

## 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 değerlendirilmesinde 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 tablolarındaki 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

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

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 hisselerin (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		
						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 ekmeçlik buğday kullanılmaktadır. Durum buğdayı önce irmiğe ve sonra makarnaya, ekmeçlik 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 2022G	9A 2023G	4.Ç 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.

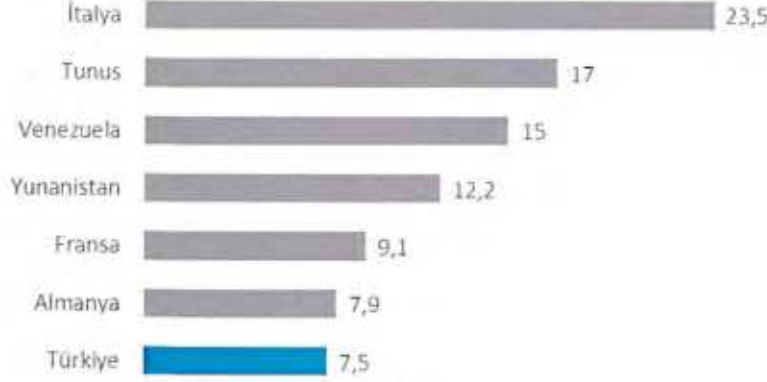
Bu kapsamda özel markalı ürünlerin satış hacmi için 2024 yılı hacim tahmini yapılırken, yeniden yapılan anlaşmaların da etkisi göz önüne alınarak 2020-2022 yıllarının hacim ortalaması olan 67 bin ton seviyesinin yakalanacağı varsayımı yapılmış ve bu 3 yılın hacim ortalaması 2024 yılı için uygulanmıştır. 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

