



**Oba Makarnacılık Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin
Analist Raporu**



21/02/2024

İÇİNDEKİLER

1. Raporun Amacı.....	1
2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi.....	1
3. Şirket Hakkında	2
4. Ortaklık Yapısı	3
5. Finansal Tablolar.....	3
6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	6
7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri	7
8. Görüş	12

1. Raporun Amacı

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Tacirler Yatırım”) tarafından, yetkili kuruluş Ünlü Menkul Değerler A.Ş. (“Ünlü Menkul”)’nin, Oba Makarnacılık Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Kısaca “İhraççı”, “Oba Makarna” ya da “Şirket”) paylarının halka arzı kapsamında, hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. **Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararına halka arz izahnamesini inceleyerek karar vermelidir.** Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Tacirler Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	Oba Makarnacılık Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“OBAMS”)
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş., Ünlü Menkul Değerler A.Ş., Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Talep Toplama Tarihleri	22-23 Şubat 2024
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Satış Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcı ve Oba Makarna Grubu Çalışanları Eşit Dağıtım
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	407.169.500 TL
Toplam Halka Arz Edilen Paylar (Nominal)	72.252.259 TL (sermaye artışı) 24.084.086 TL (ortak satışı) - Alpinvest Yatırım Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.’ye ait 12.042.043 TL - Turkey Pasta Holding Ltd’ye ait 12.042.043 TL 96.336.345 TL (Toplam)
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	479.421.759 TL
Toplam Halka Arz Büyüklüğü	3.780.238.177,8 TL
Halka Açıklık Oranı	%20,1
Tahsisat	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: 49%
	Grup Çalışanları: 1%
	Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: 45%
	Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: 5%
Talep Toplamaya İlişkin Hususlar	Tüm konsorsiyum üyeleri Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar ve Grup Çalışanlarına satış yapabilir
	Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar tahsisat gruplarına ait talepler sadece Ünlü Menkul, Ziraat Yatırım ve QNB Finans Yatırım aracılığıyla
	Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar tahsisat gruplarına ait talepler sadece Ünlü Menkul ve QNB Finans Yatırım aracılığıyla
Halka Arz İskontosu	%23,5
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	39,24 TL
Fiyat İstikrarı	30 gün boyunca Ünlü Menkul tarafından yapılacaktır
Taahhütler	İhraççı ve Ortaklar için 1 yıl süreyle satmama taahhüdü

Kaynak: Oba Makarna İzahnamesi

3. Şirket Hakkında

Şirket, 1966 yılında “Türsan Kollektif Şirketi Selahattin Öztahtacı, Abdullah İncetahtacı, Adil Ceydeli” ünvanı ile Gaziantep’te kurulmuş olup 1988 yılında ünvanı “Oba Makarnacılık Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi” olarak değiştirilmiştir. 2005 ve 2007 yıllarında gerçekleştirilen pay devirleri sonucunda Şirket’in paylarının %70’i Özgüçlü Ailesi’ne mensup Mehmet Musa Özgüçlü, Aynur Özgüçlü, İpek Cınıkcı, Hakan Özgüçlü ve Alpaslan Özgüçlü tarafından satın alınmıştır. Şirket, Oba Food Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin paylarının tamamını 2018 yılında Özgüçlü Ailesi’nden devralmıştır. 2018 ve 2019 yıllarında gerçekleştirilen pay devirleri sonucunda Birleşik Arap Emirlikleri’nde kurulu VC Bank ve Saya Corporation ortaklığı olan Turkey Pasta Holding Limited adlı yabancı ortak Şirket sermayesinin %30 oranındaki kısmına sahip olmuştur. Kalan %70’lik kısım ise Özgüçlü ailesinin kurmuş olduğu Alpinvest Yatırım’a devredilmiştir.

Şirket’in faaliyet konusu, makarna, noodle, irmik, un ve diğer buğday ürünleri üretimi ve satışı ile birlikte hububat ticaretidir. Şirket’in esas faaliyet konusu olan ve üretimini gerçekleştirdiği makarna, sert durum buğdayından elde edilen irmiğin su ile karıştırılması, biçim verilmesi ve kurutulması suretiyle elde edilen besleyici ve uluslararası ticarete de talep gören bir gıda ürünüdür.

Şirket, üretim faaliyetlerini temel olarak Gaziantep Fabrikası ve Hendek Fabrikası’nda gerçekleştirmekte olup 30.09.2023 tarihi itibarıyla toplam 1.262 adet çalışanı bulunmaktadır. Şirket’in Gaziantep’te bulunan üretim tesisi 49.366 m² kapalı üretim alanı olmak üzere toplam 109.879 m² alana ve yıllık 346.250 ton buğday kırma kapasitesi ve yıllık yaklaşık 332.000 ton makarna üretimi kapasitesine sahiptir. Şirket’in diğer üretim tesisi ise Hendek’te bulunan 50.658 m² kapalı alan olmak üzere toplam 128.309 m²’lik yüksek teknoloji ile donatılmış ve yıllık 450.000 ton buğday kırma kapasitesi ve yıllık yaklaşık 174 bin ton makarna üretimi kapasitesine sahip entegre üretim tesisidir.

