



Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu

18 Kasım 2022

İçindekiler:

Kısaltmalar	5
1. Giriş	9
2. Şirket Hakkında Bilgiler	12
3. Sektör Hakkında Bilgiler	31
4. Değerleme Yöntemleri	41
5. Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar	44
6. Değerleme.....	45
7. Sonuç.....	58
8. EK-1: Sorumluluk Beyanı	59

Şekiller:

Şekil 1: Üretim Aşamaları.....	15
Şekil 2: Ürün Portföyü.....	19
Şekil 3: Yıllara Göre Ürün Grubu Bazında Ciro Dağılımı (milyon TL)	19
Şekil 4: Hasılat ve Karlılık Göstergeleri.....	28
Şekil 5: İşletme Sermayesi	28
Şekil 6: Net Borç.....	29
Şekil 7: Özkaynaklar, Aktifler, Karlılık Oranları.....	29
Şekil 8: Dünya Tahıl Üretimi ve Kullanımı, Milyar Ton.....	32
Şekil 9: Buğday Üretimi ve Kullanımı, Milyon Ton	33
Şekil 10:Dünya Buğday İhracatı ve İthalatı – Ton/Yüzdesel Dağılım.....	34
Şekil 11:1. Sınıf Buğday Fiyatları Avrupa – ABD Doları/Ton.....	35
Şekil 12: FAO Gıda Fiyat Endeksi 2011 - 2022.....	35
Şekil 13: Türkiye Buğday Üretim Miktarı, Ekim Alanları ve Verim.....	36
Şekil 14: Kırmızı Sert Buğday, Aylık Ortalama Fiyat – TL/Ton	37
Şekil 15: Dünya Un İhracatı ve Türkiye'nin İhracat Pazarı	37
Şekil 16: Türkiye Nüfus Büyümesi ve Un Üretimi	38
Şekil 17: Türkiye Ortalama Buğday ve Un Fiyatları.....	38

Tablolar:

Tablo 1: Ortaklık Yapısı	12
Tablo 2: Tarihçe	12
Tablo 3: Ürün Bazında Ciro Kırılımı	20
Tablo 4: Kanal Bazında Satış Kırılımı	22
Tablo 5: 2019, 2020, 2021 ve 30.09.2022 İtibarıyla En Yüksek Hasılat Tutarına Sahip 10 Müşteri	24
Tablo 6: 2019,2020,2021 ve 30.09.2022 İtibarıyla En Yüksek Satın Alım Tutarına Sahip 10 Tedarikçi	26
Tablo 7: Bilanço.....	29
Tablo 8: Gelir Tablosu	31
Tablo 9 Satış Hacmi ve Satış Tutarına Göre Toplam Türkiye Un Pazarı	39
Tablo 10 BİM,A101 ve Şok Market Hariç Türkiye Un Pazarı	40
Tablo 11 Yurtiçi Pazarda Coğrafi Yapılara Göre Bölgesel Satış Kırılımı	40
Tablo 12 Yurtdışı Benzer Şirketler.....	43
Tablo 13: Değerlemeye Baz Oluşturan Veriler.....	44
Tablo 14: Değerlemeye Baz Oluşturan Net Borç	44
Tablo 15: Satış Kırılımı ve Projeksiyonları	45
Tablo 16: Paketli Un Satışı.....	46
Tablo 17: Profesyonel Un Satışları	46
Tablo 18: Kurabiye Satışları.....	47
Tablo 19: Tahıl ve Glütensiz Un Satışları.....	47
Tablo 20: Ekmek Unu Karışımları Satışları	48
Tablo 21: Puding Satışları.....	48
Tablo 22: Tahıl Satışları	49
Tablo 23: Tali Ürün Satışları	49
Tablo 24: Diğer Satışlar	49
Tablo 25: Genel Yönetim Giderleri	50
Tablo 26: Satış ve Pazarlama Giderleri	51
Tablo 27: Karlılık Tahminleri	51
Tablo 28: Net İşletme Sermayesi	52
Tablo 29: Yatırım Harcamaları.....	52
Tablo 30: AOSM Hesaplaması.....	54
Tablo 31: İNA Tablosu	54
Tablo 32: Duyarlılık Analizi.....	55
Tablo 33: Yurtiçi Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı Değerleri.....	56

Tablo 34: Yurtiçi Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanan Değer	56
Tablo 35: Yurtdışı Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı Değerleri.....	57
Tablo 36: Yurtdışı Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanan Değer	57
Tablo 37: Değerleme Analizi Sonuçları	58
Tablo 38: Halka Arz Fiyatı.....	58

Kısaltmalar

Kısaltmalar	Tanımlar
A101	Yeni Mağazacılık Anonim Şirketi
AB	Avrupa Birliği
A.Ş.	Anonim Şirket
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
Aracı Kurum veya QNB Finans Yatırım	QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
ARO	Metro Grosmarket Bakırköy Alışveriş Hizmetleri Tic. Ltd. Şti.'ye ait marka
Avro	Avrupa Birliği para birimi
B2C	Business to Consumers (Şirketten Tüketicieye)
B2B	Business to Business (Şirketten Şirkete)
Benin	Benin Cumhuriyeti
Big Bag	Sanayi Tipi Büyük Çuval
BİM	BİM Birleşik Mağazalar Anonim Şirketi
BİST, Borsa, Borsa İstanbul	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
Bühler	Bühler Holding AG, merkezi İsviçre'nin Uzwil kentinde bulunan çok uluslu bir İsviçre tesis ekipmanı üreticisi
Covid-19	Aralık 2019'da başlayan, Çin'in Hubei bölgesinin başkenti olan Vuhan kökenli SARS-CoV-olara adlandırılan yeni bir korona virüsün neden olduğu ve 11.03.2020'de Dünya Sağlık Örgütü tarafından ilan edilen Covid-19 pandemisi
Demo Şef Ekibi	Şirket'in 2017 yılında başlattığı birebir nokta ziyaretleri yapıp ürünlerin kullanımı ile ilgili bilgi aktaran uygulama
EDT	Ev Dışı Tüketim Kanalı

FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
FAO	Food and Agriculture Organization (Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Organizasyonu)
FAO Bülteni	FAO'nun Gıda Fiyatları Analizi Bülteni
FAO Raporu	FAO Mahsul Beklentileri ve Gıda Durumu Raporu
FSSC 22000	FSSC 22000 Gıda Güvenliği Sistemi Sertifikası
FVÖK	Faiz, Vergi Öncesi Kar
Gıda Fiyat Endeksi	FAO'nun aylık fiyat değişimlerini izleyerek oluşturduğu endeks
g	Gram
IGC	Uluslararası Tahıl Konseyi
ISO 14001	ISO 14001 Çevre Yönetim Sistem Belgesi
ISO 45001	ISO 45001 İş Sağlığı ve Güvenliği Standardı
İSO	İstanbul Sanayi Odası
kg	Kilogram
KKTC	Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti
Kurul veya SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Ltd	Limited Şirketi
Metro/Metro Toptancı Marketleri	Metro Grosmarket Bakırköy Alışveriş Hizmet Ticaret Limited Şirketi
Migros	Migros Ticaret Anonim Şirketi
MKU Un	MKU Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Mor Un	Şirket'in ürettiği bir çeşit paketli tahıl unu
Nielsen	Nielsen Araştırma Hizmetleri Limited Şirketi
Nielsen Holdings Plc	Amerikan bilgi, veri ve pazarlama ölçümleme firması

Nielsen Perakende Araştırma Raporu	Nielsen Araştırma Hizmetleri Limited Şirketi'nin tüketim ürünlerinin nihai tüketiciye yönelik perakende satışına ilişkin hazırladığı rapor
NielsenIQ Raporu	Şirket'in talebi üzerine 31/10/2022 tarihinde Nielsen tarafından yapılmış olan ve un sektörüne ilişkin pazar payı araştırması
Pay Tebliği	22.06.2013 tarihli ve 28685 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan VII-128.1 Pay Tebliği
Pehlivanoğlu	Ali Pehlivanoğlu Gıda Pazarlama İnşaat Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi Hanif Pehlivanoğlu Mark. Gıda Paz. Sanayi ve Ticaret A.Ş. Muharrem Pehlivanoğlu Mark. Gıda Paz. Sanayi Ve Tic. A.Ş.
Pizza Unu	Şirket'in halihazırda yalnızca Ankara-Sincan fabrikasında üretilen bir çeşit paketli un
Sarı Un	Şirket'in halihazırda yalnızca Ankara-Sincan fabrikasında üretilen bir çeşit tahıl unu
Söke Un, Şirket veya İhraççı	Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Şok Market	Şok Marketler Ticaret Anonim Şirketi
T.C.	Türkiye Cumhuriyeti
T.C. Tarım ve Orman Bakanlığı	Türkiye Cumhuriyeti Tarım ve Orman Bakanlığı
Tahıl Koridoru	22.07.2022 tarihli Tahıl ve Yiyecek Maddelerin Ukrayna Limanlarından Emniyetli Sevki Girişimi Belgesi uyarınca oluşturulan Tahıl Koridoru
TCMB, Merkez Bankası	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEPGE	Tarımsal Ekonomi ve Politika Geliştirme Enstitüsü
TEPGE Raporu	TEPGE'nin Tarım Ürünleri Piyasa Raporu
TL	Türk Lirası
TMO	Toprak Mahsulleri Ofisi
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları ile bunlara ilişkin ek ve yorumlar

TPE	Türk Patent ve Marka Kurumu
TSE	Türk Standartları Enstitüsü
TSE Uygunluk Sertifikası	Türk Standardı bulunan ilgili konularda firmalarının sahip olduğu ürünlerin, Türk Standartları'na uygunluğu gösteren sözleşme ile TSE markasını kullanmaya izin veren, firmalar adına da düzenlemeleri gerçekleştirilen, üzerlerinde de TSE markası kullanılan malların da cinsi, sınıfı, tipi ve türünü ifade ederek geçerlilik süresi de en az bir yıl olan belgedir.
Türk Gıda Kodeksi	Türkiye'de satışa sunulan gıdalara ilişkin hijyen, etiketleme, pestisit ve veteriner ilaç kalıntıları, ithalat ve ihracat denetimi ve belgelendirme sistemi, tahlil ve numune alma yöntemleri, gıda katkı maddeleri, beslenme ve özel diyet amaçlı gıdalar gibi genel standartların yanı sıra taze, dondurulmuş ve işlenmiş her çeşit gıda ve gıda ürünlerine özgü belirli standartlara ait veri tabanı
Türkiye'nin Tahıl Ambarı	Türkiye Cumhuriyeti İç Anadolu Bölgesi
Türkiye Perakende Un Pazarı	Türkiye Cumhuriyeti'nde un ürünlerinin bir işletmeden nihai tüketiciye sunulduğu pazar
Ulusoy Un	Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.
World Bank	Dünya Bankası

1. Giriş

Raporun Amacı

Bu rapor QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finans Yatırım") ile Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Söke Un") arasında 22/09/2022 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerın Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesine uygun olarak belirlenmesi amacıyla 22.01.2016 tarih ve G-040 (315) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip QNB Finans Yatırım tarafından hazırlanmıştır. Ayrıca QNB Finans Yatırım, rapor tarihi itibarıyla Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar Listesi'nde yer almaktadır.

Değerleme Çalışmasında Uygulanan Esaslar

A- Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Meslek Kuralları ve Etik İlkeler

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

- Değerleme çalışması yapılırken dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket'in hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme hizmeti, ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisans belgelerine sahip değerleme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları doğrultusunda yerine getirilmiştir.
- Değerleme projesini alabilmek maksadıyla bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde bir reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, ön yargılı görüş ve analizleri içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen görevler kabul edilmemiştir.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek maksadıyla zamanında ve verimli bir şekilde hareket edilmiştir.
- Değerleme işi bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Değerleme hizmeti, haksız rekabete yol açmayacak şekilde mesleki sorumluluk bilinci ve mesleki kurallar çerçevesinde yerine getirilmiştir.

B- Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan ve değerleme çalışmasında kullanılan tüm veriler, kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış verilere ve Şirket adına Finansal Eksen Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından 2019-2020-2021 yılları ve 30.09.2022 tarihli ara dönem için hazırlanmış özel bağımsız denetim raporuna ve QNB Finans Yatırım'ın analizlerine dayanmaktadır.

Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere QNB Finans Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin oluşmadığı varsayılmış olup bu bilgilerin güvenilir ve doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

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

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerleme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılması ihtimal dahilindedir.

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

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

Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

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

QNB Finans Yatırım olarak, fiyat tespit raporunda yer alan bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan etmekle birlikte, tarafımızla paylaşılan bilgilerin doğru olmadıklarının ortaya çıkması halinde QNB Finans Yatırım ve çalışanlarınca herhangi bir sorumluluk kabul edilmeyecektir.

Değerleme çalışması yapılan aktifler için ayrı bir hukuki çalışma yürütülmemiştir. Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapılmadığı gibi, bu konularda bir sorumluluk QNB Finans Yatırım tarafından üstlenilmemiştir.

C- Yetkinlik Beyanı

Söke Un'un güncel şirket değerinin tespit edilmesi amacıyla tarafımızca düzenlenen İşbu Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Kurul'ca geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip en az 10 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden,
- Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerleme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerin bulunduğu,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olan,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurların bulunduğu,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olan,
- Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile arasında değerleme hizmeti sözleşmesi bulunan,
- Değerleme çalışmasını talep eden şirket işe doğrudan veya dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmayan,

- Değerleme faaliyetlerinin başta bağımsızlık, tarafsızlık, mesleki özen ve titizlik olmak üzere etik ilkelere ve söz konusu düzenlemelerde yer alan ilgili hükümler ve genel kabul görmüş uluslararası standartlarına uygun olarak gerçekleştiren niteliklere sahip olduğumuzu, raporda yer alan değerleme çalışmalarının SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'e ve Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak yapıldığını beyan ederiz.

D- Sorumluluk Beyanı

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

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerine 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.

Değerleme Çalışmasını Yöneten Uzmana İlişkin Bilgiler

Kadir Alper Urgancı – QNB Finans Yatırım - Yatırım Bankacılığı / Grup Yöneticisi

Farklı kurumlarda 14 yılın üzerinde Kurumsal Finansman ve Yatırım Bankacılığı alanlarında tecrübesi bulunan Kadir Alper Urgancı, Boğaziçi Üniversitesi Kimya Mühendisliği bölümünden lisans derecesine ve İngiltere'de bulunan Royal Holloway - Londra Üniversitesi, Uluslararası Yönetim bölümünden yüksek lisans derecesine sahiptir. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na (Belge No:204166) sahiptir.

Kullanım, Dağıtım veya Yayımlanma Kısıtlamaları

İşbu rapor muhatabı olan Söke Un'un dahili kullanımı ve paylarının ilk halka arzı işlemleri ile ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır. VII-128.1 sayılı Pay Tebliği hükümleri gereğince Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanacak olan bu rapor QNB Finans Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen yayımlanamaz, çoğaltılamaz veya dağıtılamaz.

2. Şirket Hakkında Bilgiler

Sermaye Bilgisi ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in 309.000.000 TL'lik sermayesi, çıkarılmış sermayenin %10,00'ına tekabül eden 30.900.000,01 TL nominal değerli 30.900.000,01 adet A Grubu nama yazılı, %90,00'ına tekabül eden 278.099.999,00 TL nominal değerli 278.099.999,00 adet B Grubu hamiline yazılı paylara ayrılmıştır.

Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 309.000.000 TL'den 386.500.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılacak 77.500.000 TL nominal değerli B grubu pay halka arz edilecektir.

Halka arzdan elde edilecek gelir ile Şirket, güneş enerjisi santrali yatırımı, ilave hammadde ve mamul deposu kapasite artışı yatırımı, unlu mamuller tesisi için tesis makine ve cihaz yatırımı, işletme sermayesi ve finansal yatırım yapmayı hedeflemektedir. Halka arz sonrasında planlanan ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir.

Tablo 1: Ortaklık Yapısı

Grubu	Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Toplam (TL)	Sermaye Oranı (%)	Toplam (TL)	Sermaye Oranı (%)
A	Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.	30.900.001	10,00	30.900.001	8,00
B	Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.	278.099.999	90,00	278.099.999	71,95
B	Halka Açık Kısım	-	-	77.500.000	20,05
		309.000.000	100,00	386.500.000	100,00

Tarihçe

Şirket 15.06.1961 tarihinde Söke Değirmencilik ve Ticaret Limited Şirketi unvanı ile kurulmuştur. Şirket faaliyetleri bakımından önemli olaylar aşağıdaki gibidir:

Tablo 2: Tarihçe

Tarih	Gelişme
1961	Şirket, Söke Değirmencilik ve Ticaret Limited Şirketi unvanlı bir limited şirket olarak tescil edilerek kurulmuştur.
1963	Aydın-Söke Fabrikasının mevcut adresinde İsviçreli Bühler makineleri ve teknolojisi kullanarak günlük 60 ton buğday işleme kapasitesine sahip tesis (Değirmen 1) kurulmuş ve bölgesel olarak çuval ambalaj satışlarına başlanmıştır.
1982	Şirket, Aydın-Söke Fabrikası'nda Değirmen 1 kapasite artışı yatırımı, ikinci değirmen (Değirmen 2) ilk faz yatırımı tamamlayarak toplam günlük buğday işleme kapasitesini 440 tona çıkarmıştır.
	Aydın-Söke Fabrikası'nda Profesyonel Satış Kanalı ürünleri paketleme hattı birinci faz yatırımı tamamlamıştır.

1984	Şirket, Aydın-Söke Fabrikasında ev içi tüketim için paketli un ürünleri paketleme hattı yatırımını gerçekleştirerek paketli un pazarına öncü firma olarak girmiştir.
	"Söke" markası T.C. Türk Patent Enstitüsü'nde ("TPE") tescil edilmiştir.
1993	Şirket, Aydın-Söke Fabrikasında ikinci değirmen (Değirmen 2) ikinci faz yatırımını tamamlayarak genel üretimde otomasyona geçmiştir ve toplam günlük buğday işleme kapasitesini 580 tona çıkarmıştır.
	Aydın-Söke Fabrikasında Profesyonel Satış Kanalı ürünleri paketleme hattı ikinci faz yatırımını tamamlamıştır.
1996	Unvan değişikliği yapılarak Söke Değirmencilik Tekstil Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi olarak tescil edilmiştir.
2002	Aydın-Söke Fabrikası'nın mevcut adresinde İsviçreli Bühler makineleri ve teknolojisi kullanarak temizlik ve tavlama hatlarında tam otomasyona geçmiştir.
2003	Şirket, Aydın-Söke Fabrikası'nda paketli hatta kepekli un üretim ve satışına başlamıştır.
2005	Şirket, Aydın-Söke Fabrikası'nda kurulan yeni hatlar ile çeşitli puding karışımları üretim ve satışına başlamıştır.
2008	Unvan değişikliği yapılarak Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi olarak tescil edilmiştir.
2013	Şirket, Aydın-Söke Fabrikası'nda kurulan yeni izole hatlar ile çeşitli paketli glütensiz un üretim ve satışına başlamıştır.
	"Söke" markası "tanınmış marka" olarak TPE'de tescil olmuştur.
2015	Şirket'in 100% hissesi, Mom's Kitchen International Sarl hâkim ortaklığında olan MKU Un Sanayi ve Ticaret A.Ş. tarafından satın alınmıştır.
	Şirket'in İstanbul şubesi İstanbul Sicil Müdürlüğü nezdinde tescil edilerek açılmıştır.
2016	Şirket, birleşme işlemi neticesinde hisselerini elinde bulunduran MKU Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.'yi külliye devralmıştır.
	Şirket'te kurumsal yeniden yapılandırma yapılmış, üst düzey profesyonel yönetime geçilmiştir.
	Şirket, endüstriyel satış kanalına da ağırlık vermeye başlamıştır.
2017	Şirket, buğdaydan farklı olarak diğer tahıl çeşitlerini de üretebilmek amacı ile Aydın-Söke Fabrikasında günlük toplam 60 ton kapasiteye sahip üçüncü değirmeni (Değirmen 3) kurmuştur.
	Şirket, Aydın-Söke Fabrikası'nda demir ve folik asit ile zenginleştirilmiş unun üretim ve satışına başlamış, aynı zamanda ekmek unu ve glütensiz un karışımları ürün portföyünü genişletmiştir.
	Şirket, Ankara-Sincan Fabrikasını satın alma opsiyonlu olarak kiralamış ve Ankara-Sincan Fabrikası içine yapılan teknolojik iyileştirme yatırımları ile kapasitesini 800 tona çıkarmıştır.

