        |

| Şirket İsmi                    | Piyasa değeri<br>(mln USD) | Açıklama                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|--------------------------------|----------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Bunge Limited<br>(İsviçre)     | 15.300                     | Bunge Ltd. bir holdingdir. Tarımsal emtia tedariki ve nakliyesi ile uğraşmaktadır. Faaliyet alanları sırasıyla şunlardır: Tarımsal ticaret, rafine ve özel yağlar, değirmencilik ve şeker ve biyoenerji. Tarımsal işletme bölümü, tarımsal emtia ve emtia ürünlerinin satın alınması, depolanması, taşınması, işlenmesi ve satışı ile ilgilienmektedir. Rafine ve Özel Yağlar bölümü, bitkisel yağlardan elde edilen ürünlerin işlenmesi, üretimi ve pazarlanmasıyla ilgilidir. Değirmencilik bölümü, temel olarak buğday ve mısırdan elde edilen ürünlerin işlenmesi, üretimi ve pazarlanmasından oluşmaktadır. Şeker ve Biyoenerji bölümü, şeker kamışından elde edilen şeker ve etanolün yanı sıra şeker ve etanol üretim sürecinden elde edilen enerjinin üretimi ve pazarlanmasını içerir. Şirket 1818 yılında Johann Peter Gottlieb Bunge tarafından kurulmuştur ve merkezi St. Louis'tedir.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Campbell Soup Company<br>(ABD) | 13.239                     | Campbell Soup Co. yiyecek ve içecek ürünleri üretimi ve pazarlaması işiyle uğraşmaktadır. Yemekler ve içecekler ve atıştırmalıklar alanları altında faaliyet göstermektedir. Yemekler ve içecekler alanı, perakende ve gıda hizmetlerinde çorba, yemek ve içecek ürünlerini içerir. Atıştırmalıklar alanı ise kurabiye, kraker, unlu mamuller ve dondurulmuş ürünler sunmaktadır. Şirket 1869 yılında Joseph Campbell ve Abraham Anderson tarafından kurulmuştur ve merkezi Camden, NJ'de bulunmaktadır.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Ebro Foods SA<br>(İspanya)     | 2.625                      | Ebro Foods SA, her türlü gıda ve diyet ürünlerinin üretimi, işlenmesi, pazarlanması, araştırılması, ithalatı ve ihracatı ile uğraşmaktadır. Pirinç işletmesi ve diğerleri alanlarında faaliyet göstermektedir. Firmanın ürünleri arasında pirinç, makarna, tahıllar ve diyet ürünleri bulunmaktadır. Şirket 2000 yılında kurulmuştur ve merkezi Madrid, İspanya'dadır.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| General Mills, Inc.<br>(ABD)   | 38.550                     | General Mills, Inc. perakende mağazalar aracılığıyla satılan markalı tüketici gıdalarının üretimi ve pazarlamasıyla uğraşmaktadır. Ürün kategorileri arasında atıştırmalıklar, yemeye hazır tahıl, hazır yemekler, evcil hayvan maması, soğutulmuş ve dondurulmuş hamur, pişirme karışımları ve malzemeleri, yoğurt ve dondurma bulunmaktadır. Faaliyet alanları sırasıyla şunlardır: North America Retail, International, Pet, and North America Foodservice. North America Retail alanı marketler, toplu satış mağazaları, üyelik mağazaları, doğal gıda zincirleri, ilaç ve indirim zincirleri, marketler ve e-ticaret market sağlayıcılarını içerir. International alanı, ABD ve Kanada dışındaki perakende ve gıda hizmeti işlerini ifade eder. Pet alanı, ulusal evcil hayvan süpermarket zincirleri, e-ticaret perakendecileri, marketler, bölgesel evcil hayvan mağaza zincirleri, toplu satış mağazaları ve veteriner klinikleri ve hastanelerinde satılan evcil hayvan maması ürünlerini içerir. North America Foodservice alanı, yemeye hazır tahıllar, atıştırmalıklar, soğutulmuş yoğurt, dondurulmuş yemekler, pişmemiş ve tam pişmiş dondurulmuş hamur ürünleri, fırın karışımları ve fırın unu sunmaktadır. Şirket, 20 Haziran 1928 tarihinde Cadwallader C. Washburn tarafından kurulmuştur ve merkezi Minneapolis, MN'dedir. |
| Gruma SAB de CV<br>(Meksika)   | 6.692                      | Gruma SAB de CV, mısır unu, tortilla üretimi için hammadde ve diğer mısır bazlı ürünlerin üretimi ve satışı ile uğraşmaktadır. Faaliyet alanları sırasıyla şunlardır: Mısır unu ve paketlenmiş tortilla (ABD), mısır unu (Meksika), mısır unu ve paketlenmiş tortilla ve diğer (Avrupa) ve diğer. Mısır unu ve paketlenmiş tortilla (ABD) bölümü, farklı tortilla ve tortilla cipsi ürünlerinin üretiminde ve dağıtımında kullanılan mısır unu çeşitlerini üretmekte ve dağıtmaktadır. Mısır unu (Meksika) bölümü, Meksika'da Maseca markası altında mısır unu üretimi ve ticarileştirilmesi faaliyetlerini yürütmektedir. Mısır unu ve paketlenmiş tortilla ve diğer (Avrupa) bölümü, Avrupa'da farklı tortilla, yassı ekmek, irmik ve aynı kategorideki diğer ürünlerin üretiminde kullanılan un çeşitlerinin üretimini ve dağıtımını yapmaktadır. Diğer bölümü, un ve tortilla üretim ekipmanlarıyla ilgili araştırma ve geliştirme yapan, mısır unu ve tortilla üretimi için makine üreten ve şirketin mısır unu üretim tesislerinin inşasıyla ilgilinen teknoloji ve ekipmanı temsil etmektedir. Şirket, Roberto González Barrera ve Roberto M. González Gutiérrez tarafından 3 Mayıs 1949 tarihinde kurulmuştur ve merkezi San Pedro Garza Garcia, Meksika'dadır.                                                                        |