Şirket’in makarna ve noodle üretimi için mevcutta toplam 23 adet üretim hattı bulunmakta olup, yatırımı yapılmakta olan 2 yeni makarna hattının 2023 yıl sonunda devreye girmesi ile birlikte toplam 25 adet üretim hattına ulaşması hedeflenmektedir. Gaziantep Fabrikası’nda 12 adet makarna üretim hattı bulunmakta olup, Hendek Fabrikası’nda 7 adet makarna üretim hattı ve 4 adet noodle üretim hattı olmak üzere toplam 11 adet üretim hattı bulunmaktadır. 2023 yılı sonuna kadar devreye alınacak makarna üretim hatları ile birlikte Hendek Fabrikası’nda toplam 13 üretim hattına ulaşılacaktır.

Şirket yurt içi pazarda, Oba makarna ve Obamie Noodle olan kendi markalarıyla bölgesel distribütörler aracılığıyla ve özel markalı ürünler olarak ürettiği ürünlerin ulusal zincir marketlere satışını gerçekleştirmektedir. Oba markası ile yalnızca makarna değil, aynı zamanda un ve irmik ürünleri de satılmaktadır. Yurt içi pazara ilaveten Şirket yurt dışı pazarda ise Oba Makarna’nın yanı sıra, Oba Gold, Obalino, Nido, Eva, Omelia, Pasta Layla, Pasta Savana, Vera, Rosa Linda markalarıyla ürünlerini paketli olarak tüketiciye sunmaktadır. Şirket yurt içi pazara yaptığı satışların yanı sıra 100’ün üzerinde ülkeye ihracat yapmaktadır. Şirket 2022 yılındaki net ürün satışlarının %69’u ihracat satışlarından oluşmaktadır ve Türkiye makarna ihracatının %28’ini Şirket’in tamamına sahip olduğu bağlı ortaklığı Oba Food vasıtasıyla gerçekleştirmiştir. Türkiye İhracatçılar Meclisi’nin 2022 verilerine göre, Oba Food Hububat, Bakliyat, Yağlı Tohumlar ve Mamulleri sektöründe 305.887.688 ABD Doları tutarında toplam ihracat verisi ile 2022 yılında sektör birinci olmuş, genel sıralamada ise 74. Sırada yer almıştır.

Türkiye’nin en büyük 500 şirketinin sıraladığı Fortune 500 Türkiye 2022 araştırmasında şirket 117. Sırada yer almaktadır.

Şirket, AB Yeşil Mutabakat vizyonu çerçevesinde, Hendek Fabrikası’nın çatısında 2,4 MW kapasiteli ve Hendek Fabrikası’nın noodle üretim hatlarının elektrik ihtiyacının yaklaşık %50’sini, Hendek Fabrikası’nın tüm elektrik ihtiyacının ise yaklaşık %6’sını karşılaması beklenen lisanssız güneş santrali yatırımı gerçekleştirilmiştir. Gaziantep Fabrikası için de 2.1 MW kurulu gücünde lisanssız güneş enerjisi santrali kurmuş olup, santralin 25.11.2022 tarihinde geçici kabulü yapılarak santral devreye alınmıştır.

Ar-Ge çalışmaları çerçevesinde 2022 yılında Hendek Fabrikası'nda 1.200 m² alana sahip bir Ar-Ge merkezi inşasına başlanmıştır ve 2024 yılının ilk çeyreğinde devreye alınması beklenmektedir.

4. Ortaklık Yapısı

Sermaye artırımını ve ortak satışı yoluyla halka arz edilen C grubu nama yazılı payların toplam nominal değeri 96.336.345 TL olup, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine oranı %20,09'dur. Halka arz sonucunda Şirket sermaye yapısının aşağıdaki tablodaki gibi olması planlanmaktadır:

Ortağın Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye (TL)	Sermaye (%)	Sermaye (TL)	Sermaye (%)
Alpinvest	A	55.049.316	13,52	55.049.316	11,48
	C	229.969.334	56,48	217.927.291	45,46
Turkey Pasta Holding	B	23.575.114	5,79	23.575.114	4,92
	C	98.575.736	24,21	86.533.693	18,05
Halka Açık Kısım	C	-	-	96.336.345	20,09
Toplam sermayesi		407.169.500	100	479.421.759	100

Kaynak: Oba Makarna İzahnamesi

5. Finansal Tablolar

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.09.2023 tarihlerinde sona eren dönemlere ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal durum tabloları aşağıda sunulmuştur;