2018	Bu yeni oluşumla Şirket'in iki lokasyondaki günlük toplam buğday işleme kapasitesi 1440 tona çıkmıştır.
	Şirket'in Ankara şubesi, Ankara Ticaret Sicil Müdürlüğü'nde tescil edilerek açılmıştır.
	Şirket sosyal medyada "Söke Profesyoneller Kulübü" nü kurarak profesyonel satış kanalındaki ustalar ve şeflere ayrıcalıklı hizmet sunmaya başlamıştır.
2020	Şirket, "Söke" markası ile çeşitli kurabiye ürünlerini fason ürettirerek piyasaya sunmuş ve pilot satış yapmaya başlamıştır.
2021	2020 İSO ikinci 500 listesinde 5. sırada yer almaktadır.
2022	Şirket hisselerinin tamamı 11.01.2022 Ulusoy Un tarafından satın alınmıştır.
	Şirket Ankara-Sincan Fabrika binasını satın almıştır.

Faaliyetler Hakkında Genel Bilgiler:

Şirket 1963 yılında un ve un karışımları üretimini ve satışını gerçekleştirmek üzere faaliyete geçmiştir. Şirket un ve un karışımları üretimini Aydın-Söke'de ve Ankara-Sincan'da yer alan fabrikalarında gerçekleştirmektedir. Aydın-Söke Fabrikası 19.356 metrekaresi kapalı olmak üzere 51.674 metrekare alan üzerinde kurulmuştur ve 20.12.2021 tarihli Kapasite Raporu'na göre 192.000 ton/yıl toplam üretim kapasitesine sahiptir. Ankara-Sincan Fabrikası ise 7.638 metrekare kapalı olmak üzere toplam 22.994 metrekare alan üzerinde kurulmuş olup 11.02.2022 tarihli Kapasite Raporu'na göre 240.000 ton/yıl buğday işleme kapasitesine sahiptir. Şirket, 2021 İSO ikinci 500 listesinde 145. sırada yer almaktadır. 2022 yılı Ocak ayında Şirket'in paylarının %100'ü Ulusoy Un tarafından satın alınmıştır.

Söke Un'un ana faaliyetleri tüketicilere yönelik (B2C) paketli un, tahıl unu, glütensiz un, ekmek unu karışımları, ev dışı tüketim noktaları için profesyonel ürünler (B2B), perakende firmaları ve endüstriyel müşteriler için özel markalı un ve puding üretimi ve satışından oluşmaktadır. Şirket ayrıca un üretim sürecinde meydana çıkan çeşitli tali ürünlerini gıda ve yem sektörüne satmaktadır. Şirket 2022 yılının ilk dokuz ayı itibari ile satışlarının %96'sını yurt içine gerçekleştirmektedir. 2022 yılının ilk dokuz ayı için satışların ciroasal bazda %37'sini profesyonel ürünler, %16'sını özel markalı paketli ürünler, %15'ini paketli ürünler ve %13'ünü de tali ürünler oluşturmaktadır. Söke Un'un, ürün portföyünde bu ana ürün gruplarının yanı sıra tahıl unları, glütensiz ürünler, ekmek unu karışımları gibi ürünlerin bulunması tüketici memnuniyeti sağlanmasına ve tüketiciye en çok çeşit sunan markalardan olması hedefine hizmet etmektedir.

Nielsen Perakende Araştırma Raporuna göre [Kaynak: 31/10/2022 Nielsen IQ Raporu] Söke Un, Türkiye Perakende Un Pazarı'nda (İndirim Marketleri Hariç), 2021 yıl sonu itibari ile %22,6 ve 30.09.2022 itibari ile ilk dokuz ay için %20,3 ciro payı ile lider konumdadır. Şirket'in paketli un ürünleri Türkiye çapında birçok perakende satış noktasında yaygın olarak satılmaktadır.

Söke Un, Türkiye'nin iki farklı bölgesinde iki adet üretim tesisine sahiptir. Aydın-Söke Fabrikası'nın Söke Ovası'nın ortasında yer alması ve İzmir limanına yakın konumu, Şirket'in hem yerel hem de ithal buğdaya erişimde kolaylık sağlamakta ayrıca turizm merkezlerine yakınlığı da özellikle yaz aylarında Şirket'e hedef pazarlara erişimde lojistik avantaj sağlamaktadır. Ankara-Sincan Fabrikasının da ülke coğrafyasındaki merkezi konumu Şirket'e hem İç Anadolu Bölgesi'ndeki nitelikli buğday kaynaklarına erişimde kolaylık hem de yurtiçi ürün dağıtımında lojistik avantaj sağlamaktadır.

Global gıda arzına ilişkin hammadde, imalat ve lojistik sorunlar, gıda arz güvenliğine ilişkin kaygıların artması, iklim krizinin derinleşmesi; sürdürülebilir gıda üretimi ve tedariği yapabilen firmaların önemini artırmış, bu bağlamda Şirket de stratejisini sürdürülebilir üretim ve tedariği ön plana çıkaracak şekilde belirlemiştir.

Şirket üretiminin ana hammaddesi buğdaydır. Buğday piyasasındaki arz durumuna ve Şirket'in üretim ihtiyaçlarına göre yerli veya ithal buğday kullanılmaktadır. Şirket paylarının tamamının Ulusoy Un tarafından satın alınmasıyla birlikte Şirket, Ulusoy Un'un uluslararası ve yerli buğday piyasalarındaki büyük ölçekli satın alma bilgi birikim ve deneyimlerinden faydalanmaya başlamıştır.

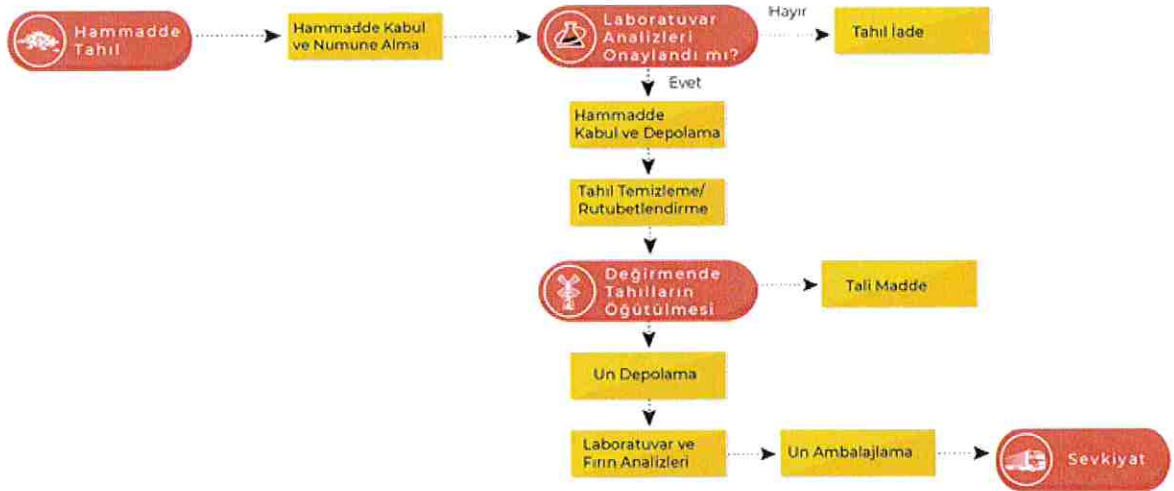
Şirket'in hedefleri arasında yeni ürün ve kategori lansmanlarıyla birlikte ürün portföyünü genişletip un sektörünün yanı sıra, unlu mamuller pazarının önemli oyuncularından biri olmak yer almaktadır.

Söke Un, piyasadaki kalite standartlarını yakalamak, ihracat fırsatlarını değerlendirmek için farklı kalite belgelerine sahiptir. Çevreyi koruma ve sürdürülebilirlik kriterlerinin gereklerine uymak için ISO 14001 Çevre Yönetim Sistemi Sertifikasını ve Sıfır Atık Belgesini almıştır. Söke Un ürettiği unların hijyenik gerekliliklerini karşılamak kapsamında ise FSSC 22000 Gıda Güvenliği Sistemi Sertifikası'na ve TSE Uygunluk Sertifikası'na sahiptir.

Söke Un'da müşterilerinin yanı sıra çalışanlarının sağlığı ve memnuniyeti de ön planda tutulmaktadır. Aydın-Söke ve Ankara-Sincan Fabrikalarında İş Sağlığı ve Güvenliği konusunda süreçlere azami özen gösterilmekte olup Şirket'in bu kapsamda İş Sağlığı ve Güvenliği ile ilgili ISO 45001 sertifikası bulunmaktadır.

B. Üretim

Şekil 1: Üretim Aşamaları



Üretim Süreci

Söke Un müşterilerinin beklentilerini tam anlamıyla karşılayabilmek için "amaca uygun" un üretimi gerçekleştirmektedir. Üretim sürecinin çeşitli aşamalarında, üretilecek unun çeşidine (baklavalık, yufkalık, ekmeklik, vb.) göre süreç farklılık göstermektedir. Müşteri siparişi doğrultusunda, üretilecek ürüne göre kullanılacak buğday paçalı belirlenir.

Aydın-Söke Fabrikası günde 640 ton buğday işleme kapasitesine, Ankara-Sincan Fabrikası günde 800 ton buğday işleme kapasitesine sahiptir.

a. Hammadde Kabul ve Numune Alma

Üretim süreci hammadde alımı ile başlamaktadır. Söke Un'un fabrikalarına ulaşan buğday ve diğer tahıl yükünün çeşitli noktalarından otomatik sondalar ile alınan numuneler pnömatik sistemle üretim tesislerindeki laboratuvarlara iletilmektedir.

b. Laboratuvar Analizleri ve Tasnif

Söke Un laboratuvarları kendi alanında güncel teknolojiye sahip, dünya standartlarında analiz sonuçları verebilen cihazlara sahiptir. Laboratuvara aktarılan buğday ve diğer tahıllar, kalite kontrol birimi ekipleri tarafından analiz edilmektedir. Analiz sonuçlarına göre kabul kriterlerine uyan buğday ve diğer tahıllar, cins ve analiz değerlerine ve kullanılabilecekleri un tipine göre farklı silolara gönderilmektedir. Kabul kriterlerine uygun olmadığı belirlenenler iade edilmektedir.

c. Depolama

Silolara alınan buğday ve diğer tahılların, beklediği süre zarfında periyodik olarak ısı, rutubet ve diğer kritik depolama özellikleri kontrol edilerek depolama süresi boyunca teslim alındığı tarihteki standartlarının korunması amaçlanmaktadır.

d. Temizleme ve Tavlama

Buğday ve diğer tahıllar öğütme öncesinde temizleme ve tavlama aşamalarından geçmektedirler.

Temizleme işlemi; boyut, şekil, yoğunluk, manyetik hassasiyet ve renk gibi farklı kriterlere göre yapılır. Hammadde içindeki tarladan, hasat işleminden, nakliye ve depolama süreçlerinden kaynaklanabilen; taş, toprak, toz, farklı tohumlar, başak sapları, saman taneleri ve metal parçaları gibi maddeler ayrılmaktadır. Buğdayın dış kabuğu soyulmakta ve kabuk kısmındaki istenmeyen bulaşların son ürüne geçmesi önlenmektedir. Kırık ve hafif taneli buğdaylar hatalı un üretiminin asgariye indirilmesi için bu aşamada ayrıştırılmaktadır.

Temizleme ile beraber uygulanan tavlama işleminde amaç; buğdaya su verilmesi ve suyun buğdayın orta noktasına ulaşması için beklenmesidir. Tavlama işlemi yüksek randımanlı ve gıda mevzuatına uygun un üretimi için kritiktir. Doğru bir tavlama süreci öğütme sürecinde buğdayın kepek kısmının etkin ayrılması ve müşteri beklentilerini karşılayan randımanda un elde edilebilmesini sağlamaktadır.

e. Değirmende Tahılların Öğütülmesi

Son üründe istenilen standartta un elde etmek için, temizleme ve tavlama işlemleri sonrasında bu aşamaya gelen buğday ve diğer tahıllar, değirmen makinelerinde öğütülerek un haline getirilmektedir. Öğütme sürecinde buğday tanesinin içinde bulunan ve endosperm olarak adlandırılan unlu kısım, buğday tanesinin dışında yer alan kepek katmanından ayrılır. Öğütme hatlarından alınan numuneler teknolojik cihazlar ile donatılmış laboratuvarlarda hızlıca analiz edilmektedir. Kalite kontrol testleri müşteri beklentilerini karşılayan "amaca uygun" üretimin gerçekleştirilebilmesi için üretim süreçlerinin çeşitli aşamalarında yapılmaktadır.

f. Un Depolama

Öğütme sonrası elde edilen unlar 212 mikron (0,212 mm) aralıklı kontrol eleklerinden geçirilerek ilgili un silolarına el değmeden pnömatik sistemlerle gönderilmektedir. Üretilen un silolarda dinlendirilirken sevkiyat öncesi analizleri yapılmaktadır. Analizler sonrasında kalite birimince salıverme izni verilen un ilgili dolum hatlarına iletilmektedir. Un silo alanları sadece yetkili personelin girmesine olanak sağlayan sistemlerle donatılmıştır ve depolama koşulları sürekli kontrol edilmektedir.

g. Laboratuvar ve Fırın

Sevkiyat öncesi testlerde, laboratuvar testlerinin yanı sıra fırın testleri de yapılarak, sonuçları analiz edilir. Fırın testleri, Söke Un'un fabrikalarında üretilen unun kullanım yerine göre bünyesindeki test fırınlarında nihai ürüne (ekmek, baklava, börek, simit vb) dönüştürülmesi suretiyle yapılmaktadır.

Bu sayede Söke Un, endüstriyel kanaldan, ev kullanıcılarına kadar tüm müşterilerinin son ürünlerdeki spesifikasyon ve performans beklentilerini yerine getirebilmektedir. Laboratuvarlardaki teknolojik cihazlar pazarda kullanılan spesifikasyon ve standartlarına ilişkin analiz verilerini karşılayabilecek nitelik ve kapsamdadır.

h. Un Ambalajlama

Söke Un, ürettiği unları farklı birçok boyutta müşteriye sunma yetisine sahiptir. Ev kullanıcıları için küçük paketlerde ambalajlamaya 1984 yılında başlayan Söke Un, halihazırda 1, 2, 5, 7, 10 kg ambalajlarda ürünler sunabilmektedir. Endüstriyel kanalda ise 25 kg'lık kraft ambalajlar ve 50 kg'lık polipropilen çuvalar, 1 ton'luk bigbag veya silobaslarla dökme olarak sevk yapabilmektedir.

Ambalajlama hatlarında dolum öncesinde elekler ve dolum sonrasında gramaj kontrol makineleri ve metal dedektörler kullanılarak üretilen ürünler kontrol edilerek müşterilere sevk edilmektedir.

Ambalajlama, Şirket'in ambalajlama hatlarında bulunan teknoloji ve kapalı sistem çalışan dolum makineleri ile el değmeden gerçekleştirilmekte, böylece üretim süreci baştan sona el değmeden tamamlanmaktadır.

ı. Sevkiyat

Söke Un, geniş satış ağı sayesinde Türkiye'de geniş bir alana sevkiyat yapmaktadır ve taşıma hizmeti verecek araçların gıda ürünlerini taşımaya uygun olmasına özen göstermektedir. Bayiler, Şirket'in satış ekipleri tarafından sıklıkla ziyaret edilmekte ve unun bayilerin depolarında kaldığı süre zarfında tazeliğini koruması için gereken şartlar hakkında bilgilendirilmektedir.

Fabrikalar

Şirket, un üretimini Aydın-Söke ve Ankara-Sincan'da yer alan fabrikalarında gerçekleştirmektedir. Aydın-Söke Fabrikası 1963 yılında kurulmuş olup yıllar içinde müteaddit kapasite arttırımı ve modernizasyon yatırımları yapılmıştır. Ankara-Sincan Fabrikası ise Şirket tarafından Ocak 2018'de satın alma opsiyonlu kiralanmıştır. Haziran 2022'de opsiyonun kullanılmasıyla satın alınmıştır.

Aydın-Söke ve Ankara-Sincan Fabrikalarındaki makine parkuru, dünyanın önde gelen üreticilerinin makinelerinin yanı sıra, son zamanlarda dünya pazarında söz sahibi olan yerli makine üreticilerinin makinelerinden de oluşmaktadır.

Üretim süreçlerinde kullanılan makinelerin ve otomasyon sistemlerinin verimli ve güvenli şekilde çalıştırılmasında tecrübeli ve yetkin personel önemlidir. Tüm makineler yüksek otomasyona sahip kontrol sistemleriyle kumanda edilmektedir. Bu sistem sayesinde dünyanın her yerinden üretim verileri izlenebilmekte ve tek tuşla tüm değirmen sistemi çalıştırılıp durdurulabilmektedir. Üretim ile ilgili veriler her beş dakikada bir alınmakta ve arşivlenmektedir. Üretim süreci baştan sona el değmeden çalışan hatlarla gerçekleştirilmektedir. Her iki fabrikada da tahıl kabulü, üretim süreç kontrolü ve bitmiş ürün analizleri için test laboratuvarı bulunmaktadır.

Aydın – Söke Fabrikası

Aydın'ın Söke ilçesinde 1963 yılından beri faaliyet gösteren Aydın-Söke Fabrikası, uzun geçmişine dayanan tecrübesi, her yıl teknolojisinde yaptığı geliştirmeler ile Türkiye'nin önde gelen işletmelerinden biri konumundadır.

Aydın-Söke Fabrikası, 19.356 metrekaresi kapalı alan olmak üzere toplam 51.674 metrekarelik alana sahiptir. Aydın-Söke Fabrikası 192.000 ton/yıl buğday işleme kapasitesine, 293.000 ton/yıl profesyonel ürünler için un ambalajlama kapasitesine ve 110.000 ton/yıl paketli un ambalajlama kapasitesine sahiptir.

Aydın-Söke Fabrikası'nın Söke Ovası'nın ortasında bulunması, bölgesindeki yerel buğday temininde Şirket'e nakliye avantajı sağlamaktadır. Ayrıca ilgili fabrikanın İzmir Limanı'na yaklaşık 100 km uzaklıktaki konumu ithal buğday tedariki konusunda da benzer şekilde bir avantaj sağlamaktadır. Turizm bölgelerine yakın konumu da bu bölgelerde özellikle yaz aylarında artan tüketime cevaben nakliyede kolaylık ve maliyet avantajı sağlamaktadır.

Aydın-Söke Fabrikası'nda 15.000 ton hammadde depolanabilmekte, depolama kapasitesinin artırılması planlanmaktadır. Aydın-Söke Fabrikası'nda, temizleme, tavlama ve öğütme hatlarını içeren farklı binalarda üç adet değirmen ünitesi bulunmaktadır. Değirmen 1, Değirmen 2 ve Değirmen 3 sırasıyla; günlük 240, 340 ve 60 ton buğday işleme kapasitesine sahiptir. Değirmen 1 ve Değirmen 2'de buğday öğütülmekte, Değirmen 3'te buğdayın yanı sıra çavdar, yulaf, arpa, kara buğday, siyez gibi farklı tahıllar da öğütülebilmektedir. Bu fabrikada paketli unlar, tahıl unları, glütensiz ürünler, ekmek unu karışımları, profesyonel ürünler, özel markalı ürünler ve tali ürünler üretimi yapılmaktadır. Glütensiz ve organik unlar, Aydın-Söke Fabrikası bünyesindeki bu amaçlara uygun izole üretim hatlarında yapılmaktadır. Ayrıca, Aydın-Söke Fabrikası'nda bulunan toz karışım hatlarında 250 gramdan 20 kiloya kadar çeşitli ekmek unu karışımları ve 115-150 gram puding karışımları üretilebilmektedir. Paket unlardan Mor Un da sadece bu fabrikada üretilmektedir.

Ankara-Sincan Fabrikası

Ankara-Sincan Fabrikası Şirket tarafından Ocak 2018'den beri satın alma opsiyonlu kira sözleşmesine istinaden kullanılmakta iken Haziran 2022'de opsiyonun kullanılmasıyla birlikte satın alınmıştır.