| Şirket ismi                                                       | Piyasa değeri<br>(mln USD) | Açıklama                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-------------------------------------------------------------------|----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Honeywell Flour Mills Plc<br>(Nijerya)                            | 32                         | Honeywell Flour Mills Plc (HFMP) Nijerya'da önemli bir un değirmeni şirketidir. HFMP yıllar içinde un ve diğer buğday bazlı ürünlerin öğütülmesi, işlenmesi ve paketlenmesinde kendisini pazar lideri olarak konumlandırmıştır. Şirket un, irmik, tam buğday unu, erişte gibi buğday bazlı ürünlerin üretim ve pazarlamasını yapmaktadır. Şirket, Apapa, Ikeja ve Sagamu'da bulunan üç fabrika aracılığıyla faaliyet göstermektedir.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Lancaster Colony Corporation<br>(ABD)                             | 4.715                      | Lancaster Colony Corp. özel gıda ürünlerinin üretimi ve satışı ile uğraşmaktadır. Perakende ve gıda hizmeti alanında faaliyet göstermektedir. Faaliyet alanların her ikisi de New York BRAND Bakery, Sister Schubert's, Marzetti Frozen Pasta ve Flatout markaları altında dondurulmuş ekmekler, soğutulmuş soslar, dip soslar ve rafa dayanıklı soslar ve kruton üretmektedir. Şirket 1961 yılında kurulmuştur ve merkezi Westerville, OH'dedir.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| M. Dias Branco SA Industria e Comercio de Alimentos<br>(Brezilya) | 2.661                      | M. Dias Branco SA Industria e Comercio de Alimentos, gıda ürünleri üretimi ve ticareti ile uğraşmaktadır. Firma kurabiye, makarna, buğday unu ve kepeği, kek karışımları, margarin ve sebze yağı, kekler ve atıştırmalıklar sunmaktadır. Markaları arasında Fortaleza, ADRIA, Richester, PILAR, Isabela, VITARELLA, Zaber, Amorela, BASILAR, Pelaggio, Estrela, Salsitos, Puro Sabor, Medalha de Ouro, Bonsabor, Adorita, Predilieto ve finna bulunmaktadır. Şirket, Francisco Ivens de Sá Dias Branco ve Manuel Dias Branco tarafından 21 Mayıs 1951 tarihinde kurulmuştur ve merkezi Brezilya, Eusébio'dadır.                                                                                                                                                                                  |
| Malayan Flour Mills Bhd.<br>(Malezya)                             | 143                        | Malayan Flour Mills Bhd. un değirmenciliği sektöründe faaliyet göstermektedir. Faaliyet gösterdiği alanlar sırasıyla şunlardır: Un ve tahıl ticareti, kümes hayvanları ticareti ve diğerleri. Un ve tahıl ticareti, buğday unu öğütme ve satma ile tahıl ve diğer yardımcı ürünlerin ticaretine odaklanmaktadır. Kümes hayvanları ticareti, hayvan yemi üretimi ve satışı; kümes hayvanı ürünlerinin işlenmesi ve satışı; kümes hayvanı yetiştirme çiftliği; günlük civciv yetiştirme ve satışı ve sözleşmeli çiftçilik faaliyetlerini içermektedir. Diğer bölümü ise su yemleri, şarta bağlı bedel alacağının yeniden ölçümü ve kar garanti ödemesi karşılığını içermektedir. Şirket, 24 Haziran 1961 tarihinde David L. F. Sung tarafından kurulmuştur ve merkezi Kuala Lumpur, Malezya'dadır. |