Finansal Durum Tablosu (TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş			
	2020	2021	2022	9A 2023
Dönen Varlıklar	931.405.852	1.281.672.480	3.008.408.232	4.744.265.199
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.641.819	1.528.261	34.193.871	361.285.130
Finansal Yatırımlar	-	-	-	13.821.850
Ticari Alacaklar	313.933.814	507.830.988	1.285.193.225	2.364.097.325
Diğer Alacaklar	37.797.159	54.126.963	68.362.993	117.372.582
Stoklar	554.247.386	672.831.422	997.952.579	1.415.328.635
Peşin Ödenmiş Giderler	19.302.019	43.415.901	564.210.891	331.031.803
Türev Araçlar	-	-	-	66.736.763
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	483.655	603.691	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	-	1.335.254	58.494.673	74.591.111
Duran Varlıklar	452.704.786	623.014.055	1.377.429.324	1.867.227.000
Maddi Duran Varlıklar	410.916.061	481.671.229	969.449.574	1.697.537.003
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	51.048	40.969	82.458	46.809
Ertelenmiş Vergi Varlığı	31.560.438	69.495.461	186.399.354	137.380.282
Peşin Ödenmiş Giderler	10.177.239	71.806.396	221.497.938	32.262.906
Aktif Toplamı	1.384.110.638	1.904.688.535	4.385.837.556	6.661.492.199
Kısa Vadeli Yükümlülükler	609.646.343	964.667.433	3.025.384.410	3.746.993.022
Kısa Vadeli Borçlanmalar	235.193.474	468.768.723	1.895.799.666	630.432.776
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	24.481.169	37.020.928	67.900.866	134.561.356
Diğer Finansal Yükümlülükler	2.936.414	62.360	510.297	273.717
Ticari Borçlar	194.657.387	160.875.619	753.874.535	1.457.815.464

Finansal Durum Tablosu (TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş			
	2020	2021	2022	9A 2023
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4.343.019	5.797.564	13.832.369	23.332.438
Diğer Borçlar	10.758.751	15.718.181	48.328.601	277.836.190
Türev Araçlar	-	-	14.589.404	-
Ertelenmiş Gelirler	134.307.478	272.017.288	220.633.808	1.133.621.151
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	102.917	51.723	-	77.015.544
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.865.734	4.048.562	9.583.610	11.301.746
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	-	306.485	331.254	802.640
Uzun Vadeli Yükümlülükler	70.052.765	68.658.263	85.900.403	164.193.333
Uzun Vadeli Borçlanmalar	65.886.820	62.157.776	73.098.895	146.069.565
Uzun Vadeli Karşılıklar	4.165.945	6.500.487	12.801.508	18.123.768
Toplam Yükümlülükler	679.699.108	1.033.325.696	3.111.284.813	3.911.186.355
Ana Ortağa Ait Özkaynaklar	704.411.530	871.360.839	1.274.552.743	2.700.305.844
Ödenmiş Sermaye	207.169.500	207.169.500	407.169.500	407.169.500
Sermaye Düzeltme Farkları	568.661	568.661	568.661	568.661
Kar veya Zarardan Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	47.330.272	87.680.369	504.389.363	960.227.760
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	18.672.034	26.682.410	32.104.206	35.279.802
Geçmiş Yıl Karları	275.607.042	422.660.687	220.739.455	245.470.190
Net Dönem Karı	155.064.021	126.599.185	109.581.558	1.051.589.931
Toplam Kaynaklar	1.384.110.638	1.904.686.535	4.386.837.556	6.611.492.199

Kaynak: Oba Makarna İzahnamesi

31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.09.2023 tarihlerinde sona eren dönemler itibarıyla Şirket'in toplam varlıkları sırasıyla 1.384.110.638 TL, 1.904.686.535 TL, 4.386.837.556 TL ve 6.611.492.199 TL'dir. Şirket'in toplam varlıkları 2021 yılında bir önceki yıla göre %37,61 artış gösterirken 2022 yılında bir önceki yıla göre gerçekleşen artış %130,27'dir. Şirket genel olarak satışlarını arttırmış ve bunun sonucu olarak alacaklar ve stok seviyeleri yükseldiğinden dolayı toplam varlık tutarı da artmıştır.

Dönen varlık kalemi, nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar diğer alacaklar, finansal yatırımlar, stoklar, peşin ödenmiş giderler, cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar ve diğer dönen varlıklardan oluşmaktadır. Şirket'in toplam varlıklarının 2020, 2021, 2022 yıl sonları ve 30.09.2023 tarihi itibarıyla sırasıyla 931.405.852 TL, 1.281.672.480 TL, 3.008.408.232 TL ve 4.744.265.199 TL'lik kısımları dönen varlıklardan oluşmaktadır. Dönen varlıklar 2020-2021 yılları arasında %37,61, 2021-2022 yılları arasında ise %134,73 oranında artmıştır.