Ankara-Sincan Fabrikası 7.638 metrekaresi kapalı alan olmak üzere toplamda 22.994 metrekarelik alana sahiptir. Bu fabrika 240.000 ton/yıl buğday işleme kapasitesine, 230.175 ton/yıl profesyonel ürün ambalajlama kapasitesine ve 113.934 ton/yıl paketli un ambalajlama kapasitesine sahiptir.

Ankara-Sincan Fabrikası'nın, "Türkiye'nin Tahıl Ambarı" olarak bilinen İç Anadolu'ya yakın konumda yer alması buğday tedariki konusunda nakliye maliyetinde avantaj sağlamaktadır. Ayrıca, Türkiye'nin lojistik açıdan merkezi bir noktasında yer aldığından, özellikle Türkiye'nin diğer bölgelerine taşınacak ürünler için nakliyede kolaylık ve maliyet avantajı sağlamaktadır.

Ankara-Sincan Fabrikası'nda 9.000 ton hammadde depolanabilmekte, depolama kapasitesinin artırılması planlanmaktadır. Bu fabrikada; temizleme, tavlama ve öğütme süreçlerini içeren aynı binada üç değirmen ünitesi bulunmaktadır. Değirmen 4, Değirmen 5 ve Değirmen 6 sırasıyla; günlük 300, 300, 200 ton buğday işleme kapasitesine sahiptir. Her üç değirmende sadece buğday öğütülebilmektedir. Bu fabrikada paketli unlar, profesyonel ürünler, özel markalı ürünler ve tali ürünler üretimi yapılmaktadır. Paketli un çeşitlerinden Sarı Un ve Pizza Unu sadece bu fabrikada üretilmektedir.

QNB FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Esatpaşa Mah. Büyükdere Cad. Kat: 6
Kule Binası Kat: 6-7 34398 Şişli/İST.
İstanbul Ticaret Odası: 356651
Mersis No: 0838003880104538000000
Boğaziçi Kurumlar V.D: 3880104535
www.qnbf.com

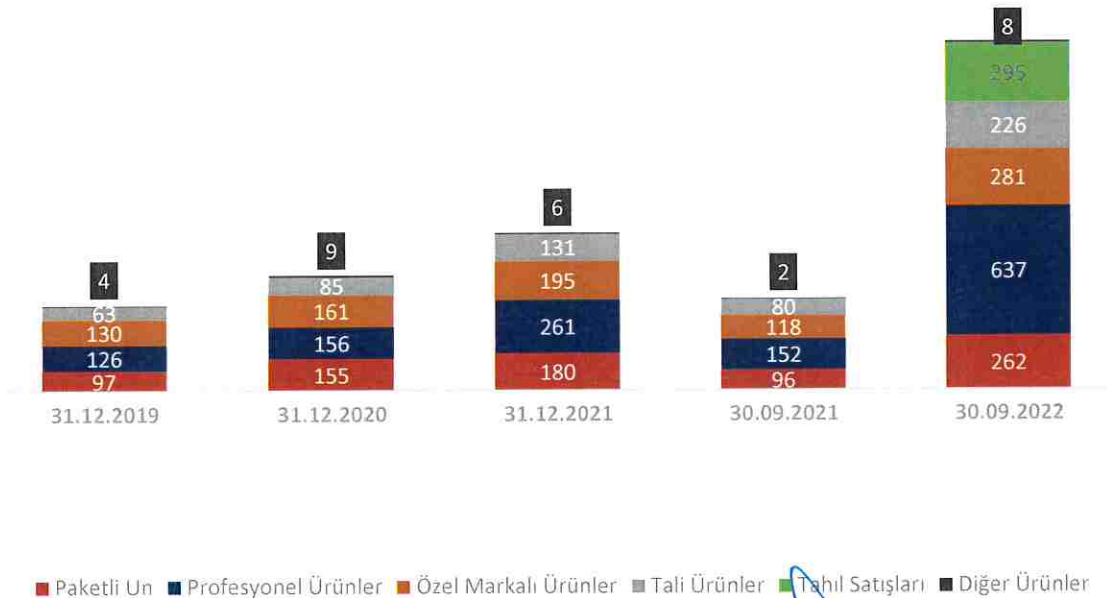
C. Ürünler

Söke Un'un üretimini ve satışını yaptığı ürün grupları yedi ana kategoride değerlendirilmektedir. Bu kategoriler: paketlenmiş unlar, tahıl unları, glutensiz ürünler, ekmek unu karışımları, profesyonel ürünler, özel markalı ürünler ve tali ürünlerdir.

Şekil 2: Ürün Portföyü

	Ürün Gramajları	Ürün Çeşitleri
Paketli Un	1 kg, 2 kg, 5 kg, 7 kg, 10 kg	
Tahıl Unları	500 gr, 1 kg	
Glutensiz Ürünler	225 gr, 250 gr	
Ekmek Karışımları	500 gr, 1 kg, 2kg	
Profesyonel Ürünler	25 kg, 50 kg	
Özel Markalı Üretim		Tali Ürünler

Şekil 3: Yıllara Göre Ürün Grubu Bazında Ciro Dağılımı (milyon TL)



Tablo 3: Ürün Bazında Ciro Kırılımı

Ciro Kırılımı (milyon TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Paketli Un	97	155	180	96	262
Tahıl Unları	2	1	1	1	3
Glütensiz Unlar	1	1	1	1	1
Ekmek Karışımları	1	4	0	0	1
Profesyonel Ürünler	126	156	261	152	637
Özel Markalı Ürünler	130	161	195	118	281
Tali Ürünler	63	85	131	80	226
Kurabiye	-	1	0	0	0
Puding	0	1	1	1	2
Diğer	0	1	2	0	295
Toplam	419	566	773	448	1.709

Paketli Unlar

Paketli unlar, tüketici ürün grubu içinde en yüksek hacimli satış yapılan ürün kategorisidir. 2021 yıl sonu itibari ile ciroasal bazda %23, 2022 ilk dokuz ayı itibari ile de %15 paya sahiptir. Bu kategori içinde en çok satılan ürünler geleneksel un, baklavalık böreklik un ve tam buğday unudur. Kepekli un, organik un ve pizza unu da yine bu kategori içinde satılan ürünler arasındadır. Söke Un'un farklı ihtiyaçlar için çeşitli ürün portföyüne sahip olması tüketicilerin memnuniyetini artırmakta ve Söke Un marka algısını güçlendirmektedir. Söke Un ayrıca "Hergün" markalı ürünlerini de fiyat odaklı alışveriş yapan tüketicilere sunmaktadır. Paketli un kategorisindeki ürün gramajları 1 kg, 2 kg, 5 kg, 7 kg ve 10 kg olarak değişmektedir.

Tahıl Unları

Özellikle pandemi döneminde ön plana çıkan sağlıklı besinlere yönelme ve mutfakta yeni tarif ve çeşitler deneme isteği pandemi sonrasında da tüketicilerin satın alma davranışlarını etkilemeye devam etmektedir. Şirket, büyümekte olduğunu gözlemlediği bu tüketime yönelik olarak tam çavdar, siyez unu, Sarı Un, Mor Un gibi farklı çeşitteki tahıl unlarını içeren ürün portföyü ile tüketicilere yeni lezzetler yaratabilecekleri seçenekler sunmaktadır. Bu kategorideki ürün gramajları 500 gr ve 1 kg olarak değişmektedir.

Glütensiz Ürünler

Glüten hassasiyeti ve glütensiz gıdalarla beslenme trendi giderek artmakta ve tüketim alışkanlıklarını etkilemektedir. Glütensiz beslenme çölyak hastaları için bir zorunluluktur. Söke Un da glütensiz ürün tüketmek isteyen kullanıcılara farklı lezzetler hazırlamaları için glütensiz un ve glütensiz ekmek unu, köy ekmeği unu, kek unu, kakaolu kek unu gibi alternatifler sunmaktadır. Türk Gıda Kodeksi'ne göre %0,9'un altında glüten içeren gıda maddelerine de glütensiz denilebilmesine rağmen, Söke Un'un ürettiği glütensiz ürünler tüketicilerin sağlığı için %0 glüten içermektedir. Glütensiz ürün gramajları 225 gr ve 250 gr olarak değişmektedir.

Ekmek Unu Karışımları

Söke Un, farklı lezzetlerde ekmek tüketimine artan talebe cevaben evde ekmek yapımı trendine yönelik 7 farklı çeşit ekmek unu karışımını tüketicilere sunmaktadır. Kuru maya da içeren paketlerdeki ürünler evde ekmek yapmayı tüketiciler için kolay hale getirmektedir. Bu kategorideki ürün gramajları 500 gr, 1 kg ve 2 kg olarak değişmektedir.

Profesyonel Ürünler

Söke Un, fırın, otel, restoran, kafe gibi profesyonel kullanıcıların farklı ürün ihtiyaçlarına yönelik ürünler geliştirerek 25 kg ve 50 kg ambalajlarda Söke Profesyonel markası ile B2B (şirketten şirkete) kullanıcılara baklavalık, böreklik, pastalık, yufkalık, pıdelik, simitlik gibi un çeşitleri sunmaktadır. Ayrıca, bisküvi, paketli ekmek, gofret, pizza üreticisi olan endüstriyel müşterilere de ihtiyaçlarına yönelik, sipariş bazlı profesyonel ürün üretim ve satışları yapılmaktadır. Profesyonel ürün satışları, Söke Un'un toplam cirosunun 2021 yıl sonu itibari ile %34'ünü, 2022 ilk dokuz ayı itibari ile de %37'sini oluşturmaktadır. Söke Un, 2017 yılında birebir nokta ziyaretleri yapıp ürünlerin kullanımı ile ilgili bilgi aktaran "Demo Şef Ekibi" uygulamasını başlatmıştır. Profesyonel kullanıcılara sadece ürün satmayı değil aynı zamanda ihtiyaçlarına çözüm yaratmayı da hedefleyen Söke Un, profesyonel satış ekibi ve Demo Şef Ekibi ile Türkiye'nin ev dışı tüketim kanalındaki önemli oyuncular arasında yer almaktadır.

Özel Markalı Üretim

Türkiye un pazarında market markalarının payı her geçen gün artmaktadır. Söke Un da kaliteli ve hijyenik üretim standartları sayesinde bu kategoriye üretim yapabilen en yüksek paketleme kapasitesine sahip üreticilerden biri konumundadır. Efsane markalı ürünler ile BİM, Aro markası ile Metro Toptancı Marketleri, Dorbi markası ile A101 özel markalı üretim yapılan şirketler arasında yer almaktadır.

Özel markalı ürün satışları Söke Un'un toplam cirosunun 2021 yıl sonu itibari ile %25'ini, 2022 ilk dokuz ayı itibari ile de %16'sını oluşturmaktadır. Özel markalı ürünlerde fiyatlamada anlamında rekabetçi bir pazar yapısı bulunmaktadır. Şirket bu kategorinin fiyatlamasında, rekabetçi ve sürdürülebilir fiyat yapısı oluşturmaya dikkat etmektedir. Ayrıca bu kanalın yüksek tonajı sayesinde yarattığı ölçek verimliliği gibi dinamikler de göz önüne alınmaktadır.

Tali Ürünler

Tali ürünler, üretim aşamaları sonucu ortaya çıkan kepek, ruşeym, bonkalite, elek altı gibi yan ürünlerdir. Bu tali ürünler gıda ve yem sektörüne satılmaktadır. Tali ürün satışları Söke Un'un toplam cirosunun 2021 yıl sonu itibari ile %17'sini, 2022 ilk dokuz ayı itibari ile de %13'ünü oluşturmaktadır.

Diğer

Şirket tarafından verimli stok ve maliyet yönetimi amacıyla 2022 yılında yapılan buğday ve diğer tahıl satışlarından ibarettir. Şirket, stok ve maliyet yönetimi çerçevesinde gerekmesi ve avantajlı durumlarda buğday ve diğer tahıl ticareti yapmaya devam edecektir.

D. Kanal Bazında Satışlar

Şirket'in satış kanalları ulusal zincir, distribütör-paket, distribütör-profesyonel, özel markalı ürünler(private label), endüstriyel, ihracat, tali ürünler ve diğer olarak gruplandırılmaktadır. 30.09.2022 itibarıyla Şirket cirosunun yukarıda bahsedilen satış kanalları bazında dağılımı sırasıyla %8, %8, %30, %16, %6, %4, %13 ve %14 şeklindedir.

Tablo 4: Kanal Bazında Satış Kırılımı

Satışlar (Milyon TL)	31.12.2019	%	31.12.2020	%	31.12.2021	%	30.09.2021	%	30.09.2022	%
Ulusal Zincir	45	11	87	15	86	11	49	11	134	8
Distribütör- Paket	58	14	88	16	102	13	53	12	143	8
Distribütör- Profesyonel	115	28	125	22	213	28	121	27	516	30
Özel Markalı Ürünler (Private Label)	130	31	163	29	196	25	118	26	281	16
Endüstriyel	7	2	18	3	44	6	26	6	98	6
İhracat	0	0	0	0	1	0	1	0	67	4
Tali Ürünler	63	15	85	15	131	17	80	18	226	13
Diğer	0	0	0	0	0	0	0	0	244	14
Toplam	419	100	566	100	773	100	448	100	1709	100

Ulusal Zincir

Ulusal zincir kanalı organize ve genelde Türkiye’de yaygın olarak mağazaları bulunan Migros, Metro, Carrefour, Tespo, A101, BIM, Pehlivanoğlu gibi perakendecilerdir. Ayrıca yeni başlanılan e-ticaret kanalı üzerinden yapılan satışlar da ulusal zincir kanal altında takip edilmektedir. 2022 yılı ilk dokuz ayı itibarı ile ulusal zincir kanalına yapılan satışların %1,1’ini e-ticaret oluşturmaktadır Söke Un’un bu kanalda satışını yaptığı ürünler Söke markalı paketli un (Söke Geleneksel Un, Söke Tam Buğday Unu gibi), ekmek unu karışımları ve glütensiz unlardır. Söke Un’a ait Özlüm ve Gelenek markalı ürünler indirim marketlerde satılmakta olup ciroları bu kanalda gösterilmektedir. Ulusal zincir satış kanalından elde edilen toplam ciro 30.09.2022’de bir önceki yılın aynı dönemine göre %173 büyümüştür.

Distribütör - Paket

Şirket, Söke markalı paketli un ürünleri için 44 adet ve Hergün markalı paketli un ürünleri için 14 adet perakende distribütörü ile Türkiye genelinde bulunan bakkal, yerel market ve toptancılara paketli un, ekmek unu karışımları ve glütensiz un satışını gerçekleştirmektedir. Söke Un distribütörleri, ürünlerin ülke genelinde yaygın satış ve dağıtımının sağlanmasında, yerel marketler ve bakkallara erişim imkânı sağlaması nedeniyle önemlidir. 30.09.2022 itibarıyla, toplam cironun %8’ini paketli un distribütörleri gerçekleştirmektedir. Yaygın ve etkin bir dağıtım kanalının olması, ileride lansmanı yapılacak ürünlerin başarısını doğrudan etkilemektedir. Şirket, fabrikalarına uzak ve parsiyel sevkiyat yapmasını gerektiren ulusal zincir ve indirim marketlerine distribütörler aracılığıyla sevkiyat yaparak lojistikte verimlilik sağlamak ve maliyetlerini düşürebilmektedir. Paketli un distribütör kanalı 30.09.2022’de bir önceki yılın aynı dönemine göre %170 oranında büyümüştür.

Distribütör - Profesyonel

Şirket, Söke profesyonel markalı ev dışı tüketime yönelik ürünlerini 110 adet distribütörü aracılığıyla fırın, pastane, restoran, otel, kafe gibi ev dışı tüketim noktalarına ulaştırırken 222 adet fırına da direkt satış yapmaktadır. Direkt satışlara ilişkin ciro distribütör-profesyonel rakamının içinde yer almaktadır.

30.09.2022 itibarıyla, toplam cironun %30'unu profesyonel kanal distribütörleri gerçekleştirmektedir. Profesyonel distribütör kanalı 30.09.2022'de bir önceki yılın aynı dönemine göre %326 oranında büyümüştür. Türkiye'de son dönemlerde turizm ve ev dışı tüketimin düzenli olarak artması ve Söke Un'un farklı müşterilerin ihtiyaçlarına yönelik çözümler sunması bu kanalın güçlenmesini sağlamıştır.

Özel Markalı Ürün (Private Label) Satış Kanalı

Bu kanalda satılan ürünler Şirket'in müşterilerinin sahip olduğu özel markalarla (Private Label) ürettiği ürünlerdir. Söke Un, BİM için Efsane, Metro için Aro markalı paketli ürünler ve A101 için ise Dorbi markalı puding üretmektedir. Söke Un aynı zamanda, ürettiği özel markalı paketli ürünlerle ilgili olarak BİM'in paket ve ambalaj gelişiminde çözüm ortağı konumundadır. Özel markalı ürün satış kanalının Şirket cirosu içindeki payı 30.09.2022 itibarıyla %16'dır. Özel markalı ürün satış kanalı 30.09.2022'de bir önceki yılın aynı dönemine göre %138 oranında büyümüştür.

Endüstriyel Satış Kanalı

Bu satış kanalı bisküvi, gofret, paketli ekmek, pizza, pastacılık-ekmekcilik miksleri, yufka gibi unu hammadde olarak kullanan gıda üretimi yapan fabrikalara yapılan satışları içermektedir. Şirket, Söke Un markalı profesyonel ürünlerini, 25 kg ve 50 kg kâğıt, naylon çuval ve big bag ambalajlarda endüstriyel müşterilerinin ihtiyaçlarına uygun olarak satmaktadır. Ayrıca, Şirket, endüstriyel müşterilerinin ihtiyaçlarına göre kendi belirledikleri spesifikasyonlarla verdikleri özel siparişler üstüne imalat ve satış yapmaktadır. Endüstriyel Satış Kanalı'nın ciro içindeki payı 30.09.2022'de %6'dır. Endüstriyel Satış Kanalı 30.09.2022'de bir önceki yılın aynı dönemine göre %281 oranında büyümüştür.

Tali Ürünler Satış Kanalı

Bu satış kanalında, Şirket buğdayın un üretiminde kullanılamayan kısımlarının (kırık buğday, kepek, razmol gibi) satışını gerçekleştirmektedir. Bu kanalda satış yapılan müşteriler gıda ve yem üreticileridir. Yem üreticisi müşteriler bu ürünleri kanatlı, küçük-büyük baş ve balık yemi yapımında girdi olarak kullanmaktadır. Tali Ürünler Satış Kanalı'nın ciro içindeki payı 30.09.2022'de %13'dür. Tali Ürünler Satış Kanalı 30.09.2022'de bir önceki yılın aynı dönemine göre %183 oranında büyümüştür.

İhracat

Bu satış kanalında, Şirket'in İngiltere, KKTC, Azerbeycan, Benin, Uganda, Gana, Nijer, Irak, Kanada'ya yaptığı satışları yer almaktadır. İhracat Satış Kanalı'nın ciro içindeki payı 30.09.2022'de %4'dür.

Diğer

Bu satış kanalı, stok ve maliyet yönetimi için 2022 yılı içerisinde yapılmış olan buğday ve diğer tahıl satışlarını içermektedir. Bu satış kanalının ciro içindeki payı 30.09.2022'de %14'dür.

Şirket'in 2019-2021 yıl sonlarına ve 2022 ilk dokuz ayına ilişkin cirosal bazda satış yaptığı en büyük ilk 10 müşterisinin hasılat tutarları ile hasılat payları aşağıdaki tablolarda gösterilmektedir.