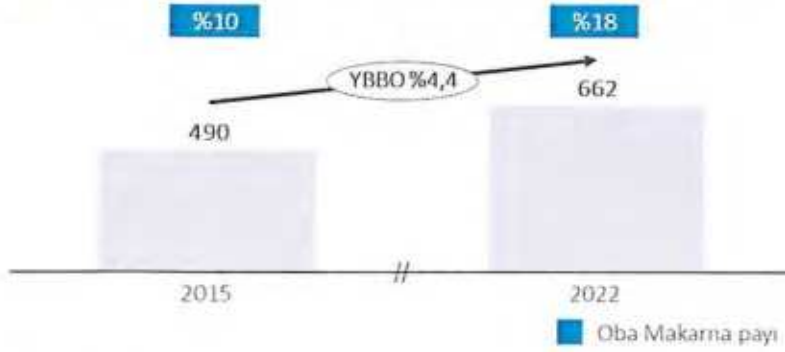
Türkiye'de 2015-2022 arasında makarna tüketimi %4,4 oranında yıllık bileşik büyüme oranı kaydetmiştir. Tüm bu veriler ışığında, Oba Makarna için markalı ürünlerinde büyüme oranı 2024-2027 arası için %4, 2028-2030 yılları arası için ise %3 oranında ve pazarın yukarıda anlatılmış olan potansiyeline rağmen 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 2022G	9A 2023G	4.Ç 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 büyümektir. 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 2022G	9A 2023G	4.Ç 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 yanısıra, makarnanın aksine Türkiye'den Avrupa'ya noodle ihracatında kota bulunmaması da Şirket'in noodle ihracatının artışını 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 2022G	9A 2023G	4.Ç 2023T
Noodle satış miktarı	bin ton	3,4	5,6	6,7	8,2	4,0	6,1	2,0
<i>Büyüme</i>	%		%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
<i>Büyüme</i>	%		%69,4	%76,6	%26,9		%92,3	
<i>Mamul satışına oranı</i>	%	%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
<i>Büyüme</i>	%		%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
<i>Büyüme</i>	%		%55,5	%38,3	(%16,3)		%6,0	
<i>Noodle satışında oranı</i>	%	%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
<i>Büyüme</i>	%		%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
<i>Büyüme</i>	%		%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
<i>Büyüme</i>	%		%93,1	%33,0	(%10,6)		%18,0	
Markalı satışı	mİn USD	1,1	2,1	3,7	2,9	2,0	2,2	0,7
<i>Büyüme</i>	%		%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
<i>Büyüme</i>	%		%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
<i>Büyüme</i>	%		%82,4	%107,4	%50,1		%153,4	
<i>Noodle satışında oranı</i>	%		%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
<i>Büyüme</i>	%	80,3%	50,4%	36,0%	22,5%	9,6%	9,7%	9,7%
Noodle satışı	mİn USD	36,8	57,5	80,5	101,2	113,3	126,9	142,1
<i>Büyüme</i>	%	89,9%	56,3%	40,0%	25,7%	12,1%	12,0%	12,0%
<i>Mamul satışına oranı</i>	%	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
<i>Büyüme</i>	%	32,6%	15,1%	15,6%	7,0%	7,1%	7,1%	7,2%
Noodle yurt içi satışı	mİn USD	6,1	7,3	8,6	9,5	10,4	11,4	12,4
<i>Büyüme</i>	%	37,4%	18,6%	18,9%	9,5%	9,6%	9,5%	9,6%
<i>Noodle satışında oranı</i>	%	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
<i>Büyüme</i>	%	50,0%	25,0%	25,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Özel markalı satışı	mİn USD	2,4	3,1	3,9	4,4	4,9	5,5	6,2
<i>Büyüme</i>	%	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
<i>Büyüme</i>	%	25,0%	10,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Markalı satışı	mİn USD	3,7	4,2	4,7	5,1	5,4	5,8	6,2
<i>Büyüme</i>	%	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
<i>Büyüme</i>	%	100,0%	60,0%	40,0%	25,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Noodle ihracat satışı	mİn USD	30,6	50,2	71,8	91,7	103,0	115,5	129,7
<i>Büyüme</i>	%	105,6%	63,8%	43,1%	27,6%	12,3%	12,2%	12,2%
<i>Noodle satışında oranı</i>	%	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 2022G	9A 2023G	4.Ç 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 satışı	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 üretimini 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 2022G	9A 2023G	4.Ç 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	milyon 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	milyon 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	milyon 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	milyon 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	milyon 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 & 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 2022G	9A 2023G	4.Ç 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, konjoktüre 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 2022G	9A 2023G	4.Ç 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 2022G	9A 2023G	4.Ç 2023T
Satılan malın maliyeti	mİn USD	373,2	455,0	584,7	649,0	447,9	457,3	191,7
<i>Net satışa oranı</i>	%	%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
<i>Mamul satışına oranı</i>	%	%73,4	%61,7	%67,9	%60,5	%68,5	%60,3	%61,1
Genel üretim gideri	mİn USD	15,4	24,5	38,8	31,8	25,5	23,6	8,2
<i>Mamul satışına oranı</i>	%	%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
<i>Mamul satışına oranı</i>	%	%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
<i>Yarı ürün satışına oranı</i>	%	%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
<i>Ticari mal satışına oranı</i>	%	%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
<i>Net satışa oranı</i>	%	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
<i>Mamul satışına oranı</i>	%	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
<i>Mamul satışına oranı</i>	%	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
<i>Mamul satışına oranı</i>	%	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
<i>Yarı ürün satışına oranı</i>	%	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
<i>Ticari mal satışına oranı</i>	%	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 paylaşmış 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 2022G	9A 2023G	4.Ç 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