Şirket'in ticari alacakları 2020,2021,2022 yıl sonları ve 30.09.2023 tarihi itibarıyla sırasıyla 313.933.814 TL, 507.830.988 TL, 1.285.193.225 TL ve 2.364.097.325 TL tutarındadır. Ticari alacaklar 2020-2021 yılları arasında %61,8, 2021-2022 yılları arasında ise %153,1'lik artış gerçekleşmiş olup, söz konusu artış esas olarak Şirket'in satışlarını önemli ölçüde arttırmasından kaynaklanmaktadır.

Stoklar, 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.09.2023 tarihlerinde sırasıyla 554.247.386 TL, 672.831.422 TL, 997.952.579 TL ve 1.415.328.635 TL tutarındadır. 2022 yılına kıyasla 2021 yılında stoklarda %21,4'lük, 2021 yılına kıyasla 2022 yılında %48,3'lük artış söz konusudur ve bu artışlar Şirket'in piyasa koşullarını takip ederek belirlediği aktif stok yönetim politikasına ve artan satışların yarattığı artan işletme sermayesi ihtiyacından kaynaklanmaktadır.

Şirket'in duran varlıkları; maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar, ertelenmiş vergi varlığı, peşin ödenmiş giderlerden oluşmaktadır. Şirket'in toplam varlıklarının 2020, 2021, 2022 yıl sonları ve 30.09.2023 tarihi itibarıyla, sırasıyla, 452.704.786 TL, 623.014.055 TL, 1.377.429.324 TL ve 1.867.227.000 TL'lik kısımları duran varlıklardan meydana gelmektedir. Duran varlıklar 2020-2021 yılları arasında %37,62 oranında artmış, 2021-2022 yıllarında ise %121,09 oranında artmıştır. Şirket'in duran varlıklarındaki artış ağırlıklı olarak makine teçhizat yatırımlarından ve değerleme farklarından kaynaklanmaktadır. 2023/09 aylık dönem için değerleme tutarı 435.753.871 TL olup maddi duran varlıkların %26'sını kapsamaktadır.

Şirket'in ertelenmiş gelirleri alınan sipariş avansları ve ilişkili taraflardan alınan sipariş avanslarından oluşmaktadır. 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.09.2023 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 134.307.478 TL, 272.017.288 TL, 220.633.808 TL ve 1.133.621.151 TL tutarındadır. Ertelenmiş gelirler 2020-2021 yılları arasında %102,53 artış gerçekleşirken 2021-2022 yılları arasında %18,89'luk azalış gerçekleştirmiştir.

31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.09.2023 tarihlerinde sona eren dönemler itibarıyla Şirket'in toplam yükümlülükleri sırasıyla 70.052.765 TL, 68.658.263 TL, 85.900.403 TL ve 164.193.333 TL'dir. Toplam yükümlülükler, 2020-2021 yılları arasında %52,03 oranında, 2021-2022 yılları arasında ise %201,1 oranında artmıştır. 2022 yılında enflasyonist orama giriş ve Rusya-Ukrayna savaşının başlamasıyla beraber şirket hammadde güvenliğini sağlamak ve maliyetlere etkisini sınırlamak amacıyla genel stok seviyesini yükseltmiştir. Stokların ve satışların artışı kısa vadeli borç seviyesini yükseltmiştir. Şirket'in ticari borçları 2020-2021 yılları arasında %17,4'lük bir azalış gerçekleştirilmiştir ve bu azalışın temel nedeni ise ticari borçların ödenmesinden kaynaklanmaktadır. 2021-2022 yılları arasında ise %368,6'lık artış gerçekleşmiş olup, bu artışın nedeni artan satış hacmidir.

Şirket'in yılsonu finansal dönemleri olan 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.09.2023 tarihli kar veya zarar tablosu aşağıda sunulmuştur;