Tablo 5: 2019, 2020, 2021 ve 30.09.2022 İtibarıyla En Yüksek Hasılat Tutarına Sahip 10 Müşteri

	Hasılat Tutarı (TL)	Hasılat Payı (%)
	30.09.2022	30.09.2022
Müşteri 1	305.629.399	17,88
Müşteri 2 (*)	165.162.363	9,66
Müşteri 3	71.937.331	4,21
Müşteri 4	63.187.833	3,70
Müşteri 5	58.973.047	3,45
Müşteri 6	51.985.742	3,04
Müşteri 7	41.270.342	2,41
Müşteri 8 (*)	31.808.311	1,86
Müşteri 9	31.531.013	1,84
Müşteri 10	31.150.405	1,82
Hasılat	1.709.485.580	

(*) İlişkili taraf

	Hasılat Tutarı (TL)	Hasılat Payı (%)
	31.12.2021	31.12.2021
Müşteri 1	193.278.537	25,00
Müşteri 2	29.648.544	3,83
Müşteri 3	28.773.741	3,72
Müşteri 4	22.621.686	2,93
Müşteri 5	18.797.229	2,43
Müşteri 6	18.991.408	2,46
Müşteri 7	15.033.975	1,94
Müşteri 8	13.948.837	1,80
Müşteri 9	13.941.387	1,80
Müşteri 10	12.424.260	1,61
Hasılat	773.165.273	

	Hasılat Tutarı (TL)	Hasılat Payı (%)
	31.12.2020	31.12.2020
Müşteri 1	177.441.973	31,33
Müşteri 2	30.434.099	5,37
Müşteri 3	19.317.427	3,41
Müşteri 4	17.783.220	3,14
Müşteri 5	16.559.736	2,92
Müşteri 6	11.113.666	1,96
Müşteri 7	10.092.597	1,78
Müşteri 8	9.756.685	1,72
Müşteri 9	7.955.348	1,40
Müşteri 10	6.658.552	1,18
Hasılat	566.320.227	

	Hasılat Tutarı (TL)	Hasılat Payı (%)
	31.12.2019	31.12.2019
Müşteri 1	128.136.061	30,60
Müşteri 2	15.230.323	3,64
Müşteri 3	14.929.491	3,56
Müşteri 4	11.321.020	2,70
Müşteri 5	11.321.955	2,70
Müşteri 6	9.681.544	2,31
Müşteri 7	10.904.468	2,60
Müşteri 8	9.055.021	2,16
Müşteri 9	8.924.347	2,13
Müşteri 10	7.029.473	1,68
Hasılat	418.808.524	

D. Hammadde Tedariki

En önemli hammadde buğdaydır. Buğdayın yanı sıra az miktarda çavdar, siyez buğdayı gibi tahıllar ve ekmek unu, puding ve glütensiz ürün karışımlarında kullanılan yardımcı girdi malzemelerinden oluşmaktadır. Hammadde maliyeti, toplam ürün maliyetinin %85-%90'ı oluşturmaktadır.

Şirket, buğday tedarikini hasat döneminde tüccarlardan, hasat dönemi dışında ise tüccarlardan ve TMO'dan temin etmektedir. 2021 yılında Şirket, toplam buğday alımının miktar(ton) bazında %75'ini yerli tüccarlardan (ithal veya yerli buğday), %17'sini TMO'dan (ithal veya yerli buğday) ve %8'ini de lisanslı depolardan (ithal veya yerli buğday) tedarik etmiştir. 2022'nin ilk dokuz aylık döneminde Şirket toplam buğday alımının miktar(ton) bazında %42'sini yerli tüccarlardan (ithal veya yerli buğday), %32'sini TMO'dan (ithal veya yerli buğday) ve %26'sı lisanslı depolardan (ithal veya yerli buğday) tedarik etmiştir.

İklimsel şartlardan dolayı yerli buğday arzının dalgalandığı ve talebin karşılanamadığı dönemlerde, Şirket tedarikçileri aracılığıyla ithal buğday temin etmektedir. Buğday ithalatı çoğunlukla Rusya'dan yapılmaktadır. İthal buğday fiyatları değişken olup yerli buğday fiyatlarından daha düşük de olabilir.

Tüccar tedarikçiler, kendilerine ait depolarda çeşitli kaynaklardan temin ettikleri yerli veya ithal buğdayın alım ve satımını yapan yerli tüccarlardır. Lisanslı depolar ise, tüccar, kamu ve özel tüzel kişilerin buğday stoklarının depolandığı, buğday alım satımına aracılık da edebilen depo işletmecileridir. Müstahsil tedarik kanalı buğdayın ilk elden satın alındığı üretici çiftçilerdir.

Önemli tedarikçilerden birisi TMO'dur. TMO, devlet politikaları ile uyumlu olarak, buğday arzının mevsimselliğinin tedariğe ve fiyata etkisini regüle etmek amacıyla çiftçiye koruma amaçlı müdahale alım fiyatı ve tüketiciyi koruma amaçlı buğday satış fiyatı belirlemekte ve buna göre buğday alım ve satımı yapmaktadır.

TMO, piyasadaki ekmeklik ve pıdelik un satış fiyatını regüle etmek için ilgili ürünleri tahsis kapsamına alarak, bu ürünleri aylık olarak belirlenen güncel satış fiyatlarında satacağını taahhüt eden firmalara uygun fiyatlı buğday tedariği yapmaktadır.

TMO'dan buğday alımı, TMO'nun aldığı kararlara istinaden ilan ettiği tahsis kurallarına bağlıdır ve peşin olarak yapılmaktadır. Bu kapsamda firmalar, içinde bulundukları yılda, bir önceki yılki fiili buğday tüketimlerinin maksimum %60'ına kadar, tahsis buğdayı alabilirler. Bu süreç TMO tarafından genel olarak aylık talep toplama şeklinde olduğu için bir önceki yılın ortalama aylık fiili tüketimi kadar tahsis buğdayı tedariği için başvurulabilir.

Aşağıdaki tablolarda belirtilen her tedarikçi kendi satış döneminde büyüklük açısından ilk 10 tedarikçiyi oluşturmaktadır ve belirtilen tüm dönemler itibarıyla yüzdesel olarak bakiyeler ilgili dönemdeki satışların maliyetine oranlanmaktadır.

Tablo 6: 2019,2020,2021 ve 30.09.2022 İtibarıyla En Yüksek Satın Alım Tutarına Sahip 10 Tedarikçi

	Alış (TL) 30.09.2022	Alış (%) 30.09.2022
Tedarikçi 1 (*)	817.381.403	57,60%
Tedarikçi 2	210.585.170	14,84%
Tedarikçi 3	116.804.545	8,23%
Tedarikçi 4	49.779.631	3,51%
Tedarikçi 5 (*)	28.153.465	1,98%
Tedarikçi 6	28.022.308	1,97%
Tedarikçi 7	20.049.731	1,41%
Tedarikçi 8	17.556.407	1,24%
Tedarikçi 9	17.353.686	1,22%
Tedarikçi 10	17.173.684	1,21%
Satın alımlar	1.322.860.030	93,23%

	Alış (TL) 31.12.2021	Alış (%) 31.12.2021
Tedarikçi 1	109.425.800	16,02%
Tedarikçi 2	78.815.211	11,54%
Tedarikçi 3	60.440.354	8,85%
Tedarikçi 4	41.989.326	6,15%
Tedarikçi 5	38.557.630	5,64%
Tedarikçi 6	24.620.107	3,60%
Tedarikçi 7	22.118.871	3,24%
Tedarikçi 8	15.993.147	2,34%
Tedarikçi 9	11.740.976	1,72%
Tedarikçi 10	11.689.167	1,71%
Satın alımlar	415.390.588	60,81%

	Alış (TL) 31.12.2020	Alış (TL) 31.12.2020
Tedarikçi 1	99.155.710	20,29%
Tedarikçi 2	60.077.422	12,29%
Tedarikçi 3	33.528.450	6,86%
Tedarikçi 4	31.328.245	6,41%
Tedarikçi 5	15.389.782	3,15%
Tedarikçi 6	12.305.621	2,52%
Tedarikçi 7	11.978.578	2,45%
Tedarikçi 8	11.642.220	2,38%
Tedarikçi 9	10.977.743	2,25%
Tedarikçi 10	9.272.061	1,90%
Satın alımlar	295.655.832	60,50%

	Alış (TL) 31.12.2019	Alış (TL) 31.12.2019
Tedarikçi 1	73.531.124	20,17%
Tedarikçi 2	56.306.186	15,44%
Tedarikçi 3	34.278.340	9,40%
Tedarikçi 4	22.471.930	6,16%
Tedarikçi 5	15.562.778	4,27%
Tedarikçi 6	15.078.647	4,14%
Tedarikçi 7	13.597.426	3,73%
Tedarikçi 8	8.988.836	2,47%
Tedarikçi 9	6.987.570	1,92%
Tedarikçi 10	6.601.907	1,81%
Satın alımlar	253.404.743	69,51%

(*) ilişkili taraf

QNB FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Kestel
Kule Binası No:215 Kat:6-7 34394 Şişli - İST.
İstanbul Ticaret Odası: 308857
Mersis No: 0888010153900018
Boğaziçi Kurumlar V.D: 3880104535
www.qnbfli.com

Finansal Bilgiler

30.09.2022 tarihi itibarıyla tutar olarak şirket hasılatının %37,29'luk kısmı profesyonel ürünlerden %16,42'lik kısmı özel markalı ürünlerden, %15,33'lük kısmı paketli un satışlarından, %13,25'lik kısmı tali ürünlerden, %17,25 oranında buğday ve diğer tahıl satışlarından oluşmaktadır.

Şirket'in Net Satışları 2019 yılında 418,8 milyon TL iken, 2020 yılında %35,22 artış ile 566,3 milyon TL'ye yükselmiştir. Söz konusu hasılat artışının ana kaynağı COVID-19 etkisi ile artan paketli un ve ekmek karışım talebi olarak öne çıkmaktadır. 2020 paketli un satışları bir önceki seneye göre ton bazında %27,6, ekmek unu karışımları satışları ise ton bazında %245,1 oranında yükselmiştir.

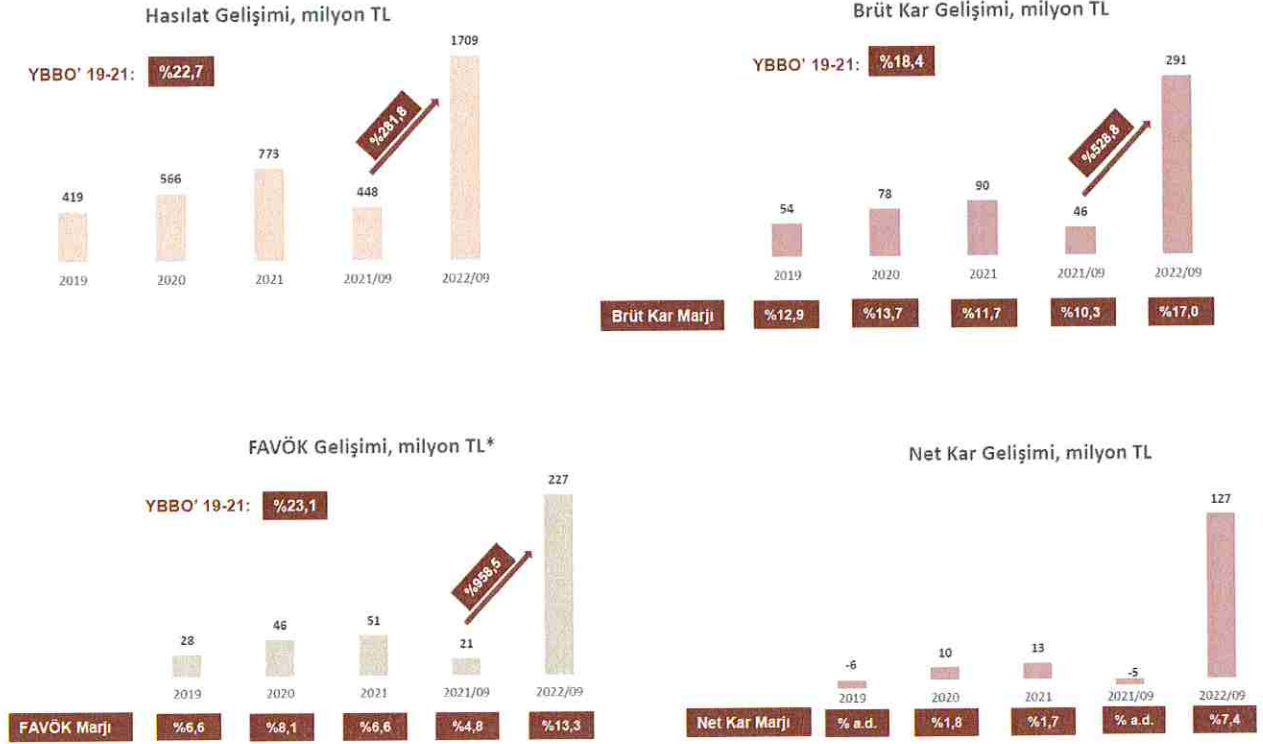
2021 yılında ise Net Satışlar %36,5 artış ile 773,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bir önceki sene COVID-19 sebebiyle güçlü hacim büyümeleri elde eden paketli un ton bazında %22,2 düşüş gerçekleştirmesine karşın lokantaların ve otellerin açılması ile birlikte profesyonel ürün satışları ton bazında %19,1 arttırmıştır.

2022 ilk dokuz aylık dönemde Net Satışlar bir önceki yılın aynı dönemine göre %281,8 artarak 1.709,5 milyon TL'ye ulaşmıştır. Şirket, ilgili dönemde artan endüstriyel un talebi karşısında hammadde tedarik kabiliyetindeki gelişme sayesinde profesyonel ürün satışlarını ton bazında %87,56 arttırmıştır. Bu dönemde profesyonel ürün satışları tutar olarak %319,16 yükselmiştir. Söz konusu dönemde özel markalı ürün satışları tutar olarak %138,82, tali ürünler %183,63, paketli unlar ise %172,76 oranında artış kaydetmiştir. Söke Un tali ürün satışları, her sene artan un satışlarına paralel olarak artmaktadır.

Şirket'in brüt karı 2019 yılında 54,2 milyon TL olarak gerçekleşirken 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla 77,6 milyon TL ve 90,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında bir önceki yıla göre %43,15 artan brüt kar, 2021 yılında bir önceki yıla göre %16,08 artış göstermiştir. 30.09.2021 tarihinde sona eren dönemde 46,2 milyon TL olan brüt kar, 30.09.2022 tarihinde sona eren dönemde %528,77 artarak 290,5 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Brüt kar marjı 2019 yılında %12,95 iken 2020 ve 2021 yıllarında ise sırasıyla %13,71 ve %11,66 olarak gerçekleşmiştir. 30.09.2021 ve 30.09.2022 tarihlerinde sona eren dönemlerde ise brüt kar marjı %10,32 ve %16,99 olarak kaydedilmiştir. 2021 yılında, 2020 yılına göre brüt kar marjındaki düşüşün sebebi özellikle maliyetlerdeki artışın, piyasa koşulları gereği aynı zamanda ve oranda fiyatlara yansıtılamamasından kaynaklanmaktadır. 2022 yılının ilk dokuz aylık döneminde önceki yılın aynı dönemine göre brüt kâr marjındaki artışın nedenleri, yeni yönetim modeli ile Şirket'in hammadde tedarikinde pazarlık gücünün artması, lojistik avantajları kullanabilmesi, maliyet yönetiminde gerçekleştirdiği iyileştirmeler ile satış fiyatlarında piyasa koşullarına bağlı olarak gerçekleşen artışlardır. Bu dönemde gerçekleşen brüt kar marjı artışının diğer nedenleriyse ölçek ekonomisi kapsamında nitelendirilebilecek olan kapasite kullanım oranlarının artışı hasılatın buna bağlı olarak artmasıdır, eş zamanlı olarak artan tonaj ile birim ton başına sabit maliyetlerin düşmesidir.

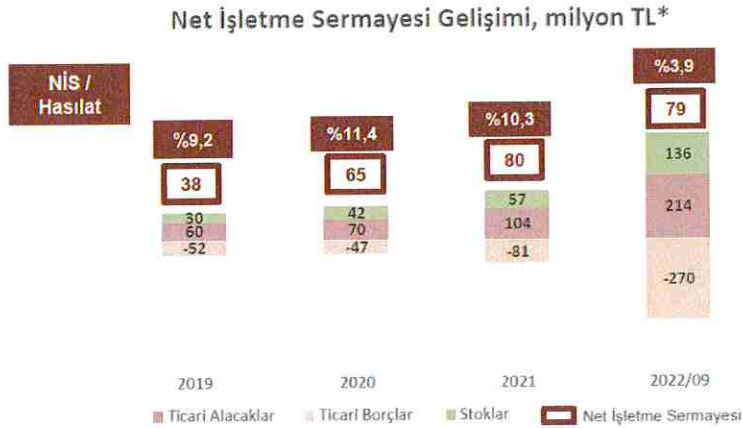
QNB FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Üsküdar Mah. Büyükdere Cad. Krişna
Kule Binası No:215 Kat:6-7 34398 Şişli - İST.
İstanbul Ticaret Odası: 336057
Mersis No: 0-3880-1045-3500018
Boğaziçi Kurumlar V.D: 3880104535
www.qnbfi.com

Şekil 4: Hasılat ve Karlılık Göstergeleri



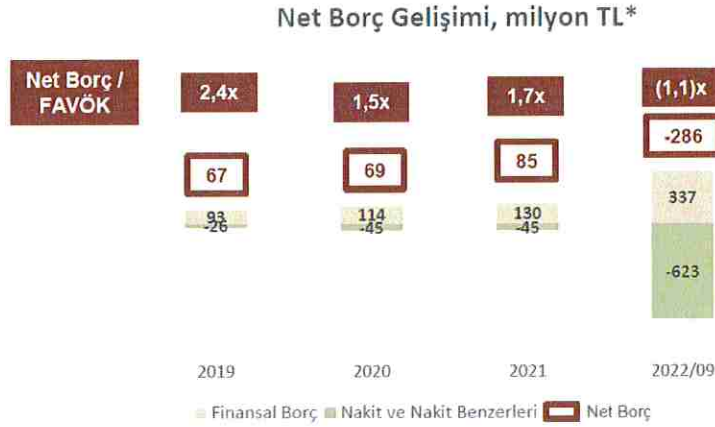
* FAVÖK: Denetimden geçmiş raporlanan Brüt Kar'dan Genel Yönetim Giderleri, Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri ile Araştırma ve Geliştirme Giderlerinin çıkarılması ve sonrasında amortisman giderinin eklenmesi ile bulunmaktadır.

Şekil 5: İşletme Sermayesi



JNB FINANSYATIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Merkez: Esentepe Mah. Büyükdere Cad. KİTAL
 Kule Binası No: 245 Kat: 6-7 34394 Beşiktaş / İST.
 İstanbul Ticaret Odası: 258697
 Mersis No: 0-3880-1045-3500018
 Boğaziçi Kurumlar V.D: 3880104535
 www.jnbfi.com

Şekil 6: Net Borç



* Net Borç / FAVÖK ve NİS / Hasılat oranları hesaplanırken, FAVÖK ve Hasılat için son 12 aylık dönem dikkate alınmış ve hesaplama dahil edilmiştir.

Şekil 7: Özkaynaklar, Aktifler, Karlılık Oranları



*Özkaynak karlılık oranı, net dönem karının dönem başı ve dönem sonu ortalama özkaynak tutarına bölünmesi ile Aktif karlılık oranı, net dönem karının dönem başı ve dönem sonu ortalama varlık tutarına bölünmesi ile hesaplanmaktadır. 2022/09 değerleri için son 12 aylık dönem karı dikkate alınarak hesaplama yapılmıştır.

Özet Mali Tablolar

Şirket'in 31 Aralık 2019, 2020, 2021 ve 30 Eylül 2022 tarihlerinde sona eren dönemlere ilişkin özel bağımsız denetimden geçmiş finansal durum tabloları aşağıda yer almaktadır.