<i>Katkı marjı</i>	%	%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
<i>Katkı marjı</i>	%	%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
<i>Katkı marjı</i>	%	%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
<i>Katkı marjı</i>	%	%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 İrmik 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
<i>Katkı marjı</i>	%	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
<i>Katkı marjı</i>	%	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
<i>Katkı marjı</i>	%	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
<i>Katkı marjı</i>	%	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 2022G	9A 2023G	4.Ç 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 2022G	9A 2023G	4.Ç 2023T
Genel üretim gideri	mIn USD	16,4	24,5	38,8	31,8	25,5	23,6	8,2
<i>Mamul satışına oranı</i>	%	%4,9	%6,3	%9,4	%8,9	%8,2	%8,9	%8,9
Sabit kısım	mIn USD				6,3		4,7	1,6
<i>Genel üretim giderine oranı</i>	%				%19,8		%20,0	%19,2
Değişken kısım	mIn USD				25,5		18,9	6,7
<i>Genel üretim giderine oranı</i>	%				%80,2		%80,0	%80,8
Personel gideri ve kıdem tazminatı karşılığı	mIn USD	7,6	9,9	9,8	11,7	7,1	8,7	3,0
<i>Mamul satışına oranı</i>	%	%2,3	%2,6	%2,4	%3,3	%2,3	%3,3	%3,2
Sabit kısım	mIn USD				5,8		4,4	
<i>Genel üretim giderine oranı</i>	%				%49,7		%50,0	
Değişken kısım	mIn USD				5,9		4,4	
<i>Genel üretim giderine oranı</i>	%				%50,3		%50,0	
Mamul stoklarında değişim	mIn 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	mIn USD	35,4	38,5	42,1	45,9	48,8	51,7	54,8
<i>Mamul satışına oranı</i>	%	8,8%	8,6%	8,5%	8,4%	8,4%	8,3%	8,3%
Sabit kısım	mIn USD	6,5	6,6	6,8	6,9	7,1	7,2	7,4
<i>Genel üretim giderine oranı</i>	%	18,3%	17,2%	16,1%	15,1%	14,5%	13,9%	13,4%
<i>Büyüme</i>	%	2,8%	2,4%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%
Değişken kısım	mIn USD	28,9	31,8	35,3	39,0	41,7	44,5	47,5
<i>Genel üretim giderine oranı</i>	%	81,7%	82,8%	83,9%	84,9%	85,5%	86,1%	86,6%
<i>Büyüme</i>	%	13,1%	1,3%	1,4%	1,2%	0,7%	0,7%	0,6%
Personel gideri ve kıdem tazminatı karşılığı	mIn USD	12,7	13,5	14,4	15,4	16,2	16,9	17,8
<i>Mamul satışına oranı</i>	%	3,1%	3,0%	2,9%	2,8%	2,8%	2,7%	2,7%
Sabit kısım	mIn USD	6,0	6,1	6,3	6,4	6,5	6,7	6,8
<i>Genel üretim giderine oranı</i>	%	47,3%	45,4%	43,4%	41,5%	40,4%	39,3%	38,3%
<i>Büyüme</i>	%	2,8%	2,4%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%
Değişken kısım	mIn USD	6,7	7,4	8,2	9,0	9,6	10,3	11,0
<i>Genel üretim giderine oranı</i>	%	52,7%	54,6%	56,6%	58,5%	59,6%	60,7%	61,7%
<i>Büyüme</i>	%	13,1%	3,5%	3,7%	3,4%	1,9%	1,8%	1,7%
Mamul stoklarında değişim	mIn 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 2022G	9A 2023G	4.Ç 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 2022G	9A 2023G	4.Ç 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 2022G	9A 2023G	4.Ç 2023T
<b>Pazarlama giderleri</b>	mİn USD	32,8	75,9	69,6	46,4	53,6	33,8	12,6
<i>Mamul satışına oranı</i>	%	%9,9	%19,6	%16,8	%13,0	%17,2	%12,8	%13,6
<b>Nakliye gideri</b>	mİn USD	27,8	64,2	52,3	28,9	40,9	21,0	7,9
<i>Mamul tonu başına nakliye gideri</i>	mİn USD	43,2	92,4	88,7	49,7	92,3	49,7	49,9
<i>Mamul satışına oranı</i>	%	%8,3	%16,6	%12,6	%8,1	%13,2	%8,0	%8,5
<b>Dışarıdan alınan hizmetler</b>	mİn USD	4,3	7,7	15,9	14,2	11,7	10,3	3,9
<i>Mamul ihracat tonu başına dışarıdan alınan hizmet giderleri</i>	mİn USD	8,9	13,8	36,9	30,6	36,6	30,5	30,7
<i>Mamul ihracatına oranı</i>	%	%1,6	%2,4	%5,0	%5,0	%4,9	%4,9	%5,2
<b>Diğer</b>	mİn USD	0,8	4,0	1,5	3,3	1,1	2,4	0,9
<i>Mamul satışına oranı</i>	%	%0,2	%1,0	%0,4	%0,9	%0,3	%0,9	%0,9
	Birim	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
<b>Pazarlama giderleri</b>	mİn USD	48,1	50,6	53,9	57,9	61,2	64,5	67,8
<i>Mamul satışına oranı</i>	%	11,9%	11,4%	10,9%	10,6%	10,5%	10,4%	10,2%
<b>Nakliye gideri</b>	mİn USD	30,7	32,4	34,7	37,5	39,7	41,9	44,2
<i>Mamul tonu başına nakliye gideri</i>	mİn USD	51,1	52,3	53,5	54,6	55,8	56,9	58,0
<i>Mamul satışına oranı</i>	%	7,6%	7,3%	7,0%	6,9%	6,8%	6,7%	6,7%
<b>Dışarıdan alınan hizmetler</b>	mİn USD	14,1	14,7	15,7	16,9	17,8	18,8	19,8
<i>Mamul ihracat tonu başına dışarıdan alınan hizmet giderleri</i>	mİn USD	31,4	32,2	32,9	33,6	34,3	35,0	35,7
<i>Mamul ihracatına oranı</i>	%	4,6%	4,4%	4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	3,9%
<b>Diğer</b>	mİn USD	3,4	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8
<i>Büyüme</i>	%	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 2022G	9A 2023G	4.Ç 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, ÜNLÜ &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 2022G	9A 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, ÜNLÜ &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	mİn 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	mİn USD	0	0	0	0	0	4	4	0
Toplam buğday kullanım	bin ton	776	800	826	836	836	836	836	956
<i>Kapasite kullanım oranı</i>	%	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
<i>Makarna üretiminde fason irmik oranı</i>	%	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
<i>Kapasite kullanım oranı</i>	%	83,7%	82,1%	86,5%	91,3%	96,5%	100,2%	97,2%	94,5%
Yeni makarna hattı yatırımı	mİn 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	mİn USD	3,0	3,5	2,4	2	1,8	1,9	0,6