Gelir Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş Yılsonu Finansal Tablolar			Özel Sınırlı Denetimden Geçmiş 9 Aylık Finansal Tablolar	
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Hasılat	3.099.519.793	5.215.846.114	11.069.054.372	8.199.411.948	11.997.010.714
Satışların Maliyeti (-)	-2.638.409.001	-	-9.733.372.656	-7.138.113.741	-10.297.855.265
Brüt Kar	461.110.792	1.138.034.279	1.335.681.716	1.061.298.207	1.699.155.449
Genel Yönetim Giderleri (-)	-38.852.427	-60.164.437	-61.915.349	-75.908.912	-45.420.904
Pazarlama Giderleri (-)	-230.161.094	-674.959.203	-1.154.166.931	-851.029.260	-757.620.215
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	325.042.899	625.230.615	390.257.195	320.557.242	1.266.787.710
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-319.478.761	-465.008.784	-166.326.483	-131.980.725	-780.498.598
Esas Faaliyet Karı	197.661.409	563.132.470	343.530.148	322.936.552	1.382.403.442
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.334.034	4.745.325	1.532.357	1.532.330	96.602.182
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	198.995.443	567.877.795	345.062.505	324.468.882	1.479.005.624
Finansman Gelirleri	71.629.073	68.042.559	65.051.759	61.762.547	596.230.919
Finansman Giderleri (-)	-113.226.167	-503.175.823	-331.933.647	-217.475.768	-863.151.014
Vergi Öncesi Kar/Zarar	157.398.349	132.744.531	78.180.617	168.755.661	1.212.085.529
Vergi gideri (-)	-2.334.328	-6.145.346	31.400.941	-1.506.786	-160.495.598
Dönem vergi gideri (-)	-236.674	-344.597	-332.741	-396.194	-78.189.330
Ertelenmiş dönem vergisi geliri / gideri (-)	-2.097.654	-5.800.749	31.733.682	-1.100.592	-82.306.268

Net Dönem Karı/ Zararı (-)	155.064.021	126.599.185	109.581.558	167.248.875	1.051.589.931
Toplam Kapsamlı Gelir	155.716.040	166.949.309	526.290.525	468.826.399	1.507.428.329

Kaynak: Oba Makarna İzahnamesi

31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla 3.099.519.793 TL olan toplam net satışları 31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla %68,2 artarak 5.215.846.114 TL'ye yükselmiştir. 31 Aralık 2022 tarihinde ise net satışlar bir önceki yıla göre %112,2 artarak 11.069.054.372 TL tutarında gerçekleşmiştir. 30 Eylül 2022 tarihinde 8.199.411.948 TL olan toplam net satışlar, 30 Eylül 2023 tarihi itibarıyla %46,3 artarak 11.9976.010.714 TL seviyesine ulaşmıştır. 2022 yılında 2021 yılına göre hasılatla %115'lik bir artış yaşanırken satışların maliyetinde bu artış %139'dur. Şirket'in cirosundaki artışın maliyetlerdeki artışı yakalayamaması sebebiyle 2022 yılında brüt kar marjı %12 seviyesine gerilemiştir.

Şirket'in net satışlarında 2020 yılında Covid-19 pandemisinin olumlu katkısı görülürken her dönemde bitmiş ürün satışları artış göstermiştir. Özellikle pandemi döneminde un satışları yükselen ani taleple önemli artış göstermiş ve satışları arttıran diğer bir kalem olmuştur. 2022 ve sonraki dönemlerde piyasada artan navlun maliyetleri ve Covid sonrası talebin normal seviyelere dönmeye başlamasıyla ürün satışları hız kesmiş ve normale dönmeye başlamıştır. Şirket'in net satış dağılımına bakıldığında en büyük payı makarna almaktadır. Makarna satışları yıllık olarak 2021 yılında %44,8, 2022 yılında %104,5 oranında artmıştır. 2023 yılının 9 aylık dönemine bakıldığında, şirketin karlılık odaklı yaklaşımı ve stratejisi doğrultusunda karlılığı düşük pazarlardan çıkması ve yeni anlaşmalar nedeniyle yaşanan geçiş dönemi nedeniyle makarna satışlarının büyümesi yavaşlayarak 2022 yılı ilk 9 aya göre %11,3 oranında kalmıştır.

Şirket'in 2020 yılında 38.852.427 TL olarak gerçekleşen genel yönetim giderleri %54,85 artarak 2021 yılında 60.164.437 TL ve 2022 yılında %2,91 oranında artarak 61.915.349 TL olarak gerçekleşmiştir. 30.09.2023 döneminde ise genel yönetim giderleri 30.09.2022 dönemine göre %40,2 oranında azalarak 45.420.904 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu tutarlarda meydana gelen değişiklik özellikle şüpheli alacaklar karşılığındaki düşüşün ve personel gideri artışından kaynaklanmaktadır.

Şirket'in 2020 yılında 325.042.899 TL olarak gerçekleştirilen faaliyetlerinden diğer gelirleri 2021 yılında %92,35'lik bir artışla 625.230.615 TL, 2022 yılında 390.257.195 TL olmuştur. 2023 yılının ilk 9 aylık döneminde ise esas faaliyetlerden diğer gelirleri 2022 9 aylık döneme göre %295,18 artarak 1.266.787.710 TL olmuştur. Söz konusu tutarda meydana gelen değişiklik kur farkı gelirlerinden kaynaklanmaktadır.