Tablo 7: Bilanço

BİLANÇO (TL)	01.01.2019 31.12.2019	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 30.09.2022
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar	133.295.809	173.944.440	251.067.024	1.006.403.858
Nakit ve Nakit Benzerleri	26.314.781	45.117.068	45.035.333	583.864.469
Finansal Yatırımlar	-	-	-	38.898.332
Ticari Alacaklar	60.412.654	70.071.517	103.734.344	213.795.169
Diğer Alacaklar	9.680.904	9.180.923	10.246.709	6.575.031

Stoklar	29.815.367	41.587.765	57.311.187	135.519.286
Peşin Ödenmiş Giderler	1.171.898	909.606	25.265.069	8.535.742
Diğer Dönen Varlıklar	5.900.205	7.077.561	9.474.382	19.215.829
Duran Varlıklar	94.865.025	88.356.708	161.697.035	351.836.372
Diğer Alacaklar	8.705	9.482	9.482	8.705
Kullanım Hakkı Varlıkları	7.685.141	3.629.655	1.827.172	2.040.394
Maddi Duran Varlıklar	43.555.541	41.094.395	116.337.019	306.125.930
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	43.615.638	43.574.932	43.523.362	43.661.343
Peşin Ödenmiş Giderler	-	48.244	-	-
TOPLAM VARLIKLAR	228.160.834	262.301.148	412.764.059	1.358.240.230
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	127.072.088	160.816.487	230.349.462	658.081.689
Kısa Vadeli Borçlanmalar	60.348.209	92.330.889	129.643.499	335.766.145
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	10.724.335	9.657.526	-	-
Ticari Borçlar	51.847.048	47.040.469	81.065.286	270.263.700
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.515.361	1.858.075	746.009	3.520.812
Ertelenmiş Gelirler	506.841	1.241.586	5.810.074	29.422.091
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.759.353	7.437.822	8.021.650	15.133.690
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	370.941	1.250.120	5.062.944	3.975.251
Uzun Vadeli Yükümlülükler	27.468.635	17.881.522	19.536.999	43.434.936
Uzun Vadeli Borçlanmalar	21.906.027	11.720.778	750.832	1.038.912
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.680.751	2.722.007	4.035.643	6.637.957
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3.881.857	3.438.737	14.750.524	35.758.067
Özkaynaklar	73.620.111	83.603.139	162.877.598	656.723.605
Ödenmiş Sermaye	87.633.475	87.633.475	87.633.475	309.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	(326.592)	(418.956)	65.995.460	211.653.550
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	6.923.758	6.923.758	6.923.758	6.989.306
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	(14.671.298)	(20.610.530)	(10.535.138)	2.259.357
Net Dönem Karı veya Zararı	(5.939.232)	10.075.392	12.860.043	126.821.392
TOPLAM KAYNAKLAR	228.160.834	262.301.148	412.764.059	1.358.240.230

QNB FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Finansal
Kule Binası No:2/5 Kat:6-7/34399 Sisli-18T,
İstanbul Ticaret Odası: 358657
Mersis No: 0-3880-1049-3500018
Boğaziçi Kurumlar V.D: 3880104535
www.qnbfi.com

Tablo 8: Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU (TL)	01.01.2019 31.12.2019	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2021 30.09.2021	01.01.2022 30.09.2022
Hasılat	418.808.524	566.320.227	773.165.273	447.781.271	1.709.485.580
Satışların Maliyeti (-)	(364.576.846)	(488.687.122)	(683.051.144)	(401.579.220)	(1.418.979.272)
Brüt Kar	54.231.678	77.633.105	90.114.129	46.202.051	290.506.308
Genel Yönetim Giderleri (-)	(8.132.745)	(11.350.834)	(11.462.104)	(7.917.997)	(17.544.682)
Pazarlama Giderleri (-)	(27.089.474)	(29.007.093)	(35.043.652)	(23.047.885)	(60.468.382)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	(204.276)	(222.639)	(256.317)	(245.763)	(53.177)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	8.274.381	11.467.532	16.713.976	11.557.210	32.652.203
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(10.765.098)	(13.101.960)	(18.853.800)	(9.385.688)	(43.156.833)
Esas Faaliyet Karı	16.314.466	35.418.111	41.212.232	17.161.928	201.935.437
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	2.704	0	102.833	13.245	951.724
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları (Zararları) ve Değer Düşüklüğü Zararlarının İptalleri (-)	(7.265)	(4.434)	(11.084)	(13.039)	(24.669)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	16.309.905	35.413.677	41.303.981	17.162.134	202.862.492
Finansman Gelirleri	1.505.341	3.058.338	16.204.662	3.081.696	17.911.094
Finansman Giderleri (-)	(23.757.000)	(24.971.324)	(39.420.804)	(25.434.665)	(58.394.124)
Vergi Öncesi Kar/Zarar	(5.941.754)	13.500.691	18.087.839	(5.190.835)	162.379.462
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-	(3.842.367)	(5.241.288)	-	(28.421.685)
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	2.522	417.068	13.492	593.463	(7.136.385)
Dönem Karı / Zararı	(5.939.232)	10.075.392	12.860.043	(4.597.372)	126.821.392

3. Sektör Hakkında Bilgiler

Gıda sanayii, sosyo-ekonomik etkileri açısından en önemli sanayi dallarından birisi olarak görülmektedir. Emek yoğun bir sisteme dayalı olan gıda sanayii, tarımsal ürünlerin değerlendirilmesi, sanayiye hammadde temini ve istihdama katkısına ek olarak halkın dengeli beslenmesi dolayısıyla halk sağlığı ile doğrudan ilişkilidir. Söke Un'un üretimini gerçekleştirdiği un ve un karışımları düşünüldüğünde, global tahıl, buğday pazarında meydana gelen değişimler Şirket'in operasyonlarını etkilemektedir.

A. Global Tahıl ve Buğday Pazarı

Uluslararası Tahıl Konseyi'nin web sitesinden¹ alınan bilgilere ("IGC") göre 2021/22 hasat döneminde dünya tahıl üretiminin yaklaşık 2.291 milyon ton olması beklenmekte olup ilgi veri 2020/21 hasat

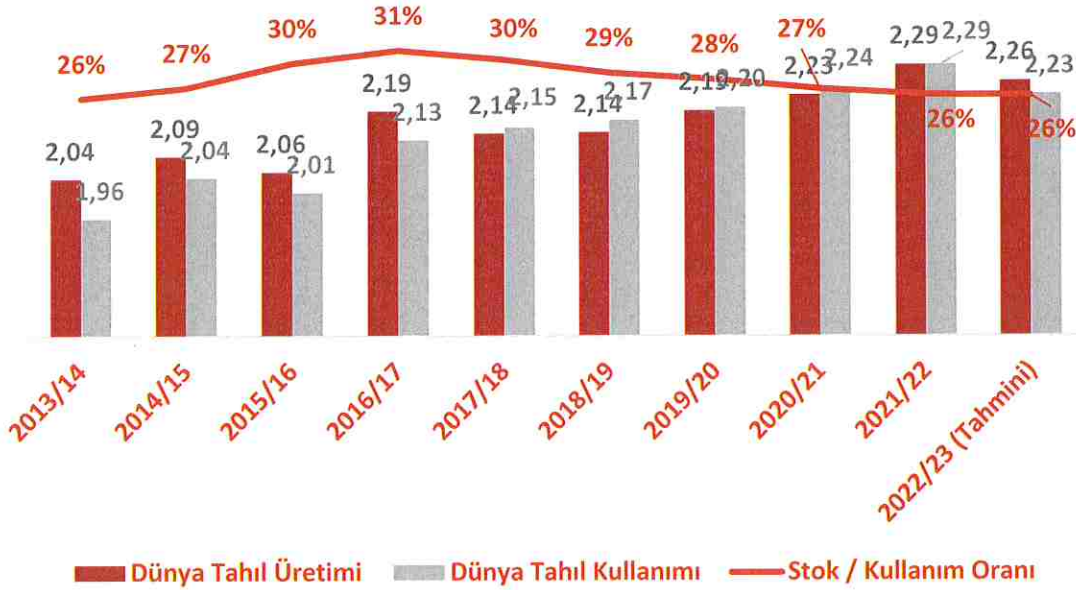
¹ <https://www.igc.int/en/markets/marketinfo-sd.aspx>

dönemine göre %2,9 artışa işaret etmektedir. Aynı raporda 2022/23 hasat dönemi için öngörülen tahıl üretiminin ise bir önceki döneme göre %1,5 düşüş göstermesi ve 2.256 milyon ton olması öngörülmektedir.

Uluslararası Tahıl Konseyi'nin tahminlerine göre 2022/23 hasat döneminde dünya toplam tahıl ticaretinin 2021/22 dönemine göre %3,5 azalarak 408 milyon ton olması beklenmektedir. Dünya toplam tahıl ticaretinde gerçekleşmesi beklenen ilgili düşüşün ana sebebi Rusya – Ukrayna savaşı nedeniyle Ukrayna'dan sevkiyatı gerçekleştirilemeyen ürünler olarak gösterilmektedir.

Tahıl için 2022/23 döneminde 584 milyon ton kapanış stoğu öngörülmektedir. İlgili stoğun tüketime oranı oran %26,2 son 9 sezonun en düşük stok kullanım oranına işaret etmektedir. Bu oranın düşüş trendinde olması tahıl piyasasında fiyat baskısını artırmaktadır.

Şekil 8: Dünya Tahıl Üretimi ve Kullanımı, Milyar Ton

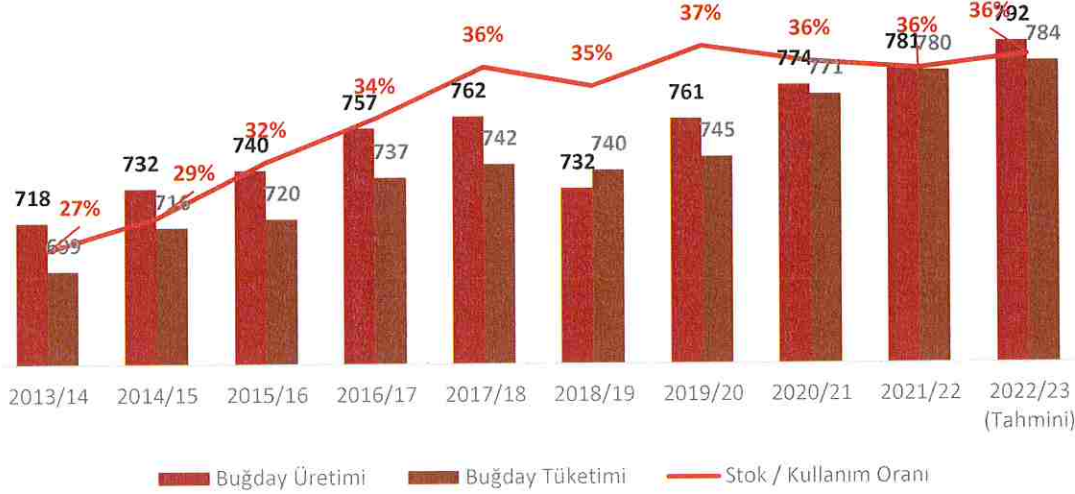


Kaynak: IGC Web Sitesi – 20 Ekim 2022

Aynı dönemler için buğday üretimi incelendiğinde 2021/22 döneminde 782 milyon ton olarak gerçekleşmesi beklenen üretimin, 2022/23 hasat dönemi için ise %1,4 oranında büyüyerek 792 milyon ton olması beklenmektedir. 2021/22 döneminde 781 milyon ton olarak gerçekleşen buğday tüketiminin ise 2022/23 hasat döneminde ise 785 milyon ton olması beklenmektedir. 2021/22 döneminde 279 milyon ton kapanış stoğu bulunmakta iken 2022/23 döneminde 286 milyon ton kapanış stoğu bulunması beklenmektedir. Dünya tahıl üretiminde 2022/23 dönemi için düşüş beklenirken aynı dönemde dünya buğday üretiminde artış beklenmektedir. Uluslararası Tahıl Konseyi'nin tahminlerine göre 2022/23 dönemindeki buğday üretim ve tüketim dengesi, 2022/23 döneminin sonunda küresel buğday stoklarında 7 milyon ton artış görüleceğine işaret etmektedir. Ancak aynı dönemde Rusya'nın kapanış stoklarının da 6 milyon ton artış göstereceği tahmin edilmektedir. Sürmekte olan savaş sebebi ile Rusya'da artan stoğun dünya piyasalarına arz olması savaşın politik seyrine bağlıdır.

BM Gıda ve Tarım Organizasyonu'nun ("FAO") Haziran 2022'de yayımladığı Mahsul Beklentileri ve Gıda Durumu Raporu'na ("FAO Raporu")² göre 2022/23 hasat dönemi buğday üretimi için Avrupa'da, Arjantin'de ve Irak'ta meydana gelen kuraklık sebebi ile beklenen düşük hasat miktarının Kanada ve Avusturalya'da artan hasat alanları ve özellikle Türkiye'nin en çok buğday tedarik ettiği ülke olan Rusya'da beklenen güçlü kış hasadı sayesinde dengelenmesi beklenmektedir. Rusya'nın Türkiye'nin buğday ithalatındaki miktarpayı 2021 yılında %72 seviyelerinde gerçekleşmiş olup, 2022 yılının ilk 9 ayında, bölgede yaşanan çatışmaya rağmen Rusya'nın buğday ithalatındaki oranı %73 olarak gerçekleşmiştir.

Şekil 9: Buğday Üretimi ve Kullanımı, Milyon Ton



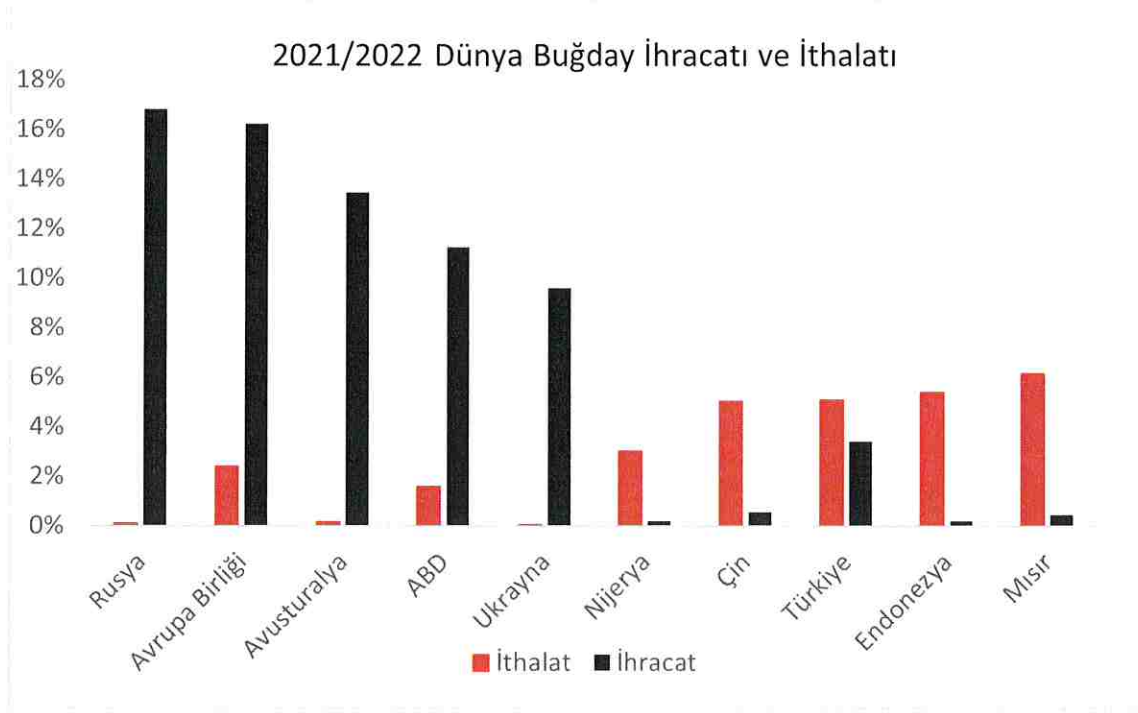
Kaynak: IGC Web Sitesi – 20 Ekim 2022

Dünya buğday üretimi 2022/23 döneminde, bir önceki döneme göre 11 milyon ton artış göstermesine rağmen buğday ticaretinin tedarik zincirinde yaşanan aksamalar kaynaklı bir önceki hasat dönemine göre %2 oranında düşüş ile 193 milyon ton olması beklenmektedir. Uluslararası Tahıl Konseyi'nin ticaret tahminlerine göre buğday ticaretindeki azalmanın toplam tahıl ticaretindeki azalmaya göre daha düşük oranda olması beklendiği görülmektedir.

Sektör dinamiklerine bakıldığında buğday fiyatlarını etkileyen en önemli etkenlerin başında, buğday tüketiminde kendi kendine yetemeyen ülkelerin talebi ve buğday arz fazlası olan ülkelerin buğday ihracatı yer almaktadır. IGC web sitesinde yayımlanan veriler doğrultusunda Rusya %17 ile en çok buğday ihracatına sahip ülke konumundadır. Rusya'yı %16 ile Avrupa Birliği takip etmekte olup Avrupa Birliği'nin en büyük ihracatçısı konumunda olan Almanya yoğunlukla yine Avrupa Birliği ülkelerine ihracat gerçekleştirmektedir. Avusturalya dünya ihracatından %13, ABD %11 ve Ukrayna %10 pay almaktadır. Buğday fiyatlarının piyasada belirlenmesinde bu ülkelerdeki hasat durumu önemli rol oynamaktadır. Türkiye ise kendi buğday üretiminin yanında, buğday ihraç eden ülkelere yakın konumu ile hammaddeye erişim konusunda stratejik bir avantaja sahiptir. 2021 yılı TÜİK verilerine göre Türkiye, ihraç etmek üzere edindiği buğdayların %72'sini Rusya'dan ve %18'ini Ukrayna'dan temin etmiştir. Türkiye coğrafi konumu kaynaklı bu stratejik avantajını kullanarak, dünya un ihracat pazarındaki lider konumunu pekiştirmektedir.

² <https://www.fao.org/giews/reports/crop-prospects/en/>

Şekil 10:Dünya Buğday İhracatı ve İthalatı – Ton/Yüzdesel Dağılım



Kaynak: IGC Web Sitesi – 18 Ağustos 2022

FAO Raporu'na göre Türkiye'nin yer aldığı Yakın Asya bölgesinde 2022/23 döneminde buğday üretiminin 2021/22 dönemine göre %7,6 artarak 41,1 milyon ton olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Türkiye buğday üretiminin ise 2022/23 döneminde 2021/22 dönemine göre %10,2 artarak 19,5 milyon ton olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.

FAO'nun Gıda Fiyatları Analizi Bülteni'e³ ("FAO Bülteni") göre Rusya - Ukrayna Savaşı ile ortaya çıkan tedarik zinciri sorunlarına karşın oluşturulan tahıl koridoru sayesinde yükselmekte olan buğday fiyatları son üç ayda düşüş göstermiştir. Ağustos 2022 itibari ile Avrupa 1. sınıf buğday fiyatı 341 ABD doları/ton seviyesindedir. 2022 yılı Ağustos ayında buğday fiyatı 2022 yılı mayıs ayına kıyasla %23 oranında düşüş göstermiştir. Ancak 1 yıl önceki fiyat ile kıyaslandığında ise yaklaşık %16 oranında yukarıda olduğu gözlemlenmektedir.

³ <https://www.fao.org/giews/en/>

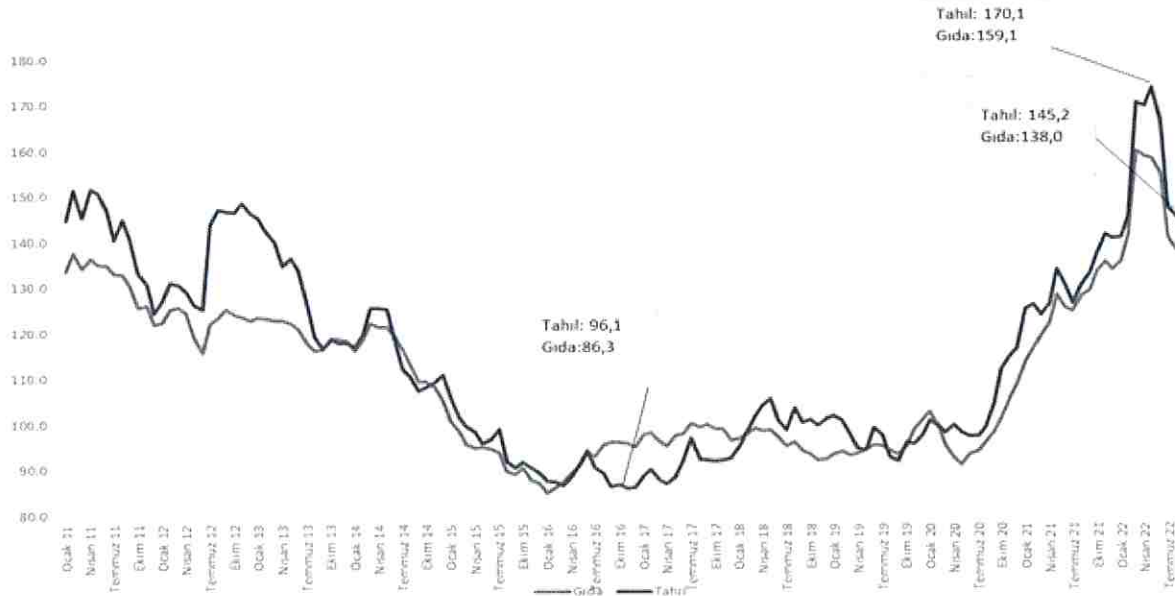
Şekil 11:1. Sınıf Buğday Fiyatları Avrupa – ABD Doları/Ton



Kaynak: BM Gıda ve Tarım Organizasyonu

FAO'nun web sitesinde yayımlanan Gıda Fiyat Endeksi'ne⁴ bakıldığında endeksin 2022 Ağustos ayında, bir önceki aya göre %1,9 düşüş gerçekleştirdiği anlaşılmaktadır. Söz konusu endeks son 5 aydır düşüş eğilimindedir. Buna rağmen mevcut endeks halen 2021 seviyesinin üzerinde seyretmektedir. Gıda Fiyat Endeksi 2011 başından günümüze kadar incelendiğinde 2022 Mayıs ve Nisan aylarında zirve noktalarına ulaştığı anlaşılmaktadır. Yine aynı zaman aralığı incelendiğinde gıda fiyat endeksi içerisinde tahıl fiyatlarının çoğunlukla endeksin üzerinde artış gösterdiği görülmektedir.