| Monde Nissin Corp.<br>(Filipinler)                                | 2.576                      | Monde Nissin Corporation, Lucky Me!, SkyFlakes, Fita, M.Y. San Grahams ve Nissin dahil olmak üzere hazır erişte, bisküvi, unlu mamuller, mutfak yardımcıları ve alternatif et ürünleri kategorilerinde marka portföyüne sahip bir Filipin gıda ve içecek şirketidir. Monde Nissin ayrıca alternatif et ürünlerini dünya çapında Quorn Foods ve Quorn markası altında satmaktadır. Monde Nissin, 2000 yılından bu yana brüt gelirlerine göre Filipinler'deki ilk 50 şirket arasında sürekli olarak yer almaktadır.                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| NIPPON Corporation<br>(Japonya)                                   | 1.272                      | NIPPON Corp. un değirmenciliği sektöründe faaliyet göstermektedir. Faaliyetlerini yürüttüğü alanlar şunlardır: Un değirmenciliği, gıda ve diğerleri. Un değirmenciliği alanında buğday unu ve buğday kepeği üretimi ve pazarlaması yapılmakta, ayrıca depolama ve liman taşımacılığı hizmetleri sunulmaktadır. Gıda alanında ev kullanımı için buğday unu, hazır karışımlar, dondurulmuş gıda bileşenleri, dondurulmuş işlenmiş gıdalar, kutulu öğle yemekleri ve şarküteri ürünleri, kaplama karışımları ve makarna ürünleri üretilmektedir. Diğerleri alanında ise evcil hayvan gıdaları, sağlıklı gıda ürünleri ve mühendislik hizmetleri sunmaktadır. Şirket 26 Eylül 1896 tarihinde kurulmuştur ve merkezi Tokyo, Japonya'dadır.                                                            |
| Nisshin Seifun Group Inc.<br>(Japonya)                            | 4.242                      | Nisshin Seifun Group, Inc. grup şirketlerinin yönetimiyle ilgilenen bir holding şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Faaliyet gösterdiği alanlar şunlardır: un değirmenciliği, gıda ürünleri, yemek ve garnitür ve diğerleri. Un değirmenciliği alanında buğday unu ve kepek ürünleri sunmaktadır. Gıda ürünleri alanı hazır karışımlar, tüketici kullanımı için buğday unu, makarna, dondurulmuş ve soğutulmuş gıdalar, finncılık ve şekerleme malzemeleri sağlamaktadır. Yemek ve garnitür alanı bento, garnitür ve pişmiş pirinç gibi hazır gıdaları içerir. Diğerleri alanında ise evcil hayvan maması, ağılar, mühendislik, kargo elleçleme ve depolama işlerini yürütmektedir. Şirket Teiichiro Shoda tarafından Ekim 1900'de kurulmuştur ve merkezi Tokyo, Japonya'dadır.              |