	Birim	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Amortisman	mİn USD	5	5	5	5	5	6	6
Yeni varlıkların amortismanı	mİn USD	0	0	0	0	0	1	1
Mevcut varlıkların amortismanı	mİn 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 2022G	9A 2023G	4.Ç 2023T
Net satışlar	mİn USD	441,8	586,5	667,7	761,0	516,6	534,9	226,1
<i>Büyüme</i>	%		%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
<i>Büyüme</i>	%		%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
<i>Brüt kar marjı</i>	%	%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
<i>Net satışlara oranı</i>	%	%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
<i>Büyüme</i>	%	%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
<i>Büyüme</i>	%	%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
<i>FAVÖK marjı</i>	%	%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
<i>Büyüme</i>	%	(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
<i>Büyüme</i>	%	(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
<i>Brüt kar marjı</i>	%	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
<i>Net satışlara oranı</i>	%	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
<i>Büyüme</i>	%	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
<i>Büyüme</i>	%	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
<i>FAVÖK marjı</i>	%	12,0%	13,0%	13,8%	14,3%	14,6%	14,9%	15,2%

Kaynak: Şirket, ÖNLÜ &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 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 oranınının 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 değerlendirilmedeki 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 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, ÖNLÜ & Co analizi

**Tablo 50: İNA sonuçları özeti**

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

Kaynak: Şirket, ÜNLÖ & Co analizi

Bulunan özkaynak değeri 20.12.2023 günü TCMB USD/TL döviz alış satış ortalama kuru olan 29,1 ile çarpılarak 27.972 mIn 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 değerlendirilmede kullanılan son 12 ay net satışlar, FAVÖK ve net kar rakamları ve Şirket'in 30.09.2023 itibariyle net borcu aşağıdaki tabloda mevcuttur. Çarpanlar 20.12.2023 günü gün sonu verileri kullanılarak hesaplanmıştır