6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Fonun Yatırım Konusu	Halka Arz Gelirine Oranı
Ürün Çeşitlendirme, Enerji ve Kapasite Artışı Yatırımları	%40-%50
İşletme Sermayesi Güçlendirmesi	%30-%40
Finansal Borçluluk Seviyesinin Azaltılması	%10-%20

Kaynak: İzahname ve Fon Kullanım Raporu

Şirket halka arz maliyetler arındırılmamış haliyle 2.835.178.643 TL nakit kaynak elde etmeyi planlamaktadır.

Net halka arz gelirlerinin %40-%50'sine tekabül eden kısmının, üretilen ürün bandının genişletilmesi ve çeşitlendirilmesi ile üretim kapasitesinin (makine/ekipman alınması, yeni üretim bantlarının kurulması) artırılması, mevcut yenilenebilir enerji üretimine ilişkin ilave çatı tipi güneş enerjisi santralleri ve/veya trijenerasyon tesislerinin verimliliğinin artırılması ve bunlardan elde edilen elektrik enerjisinin artırılması amacıyla yeni santral/tesis kurulması ve Şirket'in ticari, hukuki, finansal ve

vergisel inceleme ve değerlendirmelerine tabi olmak üzere, birleşme ve devralma fırsatlarının değerlendirilmesi planlanmaktadır.

Net halka arz gelirlerinin %30-%40'ına tekabül eden kısmının, Şirket'in büyüme planları ile de paralel olarak Şirket'in yürütmekte olduğu veya daha sonra yürütebileceği çeşitli faaliyetlerine ilişkin işletme sermayesinin güçlendirilmesi amacıyla kullanılacaktır.

Net halka arz gelirlerinin %10-%20'sine tekabül eden kısmının, Şirket'in finansal borçlarının bir bölümünün geri ödenmesinde kullanılması planlanmaktadır.

Şirket'in halka arzdan elde edilen net gelirlerin belirtildiği şekilde kullanmaya ihtiyaç olmadığı ve/veya kullanmadığı ölçüde, Şirket kendi menfaatleri doğrultusunda ve/veya istikrarlı şekilde faaliyetlerine devam eden bağlı ortaklık ve iştirakleri adına fon kullanım kategorileri arasında %10 ile sınırlı olmak üzere bir geçiş yapabilecek ve/veya elde edilen söz konusu net gelirleri kullanabilecektir.

7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Ünlü Menkul tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerleme çalışmasında "Piyasa Çarpanları" ve "İndirgenmiş Nakit Akımları" yöntemleri kullanılmıştır.

7.1. "Çarpan Analizi" Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Çarpan Analizi yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında 20.12.2023 gün sonu verileri kullanılarak ; ŞD/Satışlar, ŞD/FAVÖK ve F/K çarpanları hesaplanmıştır.

Özet Veriler (Bin TL)	9A 2023G	Son On İki Ay
Net Satışlar	11.997	14.867
Net Borç	809	809
Net Kar	1.052	994
FAVÖK*	1.424	1.456

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*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.

7.1.1. Yurt Dışı Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri

Yurt dışı benzer şirketlerin çarpan analizinde F/K, ŞD/FAVÖK ve ŞD/Satışlar çarpanları kullanılmıştır. Benzer şirketlerin arasından ŞD/Satışlar çarpanlarında çarpanı 0,5x ile 3,0x arasında olmayan şirketler dışarıda bırakılmıştır. Son on iki aylık ŞD/FAVÖK çarpanı 5x'in altında veya 20x'in üstünde olan şirketler ŞD/FAVÖK hesaplamasının dışarısında bırakılırken son on iki aylık F/K çarpanı 10x'in altında ve 30x'in üstünde olan şirketler ise F/K çarpanı medyan hesaplamasının dışarısında bırakılmıştır.

Şirket İsmi	Son On İki Aylık	Son On İki Aylık	Son On İki Aylık
	ŞD/Satışlar	ŞD/FAVÖK	F/K
Agthia Group PJSC	1,2	8,9	15,0
Alexandria Flour Mills Co.	2,4	n.a.	18,4
B&G Foods, Inc.	1,4	7,6	a.d.
B.F. S.p.A	1,1	211,0	129,6
Bambino Agro Industries	1,2	17,1	32,1
Bunge Global SA	0,3	6,7	7,5
Campbell Soup Company	1,9	10,3	16,0

Şirket İsmi	Son On İki Aylık	Son On İki Aylık	Son On İki Aylık
	ŞD/Satışlar	ŞD/FAVÖK	F/K
Ebro Foods SA	1,0	8,4	14,8
General Mills, Inc.	2,5	12,5	15,3
Gruma SAB de CV Class B	1,2	7,7	15,5
Honeywell Flour Mills Plc	0,6	12,2	a.d.
Lancaster Colony	2,4	19,6	38,5
M. Dias Branco SA	1,3	23,6	23,1
Malayan Flour Mills Bhd.	0,4	11,0	8,4
Monde Nissin Corp.	1,8	12,1	a.d.
NIPPON Corporation	0,5	7,5	12,7
Nisshin Seifun Group Inc.	0,7	8,5	12,2
Nissin Foods Holdings	2,0	15,9	24,5
Nitto Fuji Flour Milling	0,5	5,5	11,6
Nongshim Co., Ltd.	0,5	5,1	13,4
Oman Flour Mills	1,1	14,3	75,1
PT Indofood	2,5	10,3	14,4
Samyang Foods	1,6	11,0	17,2
Treehouse Foods, Inc.	1,1	10,0	23,8
Medyan	1,2	10,3	15,3