| Şirket İsmi                                     | Piyasa değeri<br>(mln USD) | Açıklama                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-------------------------------------------------|----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Nissin Foods Holdings Co., Ltd.<br>(Japonya)    | 10.705                     | Nissin Foods Holdings Co., Ltd. gıda üretimi içinde olan grup şirketlerinin yönetimiyle ilgilenmektedir. Faaliyet gösterdiği şirketler şunlardır: Nissin Food Products, Myojo Foods, Chilled and Frozen Foods, The Americas, China ve diğer. Nissin Food Products, Myojo Foods, The Americas ve China segmentleri bardak ve poşet tipi hazır erişte ve işlenmiş gıda ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Chilled and Frozen Foods segmenti soğutulmuş ve dondurulmuş gıda ürünleri sunmaktadır. Diğerleri alanında şekerlemeler, içecekler, gıda hizmetleri ve Avrupa ve Asya bölgesindeki işletmeleri içerir. Şirket, Momofuku Ando tarafından 4 Eylül 1948 tarihinde kurulmuştur ve gene merkezi Tokyo, Japonya'dadır.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Nitto Fuji Flour Milling Co., Ltd.<br>(Japonya) | 308                        | Nitto Fuji Flour Milling Co., Ltd. buğday unu ve kepek üretimi ve satışı yapmaktadır. Faaliyet gösterdiği alanlar sırasıyla şunlardır: Değirmencilik ve gıda, restoran ve ulaşım. Değirmencilik ve gıda bölümü un, buğday ve toz gıda ürünleri sunmaktadır. Restoran bölümü, bağlı ortaklığı aracılığıyla Kentucky Fried Chicken (KFC) franchise'ları işletmektedir. Taşımacılık bölümü ise buğday ve hammadde taşımacılığı yapmaktadır. Şirket 25 Mart 1914 tarihinde kurulmuştur ve merkezi Tokyo, Japonya'dadır.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Nongshim Co., Ltd.<br>(Güney Kore)              | 1.812                      | Nongshim Co., Ltd. gıda ürünleri üretmektedir. Ürünleri arasında hazır erişte, atıştırmalıklar, hazır piring ve içecekler bulunmaktadır. Şirket 18 Eylül 1965 tarihinde kurulmuştur ve merkezi Seul, Güney Kore'dedir.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Oman Flour Mills<br>(Umman)                     | 205                        | Oman Flour Mills Co. SAOG, 1977 yılında faaliyetlerine Umman'da başlamıştır. Günde 150 metrik ton buğday unu ve yan ürünleri öğütme kapasitesine sahiptir. Şirket un öğütme kapasitesini yıllar içinde kademeli olarak artırmış ve bugün günlük 800 ton kapasiteye ulaşmıştır. 1983 yılında şirket, günde 300 ton öğütme kapasitesine sahip bir hayvan yemi değirmeni kurmuştur. Bugün şirket, hayvan yemi için günde 1500 ton kapasiteye sahiptir.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| PT Indofood CBP Sukses<br>Makmur<br>(Endonezya) | 7.958                      | PT Indofood CBP Sukses Makmur Tbk, tüketici markalı ürünlerin tedariki ile ilgilenmektedir. Faaliyet alanları sırasıyla şunlardır: Erişteler, süt ürünleri, gıda çeşnileri, atıştırmalıklar, özel gıdalar ve içecekler. Erişte bölümü hazır torba noodle, fincan noodle, yumurtalı noodle ve erişte üretimi ve pazarlamasına odaklanmaktadır. Süt ürünleri bölümü tatlandırılmış yoğunlaştırılmış süt, krema, sıvı ve toz süt, dondurma ve tereyağı gibi süt ürünlerinin ticaretini içermektedir. Gıda çeşnileri bölümü soya sosu, acı biber sosu, domates sosu, hazır baharat ve likör şurubu gibi mutfak ürünlerinin pazarlanmasıyla ilgilenmektedir. Atıştırmalıklar bölümü batılı ve çağdaşlaştırılmış geleneksel atıştırmalıklar sunmaktadır. Özel gıdalar bölümü bebekler, çocuklar ve yetişkinler için tahıl, atıştırmalık ve bisküvi; hamileler ve emziren anneler için süt ürünleri sunmaktadır. İçecekler alanı, içmeye hazır çay ve kahve, gazlı alkolsüz içecekler, meyve suyu içecekleri ve ambalajlı su sunmaktadır. Şirket 1982 yılında kurulmuştur ve merkezi Jakarta, Endonezya'dadır. |
| Samyang Foods Co., Ltd<br>(Güney Kore)          | 1.246                      | Samyang Foods Co., Ltd. erişte, makarna ve benzeri gıda ürünlerinin üretimi ve satışı ile faaliyet göstermektedir. Faaliyetlerini yürüttüğü alanlar şunlardır: Gıda üretimi ve satışı, insan gücü ve diğerleri. Gıda üretim ve satış bölümü erişte, atıştırmalık, baharat ve süt ürünleri sağlamaktadır.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| TreeHouse Foods, Inc.<br>(ABD)                  | 2.343                      | TreeHouse Foods, Inc. Kuzey Amerika'da özel etiketli paketlenmiş gıda ve içecek üretimi ve dağıtımını yapmaktadır. Ürün portföyü, paketlenmiş, soğutulmuş, dondurulmuş ve taze şekillerde olan atıştırmalık, içecek ve yemek hazırlama ürünlerini içerir. Faaliyet alanları sırasıyla şunlardır: Yemek hazırlama, atıştırmalık ve içecekler. Yemek hazırlama bölümü aseptik peynir ve puding, fırınlama ve karışım tozları, sıcak tahıllar, reçeller, konserveler ve jöleler, sıvı ve toz süt içermeyen krema, makarna ve peynir, mayonez, barbekü ve diğer soslar, makarna, turşu ve ilgili ürünler, toz çorbalar ve et suları, soslar, soğutulmuş hamur, tek servislik sıcak içecekler, tava yemekleri ve sofraya aromalı şuruplar satmaktadır. Atıştırmalık ve içecek bölümü et suları, şekerlemeler, kurabiyeler, gofretler, krakerler, unlu mamuller, toz içecekler, çubuk krakerler, hazır kahve, waffle, krep, özel çaylar ve tatlandırıcılar satmaktadır.                                                                                                                                       |