Şekil 12: FAO Gıda Fiyat Endeksi 2011 - 2022



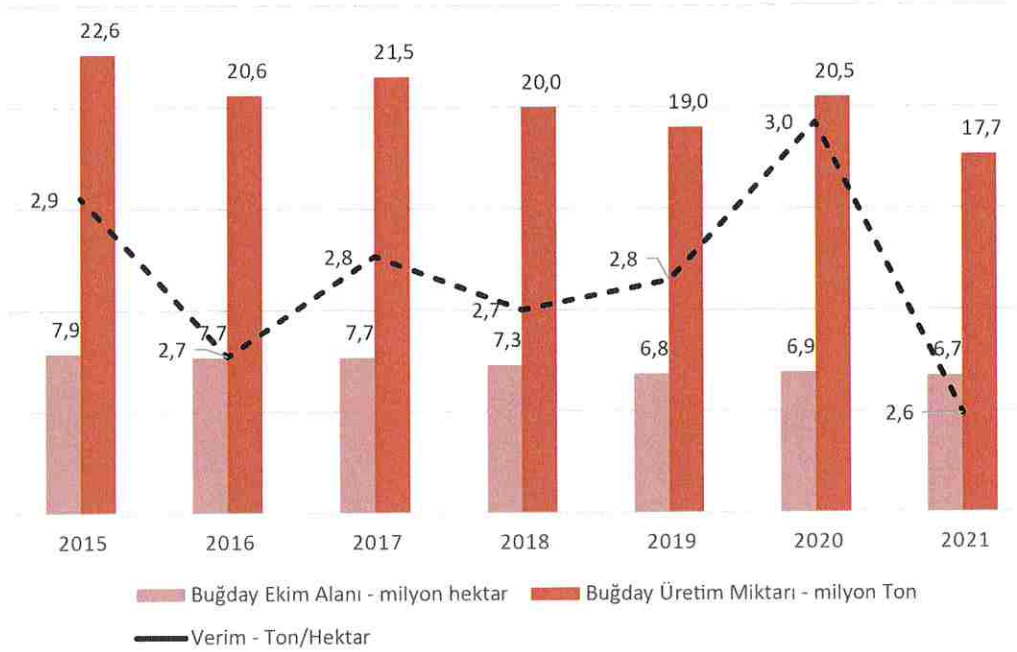
Kaynak: <https://www.fao.org/worldfoodsituation/foodpricesindex/en/>

⁴ <https://www.fao.org/worldfoodsituation/foodpricesindex/en/>

B. Türkiye Tahıl ve Buğday Pazarı

TÜİK verilerine göre Türkiye toplam tahıl hasatı 2021/22 hasat döneminde 31,9 milyon ton olarak, buğday hasatı ise aynı dönemde 17,7 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. 2022/23 hasat dönemi için Türkiye toplam tahıl hasatının %15,7 artarak 36,9 milyon ton olarak, buğday hasatının ise %10,5 artarak 19,5 milyon ton olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.

Şekil 13: Türkiye Buğday Üretim Miktarı, Ekim Alanları ve Verim

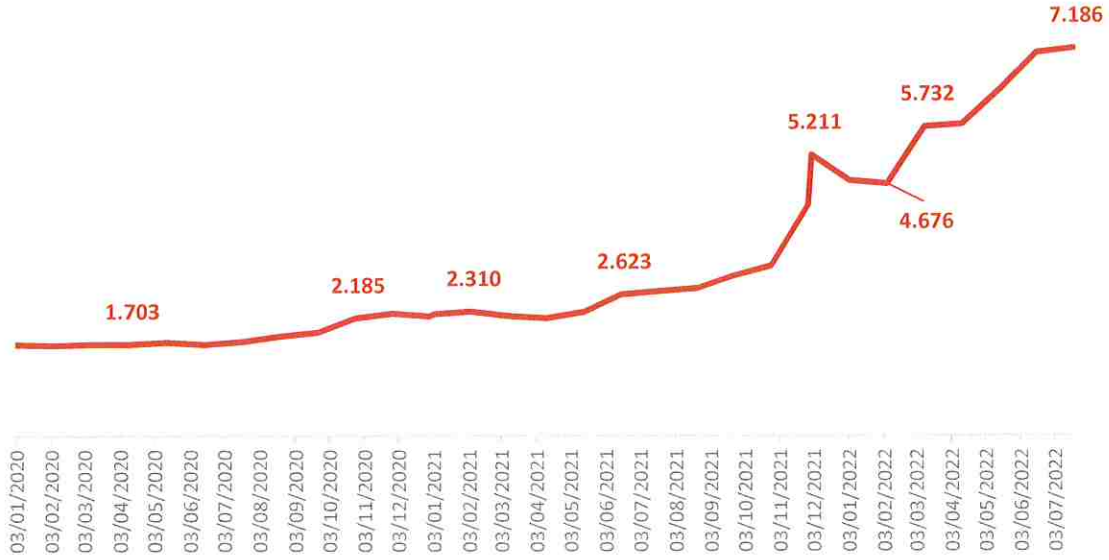


Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK)

2021 yılı TÜİK verilerine göre Türkiye’de üretilen buğdayın %45,9’u 10 ilde üretilmekte olup bu iller sırasıyla, %9,0 ile Konya, %6,7 ile Şanlıurfa, %5,8 ile Tekirdağ, %4,0 ile Adana, %3,9 ile Mardin, %3,6 ile Edirne, %3,5 Ankara, %3,3 Diyarbakır, %3,1 Kahramanmaraş. %3,1 ile Kırklareli’dir. Tarımsal Ekonomi ve Politika Geliştirme Enstitüsü’nün (“TEPGE”) Haziran 2021 tarihli Tarım ürünleri Piyasa Raporu’na (“TEPGE Raporu”) göre Türkiye’de üretilen buğdayın yaklaşık %80’i gıda sektöründe, %11’i yem sektöründe ve %6’sı ise tohumluk olarak kullanılmaktadır.

Türkiye buğdayda %100 kendine yetme kapasitesine sahip olup iklim şartlarında yaşanan olumsuzluklar sebebi ile bu oran %89’a düşebilmektedir. Arzda yaşanan iklim şartları kaynaklı bu değişiklikler yurtiçi buğday piyasalarında fiyat dalgalanmalarına sebebiyet vermektedir. TÜİK’e göre 2021 yılı Türkiye buğday üretimi gerçekleşmesi 17,7 milyon ton, 2022 yılı tahmini ise 19,5 milyon tondur. 2021 yılında düşen buğday üretimi fiyatlarda dalgalanmaya sebebiyet vermiştir.

Şekil 14: Kırmızı Sert Buğday, Aylık Ortalama Fiyat – TL/Ton

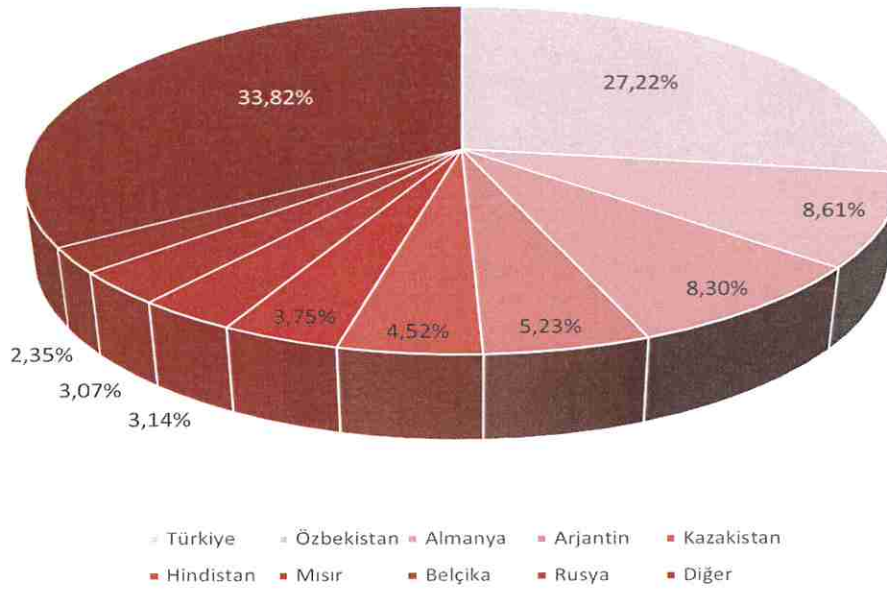


Kaynak: Polatlı Ticaret Borsası

C. Türkiye Un Pazarı

2021 yılı itibari ile Trade Map verilerine göre Türkiye dünya un ihracatının %27'sini gerçekleştirmekte olup, dünya ihracatında lider konumdadır. Aynı verilere göre Türkiye 2021 yılında 2,9 milyon ton un ihracatı gerçekleştirmiştir. Bu ihracatın %43'lük kısmı Irak'a, %11'lik kısmı Yemen'e ve %10'luk Suriye'ye yapılmıştır.⁵

Şekil 15: Dünya Un İhracatı ve Türkiye'nin İhracat Pazarı



Kaynak: Trademap, 31 Aralık 2021 itibari ile
%2 ve altı pazar payı olan ülkeler diğere dahil edilmiştir.

⁵ https://www.trademap.org/Country_SelfProductCountry_TS.aspx?

Türkiye genelinde 2015 – 2021 yılları arasında TÜİK verilerine göre un satış miktarı yıllık ortalama %1,6 artmış olup, aynı dönemde nüfus artış hızı, yıllık ortalama %1,2 olarak gerçekleşmiştir. Bu bağlamda bakıldığında, un üretiminin nüfus artış hızının üzerinde seyrettiği görülmektedir.

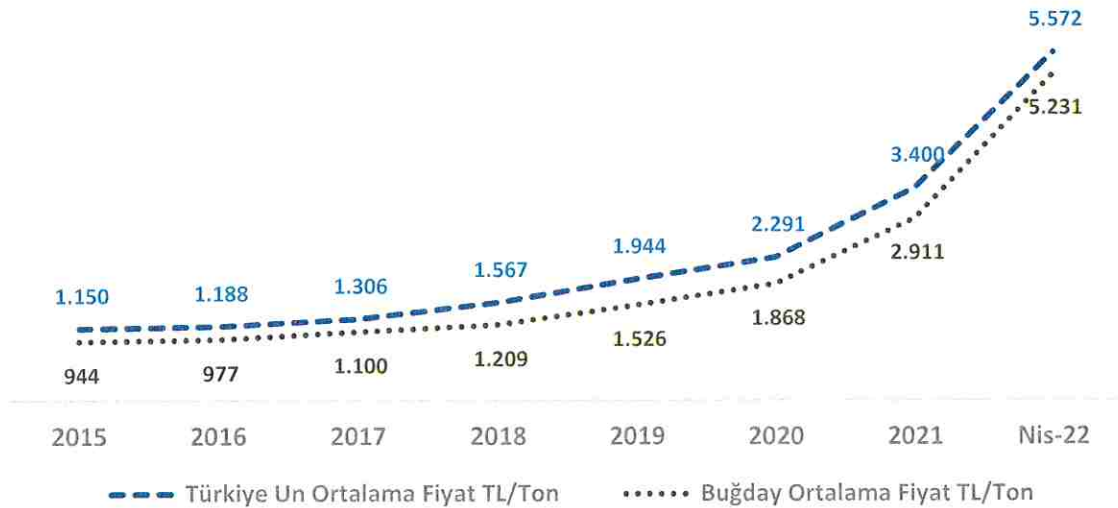
Şekil 16: Türkiye Nüfus Büyümesi ve Un Üretimi



Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK)

Yine 2015 – 2021 yılları arasında ortalama un fiyatı yıllık ortalama %19,8 ile artarken ilgili dönemde Türkiye’de ortalama ton başı buğday fiyatı yıllık ortalama %20,6 yükselmiştir. Bu kapsamda, un üreticilerinin buğday fiyatlarında görülen artışları un fiyatlarına yansıtabildiği görülmektedir.

Şekil 17: Türkiye Ortalama Buğday ve Un Fiyatları



Kaynak: Türkiye İstatistik Kurumu Un Fiyatı (TÜİK), Polatlı Ticaret Borsası Buğday Fiyatı

Un fiyatı; un satış değerinin miktarına bölünmesi ile hesaplanmıştır. 2022 Nisan ortalama un fiyatı için TÜİK buğday unu fiyat endeksinin bir önceki yıl ortalamasına göre artışı dikkate alınmıştır.

Türkiye un pazarı Perakende ve EDT (Ev Dışı Tüketim) olmak üzere iki ana kanaldan oluşmaktadır. Şirket, un pazarında hem perakende kanalının hem de EDT kanalının önemli oyuncularından biridir.

EDT un pazarı, fast food, pastane, restoran, otel, fırın vb. noktalardan oluşmaktadır. Şirket, EDT pazarında Söke Profesyonel markası ile fast food, restoranlar ve pastanelerde orta fiyat segmentine odaklanmaktadır. Hedef kitlesi ev dışı tüketim noktalarındaki ustalar, aşçılar ve satın almacılardır.

Perakende un pazarı, markalı ürünler ve özel markalı ürünlerden oluşmaktadır. Özel markalı ürünler BİM, A101, Migros, Metro gibi indirim marketlerinde ve zincir marketlerde satılmaktadır. Hedef kitlesi 25-50 yaş gurubundaki ev kadınları ve çalışan kadınlardır. Şirket perakende un pazarında Söke Un markası ile, markalı unlar arasında, lider konumdadır ve 2021 yılını cirosal bazda %23 pazar payı ile kapatmıştır. 2022 ilk 9 ayı itibari ile de cirosal bazda %20,3 pazar payı ile 2020 ve 2021 yıllarında olduğu gibi liderliğini sürdürmüştür.

Türkiye perakende un sektörü, hızlı tüketim ürünleri ve perakende sektörüne yönelik özel bir bilgi, veri ve pazarlama ölçümleme firması olan ve 100'den fazla ülkede faaliyet gösteren Nielsen Holdings Plc, tarafından raporlanmaktadır. Toplam perakende un pazarı, Nielsen verilerine göre 2021 yılında bir önceki yıla göre tonaj olarak %12,7 küçülmüştür. 2020 yılında pandemi sebebi ile un tüketiminin normalin üstünde gerçekleşmesinin bu değişimde payı büyüktür. Perakende un sektör büyüklüğü 2022 ilk 9 ayda bir önceki yılın aynı dönemine göre tonaj olarak %6 büyümüş ve 249 bin ton olarak gerçekleşmiştir. Markalı un pazarının payı 2021 yılında %34,0 iken 2022 yılının ilk 9 ayında %31,7'ye gerilemiştir. BİM, A101 ve ŞOK market gibi indirim marketlerinin kendi markalı ürünlerin payı ise 2021 yılında %66,0 iken 2022 yılının ilk 9 ayında %68,3 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 9 Satış Hacmi ve Satış Tutarına Göre Toplam Türkiye Un Pazarı

Toplam Un		01.01.2020- 31.12.2020	01.01.2021- 31.12.2021	01.01.2022- 30.09.2022
Satış Hacmi (kg)	BİM, A101 ve ŞOK market hariç Türkiye	131.665.025	112.917.501	78.950.566
	BİM, A101 ve ŞOK market	246.438.930	217.917.501	170.009.030
	Toplam Türkiye	378.103.956	330.089.376	248.959.598
Satış Hacmi Yüzdesi (%)	BİM, A101 ve ŞOK market hariç Türkiye	35	34	32
	BİM, A101 ve ŞOK market	65	66	68
	Toplam Türkiye	100	100	100
Satış Tutarı (000 TL)	BİM, A101 ve ŞOK market hariç Türkiye	547.663	600.082	841.054
	BİM, A101 ve ŞOK market	783.322	951.231	1.566.318
	Toplam Türkiye	1.330.985	1.551.313	2.407.372
Satış Tutarı Yüzdesi (%)	BİM, A101 ve ŞOK market hariç Türkiye	41	39	35
	BİM, A101 ve ŞOK market	59	61	65
	Toplam Türkiye	100	100	100

Kaynak: NielsenIQ Raporu

QNB FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez: Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Kristal
Kule Binası No:219 Kat:6-7 34394 Şişli - İST.
İstanbul Ticaret Odası: 359557
Mersis No: 0-3880-1045-3500018
Boğaziçi Kurumlar V.D: 8880104535
www.qnbf.com

Tablo 10 BİM,A101 ve Şok Market Hariç Türkiye Un Pazarı

BİM, A101 ve ŞOK market hariç Türkiye un pazarı	Pazar Payı (%)		
	01.01.2020-31.12.2020	01.01.2021-31.12.2021	01.01.2022-30.09.2022
Söke Un	26,2	22,6	20,3
Rakip 1	18,4	19,1	18,5
Rakip 2	6,7	6,3	5,7
Rakip 3	4,3	4,8	5,3
Rakip 4	4,2	4,7	4,6
Rakip 5	3,3	3,5	2,9

Kaynak: NielsenIQ Raporu

Şirket cirosunun içerisinde yer alan ihracat tutarı %5'den az olduğundan Şirket'in toplam hasılatı içerisinde önemli bir paya sahip değildir. Şirket'in satışlarının tamamı neredeyse Türkiye genelinde yapılmaktadır.

Aşağıda Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 30.09.2021 ile 30.09.2022 dönemleri itibarıyla yurtiçi pazarın coğrafi yapısına göre bölgesel satış kırılımı sunulmuştur.

Tablo 11 Yurtiçi Pazarda Coğrafi Yapılara Göre Bölgesel Satış Kırılımı

İndirim ve Zincir Market Satışları- Milyon TL	31.12.2019	%	31.12.2020	%	31.12.2021	%	30.09.2021	%	30.09.2022	%
Doğu Anadolu Bölgesi	4	2	4	2	5	2	4	2	8	2
Ege Bölgesi	76	44	109	44	132	47	78	47	179	43
Güneydoğu Anadolu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
İç Anadolu Bölgesi	26	15	38	15	38	13	24	14	74	18
Karadeniz bölgesi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Marmara Bölgesi	69	39	98	39	106	38	61	37	154	37
Akdeniz Bölgesi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Toplam	175	100	249	100	281	100	167	100	415	100

Distribütör Paket - Milyon TL	31.12.2019	%	31.12.2020	%	31.12.2021	%	30.09.2021	%	30.09.2022	%
Doğu Anadolu Bölgesi	5	8	8	9	6	6	4	8	13	9
Ege Bölgesi	12	21	17	19	22	21	12	23	24	17
Güneydoğu Anadolu	3	5	4	5	4	4	3	6	7	5
İç Anadolu Bölgesi	7	12	10	11	12	11	6	11	14	10
Karadeniz bölgesi	1	2	3	3	3	3	1	2	6	4
Marmara Bölgesi	30	51	47	53	55	54	27	51	78	55
Akdeniz Bölgesi	-	0	0	0	0	0	0	0	1	1
Toplam	58	100	88	100	103	100	53	100	143	100

Distribütör Profesyonel Ürün - Milyon TL	31.12.2019	%	31.12.2020	%	31.12.2021	%	30.09.2021	%	30.09.2022	%
Doğu Anadolu Bölgesi	0	0	0	0	1	0	0	0	4	1
Ege Bölgesi	86	71	98	69	152	59	86	59	326	53
Güneydoğu Anadolu	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
İç Anadolu Bölgesi	19	15	21	15	59	23	39	27	146	24
Karadeniz bölgesi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Marmara Bölgesi	15	12	22	15	40	16	19	13	124	20
Akdeniz Bölgesi	1	1	1	1	5	2	3	2	14	2
Toplam	122	100	142	100	256	100	147	100	614	100

Belirtilen satış kırılımlarına tali ürünler, yurt dışı satışları ve diğer satışlar dahil edilmemiştir

4. Değerleme Yöntemleri

Uluslararası Değerleme Standartları'nda (UDS) kullanılan 3 ana değerleme yaklaşımı bulunmaktadır.

Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımı yöntemi, gösterge nitelikteki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlamaktadır. Gelir yaklaşımında, varlığın değeri varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir (UDS 40.1). Bu kapsamda kullanılan çoğu yöntem, tahmini nakit akışlarını değerlemenin yapıldığı tarihe indirgeyerek varlığı bugünkü değerini hesaplayan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemine dayanmaktadır (UDS 50.1).

UDS madde 40.3'te belirtildiği üzere bu yaklaşımda değerleme yapılan varlığın gelecekte yaratacağı gelirin miktarı ve zamanlaması belirsizdir ve değerlemeyi gerçekleştiren kişi ile değerleme çalışmasını yaptıranın tahminlerine dayanmaktadır. Şirket tarafından sağlanan 5 yıllık finansal tahminler analiz edilerek İNA değerleme çalışması gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada, projeksiyon dönemi boyunca nakit akımları ve uç değer ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile indirgenerek Firma Değeri hesaplanmıştır. Bulunun Firma Değeri'nden net finansal borcun düşülmesiyle Piyasa Değeri hesaplanmaktadır.

Maliyet Yaklaşımı

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

İkame maliyeti, yeniden üretim maliyeti ve toplama yöntemi esaslarına dayanarak yürütülen bu yaklaşım nadiren kullanılmaktadır. Şirket'in maliyet yaklaşımının uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding

şirketi olmaması, eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması ve faaliyetlerin sürekli olduğu düşünüldüğü için bu değerlendirme çalışmasında kullanılması uygun bulunmamıştır.

Pazar Yaklaşımı

UDS 20.1'de belirtildiği üzere, pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. Bu yaklaşımda değerlendirme çalışması yürütülen varlığın veya önemli derece benzerlik gösteren diğer varlıkların aktif bir şekilde işlem görmesi gerekmektedir. Ayrıca benzer varlıklar ile ilgili sık yapılan ve gözlemlenebilir olan işlemlerin söz konusu olması gerekmektedir. Piyasada en fazla kullanılan değerlendirme yaklaşımı olarak bilinmektedir.

Halka arzı gerçekleştirilecek olan Şirket'in karşılaştırmalarının yapılabileceği benzer şirketlerin bulunması, gerekli güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından çok sık kullanılması ve Şirket paylarının halka arzından sonra teşkilatlanmış bir piyasa olan Borsa İstanbul'da işlem göreceği olması sebebiyle amacına uygun değerlendirme yöntemi olarak Pazar Yaklaşımı yöntemi düşünülmüş ve değerlendirme kapsamında kullanılmıştır. Pazar Yaklaşımı çalışması kapsamında güvenilir bilgi içerdiği ve Şirket'in karşılaştırmalarının yapılabileceği düşünülerek yerli ve yabancı borsalarda işlem gören nitelikteki emsallerinin bilgilerinden yararlanılmıştır. Bu sebeple Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Gıda sektörü altında faaliyet gösteren Söke Un ile aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık uluslararası şirketler ile payları Borsa İstanbul A.Ş.'de ("BİST") işlem görmekte olan benzer şirketler kıyaslanmıştır. Değerlemeye kaynak oluşturan çarpanların bulunmasında kullanılacak şirketlerin belirlenmesi sürecinde ilgili şirketlerin gelirlerinin büyük çoğunluğunun gıda sektörüne ilişkin faaliyetlerinden kaynaklanıyor olmasına dikkat edilmiştir. Bu koşullara uymayan şirketler benzer şirket karşılaştırmasına dahil edilmemiştir.

UDS 30.6'da belirtildiği üzere, değerlemesi yapılan varlığın değer tespitinde mevcut verilere ve pazar ile ilgili koşullara göre en uygun ve en geçerli değerlendirme yönteminin seçilmesi gerekmektedir. Bu sebeple, mevcut şartlar ve var olan yaklaşımlar göz önüne alındığında en güvenilir yöntem olduğu ve değerlendirme için en uygun yaklaşım olduğu düşünülen Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamındaki Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır. Diğer çarpan metodlarından Firma Değeri/Net Satışlar ve Piyasa Değeri/Defter Değeri yöntemleri değerlendirme kapsamına alınmamıştır. Bu çarpan metodlarından FD/Net Satış ve PD/Defter Değeri yöntemlerinin Şirket'in faaliyetleri gereği ve bulunduğu sektör nedeniyle uygun olmadığı değerlendirilmiştir. Piyasa Değeri/Net Kar yöntemi kapsamında benzer şirketlerin bilanço yapıları farklılaşmaktadır. Bu durum da benzer şirketler için net kara bağlı çarpan analizi ve karşılaştırma yapılmasını güçleştirmektedir. Söke Un'un net nakit pozisyonunda bulunması sebebi ile sermaye yapısı unlu mamüller ve gıda sektöründe faaliyet gösteren emsal şirketlerden ayrılmaktadır. Bu durumun da sonucu olarak, daha uygun bulunan operasyonel karlılık göstergesi olarak FAVÖK değerine göre çarpan yöntemleri uygulanmıştır.

Yurt dışında yer alan halka açık benzer şirketlerin merkez ülkeleri, faaliyet alanları ve piyasa değerleri hakkındaki bilgiler aşağıda yer almaktadır. Yurtiçi benzer şirketlerin yeterli sayıda olmaması sebebiyle Borsa İstanbul'da işlem gören seçili gıda sektör şirketleri dikkate alınmıştır.

Yurtdışı Benzer Şirketler

Tablo 12 Yurtdışı Benzer Şirketler

Şirket	Ülke	PD (mn USD)	Açıklama
Campbell Soup Company	A.B.D.	15.450	1869 yılında kurulan Firma 18'den fazla markası altında hazır çorba, hazır yemek ve atıştırmalık üretmektedir. Cirounun yaklaşık yarısını atıştırmalıktan elde eden Şirket yoğunluklu unlu mamül atıştırmalıkları üretmektedir. Bunun yanında firmanın cips üretimi de mevcuttur.
PT Indofood Sukses Makmur Tbk	Endonezya	3.630	1990 yılında kurulan firma un ve makarna üretiminin yanında yağ alanında ekim ve üretim, hazır noodle, atıştırmalık ve baharat ürünlerinin de satışını gerçekleştirmektedir.
Archer-Daniels-Midland Company	A.B.D.	52.950	Şirket 1902 yılında faaliyetlerine başlamıştır. Şirket gelirinin yaklaşık %75'ini tarım ürünleri ve tarım hizmetlerinden elde etmektedir. Şirket haslatının %10'unu ise buğday ve tahıl ürünlerinden un, nişasta, glikoz gibi ürünlerden elde etmektedir. Faaliyet kolları arasında unlu mamüller, şekerleme, içecek ve hayvan yemi de bulunmaktadır.
B&G Foods, Inc.	A.B.D.	1.087	Şirket 1996 yılında kurulmuş olup, gelirinin yaklaşık dörtte birini markalı ve paketli unlu mamüllerden elde etmektedir. Bu faaliyet alanının dışında Firma aynı zamanda atıştırmalık, şurup, sos, pizza gibi alanlarda da markalara sahiptir.
The Hain Celestial Group, Inc.	A.B.D.	1.755	Şirket 1993 yılında kurulmuştur. Gelirlerinin büyük bir kısmını perakende sektöründe sattığı kurabiye ürünleri, tahıl barları, hazır çorba, yoğurt, sıcak hazır tatlı gibi ürünlerden elde etmektedir. Bunun yanında Firma sağlıklı atıştırmalık, kişisel bakım ürünleri ve çay alanlarında da faaliyet göstermektedir.
Grupo Herdez, S.A.B. de C.V.	Meksika	656	Şirket 1914 yılında Meksika'da kurulmuştur. Firma, global markalar için üretim ve pazarlama faaliyetleri göstermektedir. Gelirlerinin yoğunluklu kısmını paketli gıda, konserve gıda, makarna, ketçap, mayonez ürünlerine ilişkin faaliyetlerinden elde etmektedir. Şirket ayrıca Barilla markası ile Meksika'da makarna üretim gerçekleştirmektedir.
Lancaster Colony Corporation	A.B.D.	5.752	Kuruluş yılı 1961 yılı olan Şirket, gelirlerinin yaklaşık üçte birini donmuş ekmek ve benzeri ürünlerden elde etmektedir. Firma ayrıca salata sosu, wrap, pizza çırıtı gibi ürünlerinde üretim ve satışını yapmaktadır.
Nongshim Co., Ltd.	Güney Kore	1.270	Şirket 1965 yılında Seul'da kurulmuştur. Hasılatının yaklaşık yarısını hazır noodle üretimi ve satışı faaliyetleri sonucu elde eden şirket ayrıca su ve içecek, çeşitli atıştırmalıklar alanında da faaliyet göstermektedir. Şirket
Samyang Corporation	Güney Kore	276	Şirket 1924 yılında kurulmuştur. Şirket un üretimi, nişasta üretimi şeker ve çeşitli yağların üretim ve satışını gerçekleştirmektedir.
M. Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos	Brezilya	2.804	Şirket 1936 yılında kurulmuştur. Şirket kurabiye, makarna un, margarin üretimini ve satışını gerçekleştirmektedir. Gelirinin yaklaşık yarısını kurabiye satışından, %17'sini un satışlarından elde etmektedir.
Warabeya Nichiyo Holdings Co., Ltd.	Japonya	213	Şirket 1964 yılında kurulmuştur ve tam entegre olarak hazır yemekler üretmektedir. Aynı zamanda da bu süreçleri için lojistik hizmeti de sağlamaktadır.

Nagatanien Holdings Co.,Ltd.	Japonya	243	Şirket 1953 yılında kurulmuştur. Şirket paketli noodle, çorba, sushi sosu ve çeşitli hazır yemeklerin üretimini ve satışını gerçekleştirmektedir.
Nissin Foods Company Limited	Hong Kong	850	Şirket 1958 yılında kurulmuş olup, noodle , donmuş gıda, içecek ve atıştırmalık üretmektedir.
Daehan Flour Mills Co.,Ltd	Güney Kore	159	Şirket 1952 yılında Güney Kore'de en büyük kapasiteye sahip un üreticisi olarak kurulmuştur. Firma'nın un üretiminin yanında makarna, noodle vb. üretimi de mevcuttur.
Bunge Limited	Bermuda	15.663	Şirket 1818 yılında Hollanda'da kurulmuştur. Şirket'in başlıca faaliyet alanları çeşitli yağları işleyip satmak, buğday ve mısır işleyerek un üretmek ve tahıl ticareti olarak öne çıkmaktadır.
The Torigoe Co., Ltd.	Japonya	100	Şirket un ve pirinç kepeği üretmektedir. Aynı zamanda profesyonel kullanım için de un karışımları üretmektedirler. 1935 yılında kurulan Şirket un ve unlu mamül üretimi ve satışını yapmaktadır.
General Mills, Inc.	A.B.D.	47.222	Şirket 1866 yılında un üreticisi olarak kurulmuştur. Şirket'in ana faaliyet alanları tahıl ürünleri, atıştırmalık ve hazır yemek olarak öne çıkmaktadır. Şirket gelirlerinin onda birini unlu mamül karışımlarından elde etmekte olup, %20'sini satışını yaptığı atıştırmalıklardan sağlamaktadır.
Wafrah for Industry and Development Company	Suudi Arabistan	210	Şirket 1989 yılında kurulmuştur. Şirket'in temel faaliyetleri, makarna üretimi tahıl gevreği ve donmuş patates kızartması üretimi olarak öne çıkmaktadır.

5. Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar

Değerlemede Esas Alınacak Finansal Veriler

Çarpan analizlerinde kullanılan FAVÖK değeri için 30.09.2022 ve 31.12.2021 tarihli Finansal Tablolar ve Özel Bağımsız Denetçi Raporu finansal verileri kaynak oluşturmıştır.

Tablo 13: Değerlemeye Baz Oluşturan Veriler

30.09.2022'de sona eren son 12 ay	TL
FAVÖK	257.135.069

Net Finansal Borç Pozisyonu

Net finansal borç, Şirket'in kısa ve uzun vadeli finansal borçlarından nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır. Piyasa değeri hesaplanırken net finansal borç, firma değerinden çıkarılmaktadır. Şirket 30.09.2022 tarihi itibarıyla net nakit pozisyonundadır.

Tablo 14: Değerlemeye Baz Oluşturan Net Borç

30.09.2022	TL
Toplam Finansal Borç	336.805.057
Nakit ve Nakit Benzerleri (-)	622.762.801
Net Finansal Borç (net nakit)	(285.957.744)

6. Değerleme

A) İndirgenmiş Nakit Akımları(İNA) Yöntemi

Projeksiyonlar

İNA değerlemesi kapsamında Şirket'in 2022 yılı son çeyrek ile 2027 yılları arasında yaratacağı nakit akımları ve 2027 sonrası için nihai dönem değeri dikkate alınmıştır. Söz konusu çalışma kapsamında Şirket tarafından sağlanan projeksiyonlar, ürün kategorileri detayında birim ortalama fiyat, satış miktarı ve brüt karlılık verileri ile bağımsız denetçi raporu verilerinden faydalanılmıştır.

1- Gelir Tablosu

Şirket'in gelir tablosu oluşturulurken tüme varım yaklaşımı kullanılmıştır. Bu doğrultuda projeksiyon dönemi boyunca, Şirket'in cirosunu oluşturan ürün grubu detayında, Şirket'in stratejik hedefleri ve sektör dinamikleri göz önünde bulundurularak her bir ürün grubu için satış hacmi ve fiyat öngörüsü yapılmıştır.

Tablo 15: Satış Kırılımı ve Projeksiyonları

	2019	2020	2021	2022/9	4.Ç/2022T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar – Bin TL	418.808	566.320	773.165	1.709.486	691.241	2.400.727	3.716.698	4.712.764	5.679.814	6.549.481	7.514.589
Büyüme		%35,2	%36,5			%210,5	%54,8	%26,8	%20,5	%15,3	%14,7
Toplam Un Satış Hacmi - bin Ton	219.860	238.926	224.961	210.094	79.208	289.302	316.046	327.592	341.565	355.874	367.795
Büyüme		%8,7	-%5,8			%28,6	%9,2	%3,7	%4,3	%4,2	%3,3
Toplam Un Üretim Kapasitesi - bin Ton	432.000	432.000	432.000	432.000	432.000	432.000	432.000	432.000	432.000	432.000	432.000
Toplam Satış Hacmi - bin Ton	219.948	239.121	225.116	254.723	88.140	342.863	377.791	395.801	412.005	428.670	443.107
Büyüme		%8,7	-%5,9			%52,3	%10,2	%4,8	%4,1	%4,0	%3,4

Şirket'in satış projeksiyonları oluşturulurken, farklı pazar dinamiklerine sahip olan ürünleri için, Şirket'in performans yönetimi kapsamında takip ettiği ürün grubu kırılımı kullanılmıştır. Her bir ürün grubu için Şirket'in stratejisi ve pazar beklentileri göz önünde bulundurularak farklı satış miktarı büyüme oranları tahmin edilmiştir. Birim fiyatların ise, bütün ürün grupları için her sene enflasyon beklentilerine paralel olarak artacağı varsayılmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca Şirket'in hasılatının yaklaşık ortalama %38,1'ini özel marka ve Söke Un markalı paketli un satışlarından, %32,4'ünü profesyonel un satışlarından, %13,3'lük kısmını un üretimi için kullanılacak hammaddeden ayrıştırılan tali ürünlerden, %1,2'sini yeni iş kolu olan kurabiye satışlarından ve kalan %15,0'lık kısmını ise tahıl unları, glütensiz unlar, ekmek unu karışımları, puding satışları ve tahıl ticaretinden elde edeceği öngörülmüştür.

Tablo 16: Paketli Un Satışı

Paketli Un Satışları	2019	2020	2021	2022/9	4.Ç/2022T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Paketli Un - Ton	97.886	109.210	88.355	60.969	29.644	90.613	99.674	106.652	115.405	124.412	133.053
Miktar Büyüme		%11,6	-%19,1			%2,6	%10,0	%7,0	%8,2	%7,8	%6,9
Paketli Un - Bin TL	226.829	315.911	374.799	542.832	306.913	849.745	1.308.607	1.680.251	2.090.310	2.477.960	2.914.416
Büyüme		%39,3	%18,6			%126,7	%54,0	%28,4	%24,4	%18,5	%17,6
Net Satışlara Oranı	%54,2	%55,8	%48,5	%31,8	%44,4	%35,4	%35,2	%35,7	%36,8	%37,8	%38,8

Paketli Un kategorisi Şirket'in özel markalı paketli un satışlarını ve kendi markaları altında gerçekleştirdiği paketli un satışlarını kapsamaktadır. Söz konusu ürün grubu için satış kanalları ulusal zincir ve indirim marketleri ile distribütörler olarak öne çıkmaktadır. 2020 yılında Covid-19 kısıtlamalarının tüketici davranışlarında yarattığı değişiklik sebebi ile Şirket'in paketli un ürünlerine olan talepte artış meydana gelmiştir. 2021 yılında ise kısıtlamaların kademeli olarak kaldırılması ile birlikte azalan evde tüketim nedeniyle, Türkiye Toplam Perakende Un Pazarı, 2020 yılı gerçekleştirdiği güçlü satış bazına kıyasla küçülmüştür. Bunun bir sonucu olarak Şirket'in paketli un satışlarında, 2020 yılındaki yüksek satışlara göre 2021 yılında azalma meydana gelmiştir. 2022 yılı itibari ile Söke Un'da meydana gelen ortaklık yapısı değişikliğinin Şirket'e getirdiği hammaddeye ilişkin teknik bilgi, geniş hammadde tedarik ağına erişim kabiliyetleri neticesinde Şirket'in kapasite kullanım oranının kademeli bir şekilde artacağı öngörülmüştür. Ek olarak Şirket, geçmiş yıllarda Söke markasına sınırlı yatırım yapmış olup, pazarlama ve reklam harcamaları kısıtlı gerçekleşmiştir. Yeni yönetim anlayışı ile birlikte, gelecek dönemde Söke markası, pazarlama yatırımları ile desteklenecek ve bu durum neticesinde Şirket perakende un pazarında, her sene pazar payını arttırmayı hedeflemektedir. Senelik yaklaşık 224 bin ton un paketleme kapasitesi ile Şirket, paketli un pazarı için özel markalı ürün üretiminde ölçek avantajına sahiptir. Şirket bu sayede Türkiye'de özel markalı un üretebilen firmalar arasında öne çıkabilmektedir. Şirket söz konusu konumu neticesinde özel markalı ürünlere olan talep artışından faydalanabilmektedir. İlgili varsayımlar doğrultusunda Şirket, artan üretim kabiliyeti ve pazarlama yatırımları ile hane penetrasyonu artacak olan Söke markası ile 2024 yılında, 2020 seviyesine yakınsayarak 106,7 bin ton paketli un satışı gerçekleştirmeyi öngörmektedir. Şirket bu strateji kapsamında 2027 yılında toplam cirosunun %38,8'ini paketli un kategorisinden elde etmeyi hedeflemektedir.