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.1.2. Yurt İçi Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri

Yurt içi çarpan analizinde ŞD/Satışlar, ŞD/FAVÖK ve F/K oranları kullanılmıştır. Halka açık gıda şirketleri arasında holding şirketleri, alt Pazar ve yakın izleme pazarında olan şirketler, halka açıklık oranı %10'un altında olan şirketler elenmiştir.

Şirket İsmi	Son On İki Aylık	Son On İki Aylık	Son On İki Aylık
	FD/Satışlar	FD/FAVÖK	F/K
Avod Gıda	1,3	10,2	10,6
Dmr Unlu Mamuller	3,6	25,3	46,3
Eksun Gıda Tarım	0,9	8,6	12,7
Elite Naturel	9,8	22,5	28,9
Fade Gıda Yatırım	5,4	36,9	4,7
Frigo Pak Gıda	1,6	7,8	15,6
Göknur Gıda	1,9	7,1	9,5
Kayseri Şeker Fabrikası	2,4	10,4	5,2
Kereviş Gıda	0,5	6,2	7,3
Kervan Gıda Sanayi	1	7,9	16,4
Konfurt Gıda	2,4	28,4	33,2
Kristal Kola	1	4,6	11,7

Şirket İsmi	Son On İki Aylık FD/Satışlar	Son On İki Aylık FD/FAVÖK	Son On İki Aylık F/K
Kütahya Şeker Fabrikası	2,8	10,3	6,1
Merko Gıda	1,1	6,7	a.d.
Ofis Yem Gıda	0,9	13,4	19,7
Orçay Ortaköy Çay	2,1	7,2	10,6
Oylum Sınai Yatırımlar	1,5	6,6	5,7
Penguen Gıda	1,4	13,8	21,5
Pınar Entegre Et ve Un	1	10,7	9
Pınar Su Ve İçecek	1,5	11,9	a.d.
Pınar Süt	0,7	10,1	9,3
Selva Gıda Sanayi	1,2	12,7	10,5
Söke Değirmencilik Sanayi	1,7	17,7	18
Tat Gıda	1,6	8,4	18,2
Tukaş	2	7,7	7,4
Ulusoy Un	1,2	4,9	17,3
Ülker	0,3	4,6	a.d.
Yayla Agro Gıda	1,4	11,4	9,2
Medyan	1,4	10,1	16,40

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizi Nihai Değer Tablosu

Çarpan Analizi	ŞD/Satışlar	ŞD/FAVÖK	F/K
Yurt İçi Benzer Şirket	1,4x	10,1x	16,4x
Yurt Dışı Benzer Şirket	1,2x	10,3x	15,3x
Çarpan Analizi (Bin TL)	Ağırlık	Sonuç	
Yurt İçi Benzer Şirket Medyanı	50%	8.378	
Yurt Dışı Benzer Şirket Medyanı	50%	7.802	
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		16.180	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.2. “İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi” Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Ünlü Yatırım tarafından yapılan INA Analizinde 2023-2030 yılları için bir nakit akım projeksiyonu ABD Dolar bazında yapılmıştır. Bu çerçevede hesaplanan AOSM tablosu aşağıda verilmektedir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1
Piyasa Primi	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%
Sermaye Maliyeti	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
Sermaye	58,8%	58,8%	58,8%	58,8%	58,8%	58,8%	58,8%	58,8%
Sermaye Payı	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Şirket Risk Primi	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

Borçlanma Maliyeti	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Vergi sonrası borçlanma maliyeti	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Borç	41,2%	41,2%	41,2%	41,2%	41,2%	41,2%	41,2%	41,2%
Vergi sonrası borçlanma oranı	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
AOSM	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Borç/(Borç+Özkaynak) oranının hesaplanırken Şirket'in 2020, 2021, 2022 ve 2023/9 aylık Borç/(Borç+Özkaynak) oranlarının ortalaması dikkate alınmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca bu oran sabit tutulmuştur. Borçlanma maliyeti hesabı Şirket'in mevcut borçlanma maliyetleri göz önünde bulundurularak tahminlenmiş ve projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranının 2,5 puan üstünde bir maliyet öngörülmüştür. Risksiz getiri oranı, son 1 aylık Türkiye Eurobond (19/01/2023) getiri oranı verileri dikkate alınmıştır. Bu bağlamda ortalama getiri %8,0 olarak hesaplanmış, ihtiyatlı tarafta kalmak adına modelde risksiz getiri oranı olarak %8,5 olarak varsayılmıştır.