**Tablo 51: Finansallar**

SOA Finansallar	Birim	9A 2023G mIn TL	SOA mIn TL
Net satışlar	mIn TL	11.997	14.867
FAVÖK	mIn TL	1.424	1.456
Net Borç	mIn TL	809	809
Net Kar	mIn 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 (mln 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, Bisküvüvük, 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.
Friigo-Pak Gıda	29	Friigo-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 (mln USD)	Açıklama
Goknur Gıda	259	Göknur 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 konstantre sağlanarak yurt içinde ve yurt dışında satılmasıdır. Şirket günlük toplam 7.200 ton meyve işleme kapasitesine sahiptir. Şirket'in ana ürün grupları konsantreler, paketlenmiş 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 iritibat 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, kurulmadan 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 yurtiçinde Superfresh markası altında pazarlamakta ve Avrupa ülkelerine, Japonya, Rusya, Türk Cumhuriyetleri, Orta Doğu ve Uzak Doğu ülkelerine ihraç etmektedir. FFK Fon Finansal Kiralama AŞ, 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 (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 metrekare 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 Sinaî Yatırımlar	23	Oylum Sinaî 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 metrekarelik 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 (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 yardımcıları, 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, glutensiz un, ekmekek 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, glutensiz ürünler, ekmekek 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 sağlamaktadır. 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 (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. Ayriyeten 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, İkrım 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 ŞD/Satışlar, ŞD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına ulaşılmıştır. Benzer şirketlerin arasından ŞD/Satışlar çarpanlarında çarpanı 0,5x ile 3,0x arasında olmayan şirketler dışarıda bırakılmıştır. 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 ise F/K çarpanı medyan hesaplamasının dışarısında bırakılmıştır.

Bu kriterlere uyan şirketler için medyan ŞD/Satışlar 1,2x medyan ŞD/FAVÖK 10,3x ve medyan F/K 15,3x olarak hesaplanmıştır.

**Tablo 54: Yurt dışı benzer şirketler**

Şirket ismi	Piyasa değeri (mln USD)	Açıklama
Agthia Group PJSC (Birleşik Arap Emirlikleri)	1.084	Agthia Group PJSC, gıda ve içecek ürünlerinin üretimi ve dağıtımını 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. (Mısır)	26	Alexandria Flour Mills and Bakeries Co SAE, tahıl ve ikamelerinin üretimi, ticareti, ithalat ve ihracatı, depolanması, fümigasyonu ve bakımı, paketlenmesi, işlenmesi ve dağıtımını 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. (ABD)	865	B&G Foods, Inc. ABD, Kanada ve Porto Riko'da dayanlı dondurulmuş gıda ve ev ürünleri üretimi, satışı ve dağıtımını 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. (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 yetiştirmekte ve geliştirmektedir. Şirket yaklaşık 5.500 hektarlık bir alanı yönetmektedir.
Bambino Agro Industries Limited (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 yelpazesine üretim devam ediyor.



Şirket İsmi	Piyasa değeri (mln USD)	Açıklama
Bunge Limited (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 İşletme 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 (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 (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. (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 (Meksika)	6.692	Gruma SAB de CV, mısır unu, tortilla üretimi için hammadde ve diğer mısır bazı 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 çipsi 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 ilgilenen 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 İsmi	Piyasa değeri (mln USD)	Açıklama
Honeywell Flour Mills Plc (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 (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 (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. (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. (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 yardımcılar 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 (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. (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, fırıncılık ve şekerleme malzemeleri sağlamaktadır. Yemek ve garnitür alanı bento, garnitür ve pişmiş pirinç gibi hazır gıdaları içerir. Diğerleri alanında ise evcil hayvan maması, ağlar, mühendislik, kargo elleçleme ve depolama işlerini yürütmektedir. Şirket Teichiro Shoda tarafından Ekim 1900'de kurulmuştur ve merkezi Tokyo, Japonya'dadır.



Şirket İsmi	Piyasa değeri (mln USD)	Açıklama
Nissin Foods Holdings Co., Ltd. (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. (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. (Güney Kore)	1.812	Nongshim Co., Ltd. gıda ürünleri üretmektedir. Ürünleri arasında hazır erişte, atıştırmalıklar, hazır pirinç ve içecekler bulunmaktadır. Şirket 18 Eylül 1965 tarihinde kurulmuştur ve merkezi Seul, Güney Kore'dedir.
Oman Flour Mills (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 Makmur (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 (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. (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 ismi	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)	mİn TL	16.756	%50,0	8.378
Grup 2 (Yurt dışı gıda)	mİn TL	15.604	%50,0	7.802
<b>Toplam</b>	<b>mİn TL</b>			<b>16.180</b>

Kaynak: Factset, Rasyonet, ÖNLÜ & 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