Kaynak: Factset

Tablo 55: Yurt dışı benzer şirketlerin çarpanları

| Şirket İsmi                | SOA         | SOA      | SOA    |
|----------------------------|-------------|----------|--------|
|                            | ŞD/Satışlar | ŞD/FAVÖK | F/K    |
| Agthia Group PJSC          | 1,2x        | 8,9x     | 15,0x  |
| Alexandria Flour Mills Co. | 2,4x        | n.a.     | 18,4x  |
| B&G Foods, Inc.            | 1,4x        | 7,6x     | a.d.   |
| B.F. S.p.A.                | 1,1x        | 211,0x   | 129,6x |
| Bambino Agro Industries    | 1,2x        | 17,1x    | 32,1x  |
| Bunge Global SA            | 0,3x        | 6,7x     | 7,5x   |
| Campbell Soup Company      | 1,9x        | 10,3x    | 16,0x  |
| Ebro Foods SA              | 1,0x        | 8,4x     | 14,8x  |
| General Mills, Inc.        | 2,5x        | 12,5x    | 15,3x  |
| Gruma SAB de CV Class B    | 1,2x        | 7,7x     | 15,5x  |
| Honeywell Flour Mills Plc  | 0,6x        | 12,2x    | a.d.   |
| Lancaster Colony           | 2,4x        | 19,6x    | 38,5x  |
| M. Dias Branco SA          | 1,3x        | 23,6x    | 23,1x  |
| Malayan Flour Mills Bhd.   | 0,4x        | 11,0x    | 8,4x   |
| Monde Nissin Corp.         | 1,8x        | 12,1x    | a.d.   |
| NIPPON Corporation         | 0,5x        | 7,5x     | 12,7x  |
| Nisshin Seifun Group Inc.  | 0,7x        | 8,5x     | 12,2x  |
| Nissin Foods Holdings      | 2,0x        | 15,9x    | 24,5x  |
| Nitto Fuji Flour Milling   | 0,5x        | 5,5x     | 11,6x  |
| Nongshim Co., Ltd.         | 0,5x        | 5,1x     | 13,4x  |
| Oman Flour Mills           | 1,1x        | 14,3x    | 75,1x  |
| PT Indofood                | 2,5x        | 10,3x    | 14,4x  |
| Samyang Foods              | 1,6x        | 11,0x    | 17,2x  |
| TreeHouse Foods, Inc.      | 1,1x        | 10,0x    | 23,8x  |
| Medyan                     | 1,2x        | 10,3x    | 15,3x  |