Hazırlanan projeksiyonlara göre nakit akışı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

İNA(mn USD)	4.Ç 2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	Uç Değer
Hasılat	226	652	719	798	881	942	1.006	1.072	1.072
Büyüme			10,3%	10,99%	10,4%	6,9%	6,8%	6,6%	
Favök	24	78	93	110	126	138	150	163	163
FAVÖK Marjı	10,6%	12,0%	13%	13,8%	14,3%	14,6%	14,9%	15,2%	15,2%
Amortisman ve İtfâ	1	5	5	5	5	5	6	6	3
Fvök	23	73	88	105	121	133	144	157	160
Vergi	-6	-18	-22	-26	-30	-33	-36	-39	-40
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Ticari İşletme Sermayesi	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
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: Fiyat Tespit Raporu

İNA Sonuçları Özet		
Açıklama	Birim	Değer
Projeksiyon Dönemi	mn USD	418
Uç Dönem	mn USD	572
Şirket Değeri	mn USD	991
Net Borç	mn USD	-30
Özkaynak Değeri	mn USD	961
20.12.2023 Kuru	TL/USD	29,1
Özkaynak Değeri	mn TL	27.972

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA analizine göre hesaplanan özsermaye değeri 20.12.2023 tarihli TCMB USD/TL döviz alış satış ortalama kuru olan 29,1 ile çarpılarak 27.972 mn TL'lik bir özkaynak değeri hesaplanmıştır.

7.3. Değerleme Sonucu

Bu raporun değerlendirme yöntemleri başlığı altında açıklandığı üzere, Şirket değerlemesinde Çarpan analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Çarpan analizinde F/K, ŞD/FAVÖK ve ŞD/Satışlar çarpanlarına yer verilmiştir. Şirket'in yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlere göre hesaplanan özkaynak değerleri eşit ağırlıklandırılarak ulaşılan değer 16.180 milyon TL'dir. Şirket'in Ünlü Menkul Değerler tarafından hesaplanan İNA değeri ise 27.972 milyon TL olarak bulunmuştur.

Nihai Değerleme için Benzer Şirket Çarpanları Analizinden gelen değere %60 ve İNA Analizinden gelen değere %40 ağırlık verilerek, şirket değeri 20,897 min TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu (Bin TL)	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	40%	11.189
Çarpan	60%	16.180
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	100%	20.897
Halka Arz Fiyatı Hesaplaması		Değer
Nominal Sermaye		407
Hesaplanan Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri		20.897
Halka Arz İskontosu Öncesi Pay Değeri		51,32
Halka Arz İskonto Oranı		23,5%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri		15.977
Nihai Halka Arz Pay Başına Değer		39,24

Söz konusu ağırlıklandırılmış özsermaye değeri üzerinden halka arz iskontosu öncesi pay değeri 51,32 TL olarak hesaplanmıştır. Bu değere, halka arz iskontosu olarak %23,5 oranında bir iskonto uygulanarak pay başı değer 39,24 TL olarak belirlenmiştir.

8. Görüş

- Oba Makarna için Ünlü Menkul tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun oldukça detaylı, açık, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- Değerleme yaklaşımları içinde Gelir Yaklaşımı için İNA Analizi ve Pazar Yaklaşımı için Yurtiçi/Yurtdışı Benzer Şirket Değerlemesi yöntemlerinin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde F/K, ŞD/FAVÖK ve ŞD/Satışlar çarpanlarının kullanılmasını ve hem yurtiçi hem de yurtdışı çarpana analizi ile hesaplanan değerlere eşit ağırlık verilmesini uygun bulmaktayız.
- İNA Analizinin ABD Doları bazında yapılmasını ve ABD Doları bazında kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplamalarının projeksiyon dönemi boyunca sabit alınmasının makul olduğunu düşünmekle birlikte İNA analizi çerçevesinde önümüzdeki döneme ilişkin kullanılan varsayımların beklendiği gibi gerçekleşmemesi halinde hesaplanan değerden daha farklı değerler çıkabileceğini belirtmek isteriz.
- Çarpan Analizi ve İNA Analizi ile hesaplanan değerlerden, İNA Analizine %60 Çarpan Analizine %40 ağırlık verilmesini ve bu şekilde hesaplanan değere uygulanan %23.5 oranındaki halka arz iskontosunun oldukça makul olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç olarak, Şirket için hesaplanan 39,24 TL pay başına değerın yukarıda belirtilen görüşlerimiz çerçevesinde makul olduğunu düşünmekteyiz.