Kaynak: Factset

### Çarpan analizi sonuçları

Yurt içi ve yurt dışı şirketlerden gelen özkaynak değerleri eşit ağırlıklandırılarak çarpanlardan gelen değer hesaplanmıştır. Yurt içi ve yurt dışı içerisinde ŞD/Satışlar, ŞD/FAVÖK ve F/K çarpanları eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

**Tablo 56: Çarpan analizi sonuçları**

| Çarpanlar                          | Birim | ŞD/Satışlar | ŞD/FAVÖK | F/K   |
|------------------------------------|-------|-------------|----------|-------|
| Grup 1 (Yurt içi gıda şirketleri)  | x     | 1,4x        | 10,1x    | 16,4x |
| Grup 2 (Yurt dışı gıda şirketleri) | x     | 1,2x        | 10,3x    | 15,3x |

| Çarpan analizi          | Birim            | Özkaynak değeri | Ağırlıklandırma | Ağırlıklandırılmış özkaynak değeri |
|-------------------------|------------------|-----------------|-----------------|------------------------------------|
| Grup 1 (Yurt içi gıda)  | milyon TL        | 16.756          | %50,0           | 8.378                              |
| Grup 2 (Yurt dışı gıda) | milyon TL        | 15.604          | %50,0           | 7.802                              |
| <b>Toplam</b>           | <b>milyon TL</b> |                 |                 | <b>16.180</b>                      |

Kaynak: Factset, Rasyonet, ONLÜ & Co analizi

## 5 Sonuçlar ve görüş

Yukarıda açıklanan yöntemler doğrultusunda Oba Makarna için belirlenen değer sonuçları aşağıdaki tabloda verilmektedir. Yeni hat yatırımları, yeni kurmuş olduğu yurtiçi ve yurtdışı bağlantıları ile yeni noodle işinin barındırdığı katma değer göz önüne alındığında, Şirket'in yüksek büyüme potansiyelini daha iyi yansıttığına inandığımız INA değerine temkinli tarafta kalmak adına %40, Çarpan Analizinden çıkan değere %60 oranında ağırlık verilerek nihai değer hesaplaması gerçekleştirilmiştir. Çarpan analizinin içinde ise Şirket'in mevcut performansının baz alındığı yurtiçi ve yurtdışı benzer şirket analizi eşit ağırlıklandırılmıştır.

### Değerleme yöntemleri sonuçları:

İndirgenmiş nakit akımı yöntemi ile özkaynak değeri 27.972 mln TL olarak, Çarpan yöntemi ile özkaynak değeri ise 16.180 mln TL olarak bulunmuştur. Yukarıda belirtilen ağırlıklarla Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri 20.897 mln TL bulunmuştur. Birim Pay Değeri 51,32 TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %23,5 halka arz iskontosu uygulanarak Halka Arz Fiyatı 39,24 TL olarak belirlenmiştir.

**Tablo 57: Özkaynak değeri hesaplaması**

|                                  | Birim  | Özkaynak değeri | Ağırlıklandırma | Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri |
|----------------------------------|--------|-----------------|-----------------|------------------------------------|
| INA                              | mln TL | 27.972          | 40,0%           | 11.189                             |
| Çarpan                           | mln TL | 16.180          | 60,0%           | 9.708                              |
| Halka arz öncesi özkaynak değeri | mln TL |                 |                 | 20.897                             |

Kaynak: ÜNLÜ & Co analizi

**Tablo 58: Halka arz fiyatı hesaplaması**

|                                              | Birim  | Değer  |
|----------------------------------------------|--------|--------|
| Nominal Sermaye                              | mln    | 407    |
| Hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değeri | mln TL | 20.897 |
| Halka Arz İskontosu Öncesi Pay Değeri        | TL/pay | 51,32  |
| Halka Arz İskonto Oranı                      | %      | 23,5%  |
| Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri          | mln TL | 15.977 |
| Halka Arz Fiyatı (TL/pay)                    | TL/pay | 39,24  |

Kaynak: ÜNLÜ & Co analizi

## 6 Ek: Sorumluluk beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA

Eskişehir Yolu 8. Km No: 156

06530 Ankara

25.12.2023

### Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.



ÜNLÜ & Co

ÜNLÜ Menkul Değerler A.Ş.  
Ahi Evran Cad. Polaris Plaza No:21  
Kat:1 34485 Maslak - Sarıyer /  
İstanbul

+90 212 367 36 22  
info@unluco.com  
unluco.com