Tablo 17: Profesyonel Un Satışları

Profesyonel Un Satışları	2019	2020	2021	2022/9	4.Ç/2022T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Profesyonel Un - Ton	61.475	63.996	76.250	93.407	28.593	122.000	132.370	133.694	135.031	136.381	136.381
Miktar Büyüme		%4,1	%19,1			%60,0	%8,5	%1,0	%1,0	%1,0	%0,0
Profesyonel Un - Bin TL	125.748	156.164	261.419	637.448	222.096	859.545	1.305.648	1.582.446	1.838.011	2.042.030	2.246.233
Büyüme		%24,2	%67,4			%228,8	%51,9	%21,2	%16,2	%11,1	%10,0
Net Satışlara Oranı	%30,0	%27,6	%33,8	%37,3	%32,1	%35,8	%35,1	%33,6	%32,4	%31,2	%29,9

Profesyonel un satışları Şirket'in endüstriyel kullanım için fırın, otel, restoran, kafe gibi profesyonel kullanıcılara yönelik yaptığı satışları içermektedir. 2020 yılında Covid-19 kaynaklı kısıtlamalar sebebi ile

profesyonel un satışlarında sınırlı bir büyüme meydana gelmiştir. 2021 yılında ise normalleşme süreci ile birlikte yeniden açılan otel, restoran ve kafeler Şirket'in profesyonel unlarına olan talebi artırmış ve ilgili ürün grubu %19,1 hacim büyümesi gerçekleştirmiştir. 2022 yılında ise Şirket, güçlenen hammadde tedarik gücü ile artan üretim kabiliyeti neticesinde ilk etapta marka harcaması gerektirmeyen profesyonel un satışlarını artırmayı planlamıştır. TMO'nun, ekmek üreticilerine belirli bir fiyatın üzerinde satmamak koşulu ile un üreticilerine sağladığı avantajlı fiyattan buğday tedariki, 2022 yılında Şirket'in profesyonel un satışlarını artıran önemli etmenlerin arasında gelmektedir. 2023 yılında ise Şirket daha fazla kapasite kullanım oranı ile artacak un üretiminin bir kısmını profesyonel unların üretiminde kullanmayı planlamaktadır. 2023 sonrasında ise Şirket stratejisi kapsamında kapasite kullanım oranlarının artışını ağırlıklı olarak paketli un satışlarında kullanmayı planlamaktadır. Bu doğrultuda 2024 ve sonrası için profesyonel un ürün grubunun ortalama miktarsal olarak %0,8 büyüyeceği öngörülmektedir. Bu ürün grubunun 2027 yılında toplam satışlardan aldığı payın %29,9 oranına gerileyeceği öngörülmektedir.

Tablo 18: Kurabiye Satışları

Kurabiye Satışları	2019	2020	2021	2022/9	4.Ç/2022T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Kurabiye - Ton	-	52	26	7	1	8	148	445	622	871	1.220
Miktar Büyüme		%0,0	-%50,0			-%70,0	%1800,0	%200,0	%40,0	%40,0	%40,0
Kurabiye - Bin TL	-	1.242	469	461	77	538	13.287	47.834	77.012	118.598	182.642
Büyüme		%0,0	-%62,2			%14,7	%2370,0	%260,0	%61,0	%54,0	%54,0
Net Satışlara Oranı	%0,0	%0,2	%0,1	%0,0	%0,0	%0,0	%0,4	%1,0	%1,4	%1,8	%2,4

Şirket, 2020, 2021 ve 2022 yıllarında deneme üretimler ve pilot satışları yaptığı kurabiye ürünlerinin lansmanını 2023 yılı itibari ile gerçekleştirmeyi planlamaktadır. Söz konusu ürün grubunun son tüketicisine ulusal zincir, indirim marketleri ve distribütör dağıtım kanalları üzerinden ulaşması planlanmaktadır. Şirket kurabiye ürün grubu üretimini fason üreticiler aracılığı ile yapmayı planlamakta olup, bu kapsamda üreticileri denetlemek ve yakın temasta olabilmek adına satış ve pazarlama ekibini genişletmeyi planlamaktadır. Söke markasının, Türkiye'nin en bilinir un markası olması avantajını kullanarak, Şirket pazarlama kampanyalarının da desteği ile 2023 yılında kurabiye ürünü ile unlu mamüller pazarına penetrasyonu hedeflemektedir. Büyüyen pazarlama ekibi ve iletişim kampanyaları katkısı ile 2027 yılı itibari ile kurabiye ürün grubunun satışlar içerisindeki payının %2,4 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.

Tablo 19: Tahıl ve Glütensiz Un Satışları

Tahıl ve Glütensiz Un Satışları	2019	2020	2021	2022/9	4.Ç/2022T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Tahıl ve Glütensiz Un - Ton	839	506	314	400	115	515	772	965	1.158	1.332	1.465
Miktar Büyüme Oranı		-%39,7	-%37,9			%63,7	%50,0	%25,0	%20,0	%15,0	%10,0
Tahıl ve Glütensiz Un - Bin TL	2.286	1.856	1.774	4.206	1.477	5.683	11.934	17.902	24.704	31.251	37.814
Büyüme Oranı		-%18,8	-%4,4			%220,4	%110,0	%50,0	%38,0	%26,5	%21,0
Net Satışlara Oranı	%0,5	%0,3	%0,2	%0,2	%0,2	%0,2	%0,3	%0,4	%0,4	%0,5	%0,5

Tahıl ve Glütensiz Un ürün grubu Şirket'in farklı beslenme tercihlerine sahip ve sağlıklı yaşam eğilimlerine yönelik algısı yüksek olan tüketici kitlesini hedeflemektedir. Söz konusu ürünler ulusal zincir marketler ve distribütörler aracılığı ile satılmaktadır. Covid-19 sonrası dönemde artan sağlıklı beslenme eğilimlerine karşı artan duyarlılığa paralel olarak söz konusu ürün grubuna talebin artması beklenmektedir. Şirket, güçlenen marka algısı ile birlikte söz konusu ürün grubunun, 2024 yılında, 2019 seviyelerini aşmasını beklemektedir.

Tablo 20: Ekmek Unu Karışımları Satışları

Ekmek Unu Karışımları	2019	2020	2021	2022/9	4.Ç/2022T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Ekmek Unu Karışımları - Ton	133	459	43	54	20	74	111	139	166	191	211
Miktar Büyüme		%245,1	-%90,6			%72,0	%50,0	%25,0	%20,0	%15,0	%10,0
Ekmek Unu Karışımları - Bin TL	877	4.040	410	780	383	1.163	2.443	3.664	5.056	6.396	7.740
Büyüme Oranı		%360,7	-%89,9			%183,8	%110,0	%50,0	%38,0	%26,5	%21,0
Net Satışlara Oranı	%0,2	%0,7	%0,1	%0,0	%0,1	%0,0	%0,1	%0,1	%0,1	%0,1	%0,1

Şirket, tüketicilerin evde ekmek yapabilme deneyimleri için çeşitli ekmek unu karışımları üreterek satışını gerçekleştirmektedir. 2020 yılında sokağa çıkma kısıtlamaları sebebi ile evde daha çok zaman geçiren tüketicinin ekmek unu karışımlarına talebinde önemli düzeyde bir artış meydana gelmiştir. 2021 yılında ise tüketici alışkanlıklarının Covid-19 öncesine dönmesi ile birlikte ekmek unu karışım satışlarında miktar olarak %90,6 düşüş gözlemlenmiştir. 2022 yılında ise 74 ton satışı hedeflenen ürün grubunda, 2023 yılında ise pazarlama harcamalarının etkisinin de sonucu olarak 111 ton satış gerçekleşmesi beklenmektedir.

Tablo 21: Puding Satışları

Puding Satışları	2019	2020	2021	2022/9	4.Ç/2022T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Puding Satış Miktarı - Ton	41	101	94	66	15	82	90	99	109	114	120
Miktar Büyüme		%146,3	-%6,9			-%13,0	%10,0	%10,0	%10,0	%5,0	%5,0
Puding Satış Değeri - Bin TL	303	822	991	1.644	564	2.207	3.399	4.487	5.676	6.555	7.572
Büyüme		%171,3	%20,6			%122,7	%54,0	%32,0	%26,5	%15,5	%15,5
Net Satışlara Oranı	%0,1	%0,1	%0,1	%0,1	%0,1	%0,1	%0,1	%0,1	%0,1	%0,1	%0,1

Şirket paketleme kapasitesini kullanarak özel markalı puding üretimi gerçekleştirmektedir. Özel markalı ürünlerde beklenen talep artışına paralel olarak söz konusu ürün grubu satışlarının da miktar olarak 2023, 2024 ve 2025 yıllarında %10, 2026 ve 2027 yıllarında %5 büyümesi beklenmektedir.

Tablo 22: Tahıl Satışları

Tahıl Satışları	2019	2020	2021	2022/9	4.Ç/2022T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Tahıl - Ton	-	-	-	44.527	8.905	53.432	61.447	67.591	69.619	71.708	73.859
Miktar Büyüme		%0,0	%0,0			%500,0	%15,0	%10,0	%3,0	%3,0	%3,0
Tahıl - Bin TL	-	-	-	294.913	60.752	355.665	572.621	755.860	895.316	1.014.393	1.149.308
Büyüme		%0,0	%0,0			%485,4	%61,0	%32,0	%18,5	%13,3	%13,3
Net Satışlara Oranı	%0,0	%0,0	%0,0	%17,3	%8,8	%14,8	%15,4	%16,0	%15,8	%15,5	%15,3

Şirket 2022 yılı itibarı ile etkin stok yönetimi ve etkin hammadde tedariki sağlayabilmek adına tahıl ticaretine başlamıştır. Söz konusu tahıl satışlarının, stratejik olarak un satış büyümelerine paralel projeksiyon dönemi boyunca artması beklenmektedir.

Tablo 23: Tali Ürün Satışları

Tali Ürün Satışları	2019	2020	2021	2022/9	4.Ç/2022T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Tali Ürün - Ton	59.574	64.797	60.034	55.293	20.846	76.140	83.178	86.217	89.895	93.660	96.798
Toplam Un Üretimine Oranı	%27,1	%27,1	%26,7	%26,3	%26,3	%26,3	%26,3	%26,3	%26,3	%26,3	%26,3
Tali Ürün - Bin TL	62.652	85.399	130.875	226.444	98.886	325.330	497.568	618.893	742.086	850.490	966.878
Büyüme		%36,3	%53,3			%148,6	%52,9	%24,4	%19,9	%14,6	%13,7
Net Satışlara Oranı	%15,0	%15,1	%16,9	%13,2	%14,3	%13,6	%13,4	%13,1	%13,1	%13,0	%12,9

Şirket tedarik ettiği buğdayların yaklaşık %26'lık kısmını un üretiminde kullanamamaktadır. Un üretiminde kullanılmayan kepek ve benzeri maddeler ayrıştırılarak tali ürün olarak satılmaktadır. Tali ürün brüt kar marjı %0 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.

Tablo 24: Diğer Satışlar

	2019	2020	2021	2022/9	4.Ç/2022T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Diğer Satışlar - Bin TL	113	886	2.429	757	93	850	1.190	1.429	1.643	1.807	1.988
Büyüme		%686,5	%174,3			-%65,0	%40,0	%20,0	%15,0	%10,0	%10,0
Net Satışlara Oranı	%0,0	%0,2	%0,3	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0	%0,0

Projeksiyon dönemi boyunca ilgili kalemin satışlara oranı %0,1 olarak sabit varsayılmıştır.

Satılan Malın Maliyeti ve Brüt Karlılık

Şirket'in toplam ürün maliyetinin yaklaşık %85-%90'ını hammadde maliyeti oluşturmaktadır. Şirket'in en önemli hammaddesini ise buğday oluşturmaktadır. Her bir ürün grubu için ayrı brüt kar projeksiyonu yapılmış olup, satılan malın maliyeti tahmin edilirken amortisman dahil edilmiştir. Projeksiyon dönemi boyunca elde edilmesi planlanan brüt karın yaklaşık %53'ünün paketli un kategorisinden, %34'ünün profesyonel un kategorisinden, %5'inin ise kurabiye kategorisinden gelmesi beklenmektedir. Şirket'in brüt kar marjının projeksiyon dönemi boyunca ortalama %15 olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır.

2021 yılında %11,7 olan brüt kar marjı 2022'nin ilk 9 ayında %17,0 olarak gerçekleşmiştir. İlgili dönemde artan brüt kar marjının sebepleri yeni yönetim modeli ile Şirket'in hammadde tedarikinde pazarlık gücünün artması, yaratılan lojistik tasarrufları ve tahıl piyasası koşulları olarak öne çıkmaktadır. Şirket bu durum neticesinde 2022 yılı brüt kar marjını %16,3 olarak gerçekleştireceğini öngörmektedir. Geçmiş dönem kaydedilen brüt kar marjları dikkate alınarak 2023 yılında brüt kar marjının %14,1 olarak gerçekleşmesi, öngörülmüştür. 2024 yılı ve sonrasında yapılan pazarlama harcamalarının da bir sonucu olarak satışların içerisinde payı artacağı öngörülen, kurabiye, paketli un ürünlerin brüt kar marjını da arttırması beklenmektedir. 2024 yılında %14,4 olması beklenen brüt kar marjının 2025 yılında %14,7, 2026 yılında %14,9 ve 2027 yılında %15,3 olarak tahmin edilmektedir.

Operasyonel Giderler

Tablo 25: Genel Yönetim Giderleri

Genel Yönetim Giderleri -bin TL	2019	2020	2021	2022/9	4.Ç/2022T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Genel Yönetim, Personel Giderleri	4.850	6.616	6.287	6.974	2.430	9.405	16.929	20.314	23.361	25.698	28.267
Net Satışlara Oranı	1,2%	1,2%	0,8%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Diğer Genel Yönetim Giderleri	3.487	4.957	5.432	10.623	3.301	13.924	21.557	27.334	32.943	37.987	43.585
Net Satışlara Oranı	0,8%	0,9%	0,7%	0,6%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Genel Yönetim Giderleri	8.337	11.573	11.718	17.598	5.731	23.329	38.485	47.648	56.304	63.685	71.852
Net Satışlara Oranı	2,0%	2,0%	1,5%	1,0%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%

Şirket'in 2021 yılında genel yönetim giderlerinin yaklaşık %54'ünü personel giderleri oluşturmaktadır. Kalan kısmın %20'lik kısmı dışardan sağlanan fayda ve hizmetlerden, %10'unu güvenlik hizmetlerinden ve %16'lık kısmı ise sigorta giderleri, amortisman giderleri, seyahat giderleri gibi çeşitli kalemlerden oluşmaktadır. Projeksiyon dönemi için Şirket'in genel yönetim gideri kalemleri, personel giderleri ve diğer olarak ikiye ayrılmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca genel yönetim altında çalışan personel sayısı sabit varsayılmış olup, personel ücretlerinin ise enflasyona paralel olarak artacağı varsayılmıştır.

Tablo 26: Satış ve Pazarlama Giderleri

Satış ve Pazarlama Giderleri- bin TL	2019	2020	2021	2022/9	4.Ç/2022T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Satış ve Pazarlama, Personel Giderleri	7.141	8.551	10.830	10.242	7.333	17.575	37.660	49.712	57.169	62.885	69.174
Net Satışlara Oranı	1,7%	1,5%	1,4%	0,6%	1,1%	0,7%	1,0%	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%
Diğer Satış ve Pazarlama Giderleri	6.670	4.551	5.064	11.386	12.621	24.007	37.800	47.930	57.765	66.610	76.425
Net Satışlara Oranı	1,6%	0,8%	0,7%	0,7%	1,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Nakliye Giderleri	13.278	15.905	19.149	38.840	14.532	53.372	76.452	96.117	115.059	131.685	149.731
Net Satışlara Oranı	3,2%	2,8%	2,5%	2,3%	2,1%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Satış ve Pazarlama Giderleri	27.089	29.007	35.044	60.468	34.486	94.955	151.913	193.758	229.993	261.180	295.331
Net Satışlara Oranı	6,5%	5,1%	4,5%	3,5%	5,0%	4,0%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	3,9%

2021 yılında Şirket'in satış ve pazarlama giderlerinin %55'ini nakliye giderleri, %31'lik kısmını personel giderleri oluşturmaktadır. Kalan %14'lük kısmı ise seyahat giderleri, araç giderleri, yemek giderleri, TURİB giderleri, promosyon giderlerinden oluşmaktadır. Reklam ve tanıtım giderleri toplam satış ve pazarlama giderlerinin sadece %1,5'lik kısmını oluşturmaktadır. Personel giderleri projeksiyonu yapılırken, kurabiye ürün grubuna ve pazar payını arttırmaya yönelik planlanan pazarlama faaliyetleri, kurabiye üretimleri için çalışılacak fason üreticilerin denetlenmesi de dikkate alınarak personel sayılarında artış öngörülmüştür. Personel ücretlerinin ise enflasyona paralel olarak artacağı varsayılmıştır. Diğer pazarlama giderlerinin satışlara oranının ise artması planlanan pazarlama ve reklam harcamaları doğrultusunda projeksiyon dönemi boyunca %1,0 olarak gerçekleşmesi öngörülmüştür. Artan personel maliyeti ve personel giderlerine karşın, yüksek hasılat büyümesinin etkisi ile pazarlama ve satış personel giderlerinin satışlara oranının projeksiyon dönemi boyunca %0,7 ve %1,1 aralığında olması beklenmektedir. Nakliye giderleri ise ton başı nakliye gideri baz alınarak tahmin edilmiştir. 2021 yıl sonuna kadar artış gösteren navlun maliyetlerinin, 2022 itibari ile düşüş eğilimi göstermesi sebebi ile 2023 yılı için ton başına nakliye giderinde tahmin edilen artışın enflasyonun altında olacağı varsayılmıştır. Ayrıca Şirket'in satış artışlarının yaratacağı ölçek avantajı ile verimlilik sağlayacağı öngörülmektedir.

Faaliyet Karlılığı

Tablo 27: Karlılık Tahminleri

Bin TL	2019	2020	2021	2022/9	4.Ç/2022T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	418.808	566.320	773.165	1.709.486	691.241	2.400.727	3.716.698	4.712.764	5.679.814	6.549.481	7.514.589
Büyüme		35,2%	36,5%			210,5%	54,8%	26,8%	20,5%	15,3%	14,7%
Brüt Kar	54.231	77.633	90.114	290.506	100.550	391.056	525.035	680.276	832.706	977.378	1.146.761
Brüt Kar Marjı	12,9%	13,7%	11,7%	17,0%	14,5%	16,3%	14,1%	14,4%	14,7%	14,9%	15,3%
Genel Yönetim Giderleri	(8.337)	(11.573)	(11.718)	(17.598)	(5.731)	(23.329)	(38.485)	(47.648)	(56.304)	(63.685)	(71.852)
Net Satışlara Oranı	2,0%	2,0%	1,5%	1,0%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Satış ve Pazarlama Giderleri	(27.089)	(29.007)	(35.044)	(60.468)	(34.486)	(94.955)	(151.913)	(193.758)	(229.993)	(261.180)	(295.331)
Net Satışlara Oranı	6,5%	5,1%	4,5%	3,5%	5,0%	4,0%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	3,9%
FVÖK	18.805	37.052	43.352	212.440	60.332	272.773	334.637	438.869	546.409	652.513	779.578
FVÖK	4,5%	6,5%	5,6%	12,4%	8,7%	11,4%	9,0%	9,3%	9,6%	10,0%	10,4%
Amortisman	8.761	8.902	8.051	14.756	4.919	19.675	19.925	22.898	26.197	29.866	32.496
FAVÖK	27.566	45.955	51.403	227.196	65.251	292.447	354.562	461.767	572.606	682.380	812.074
FAVÖK	6,6%	8,1%	6,6%	13,3%	9,4%	12,2%	9,5%	9,8%	10,1%	10,4%	10,8%

Şirket'in FAVÖK marjı incelendiğinde, karlılığını en çok etkileyen faktörün, en büyük maliyet kalemi olan satılan malın maliyeti olduğu görülmektedir. Söz konusu kalem içerisinde ise en önemli gider hammadde maliyeti olarak öne çıkmaktadır. Şirket 2022 yılında yükselen hammadde tedarik kapasitesine paralel olarak artan pazarlık gücü, yeni yönetim anlayışının getirdiği lojistik tasarrufları ve piyasa koşulları sebebi ile artan brüt kar marjı, FAVÖK marjında da iyileşmeye sebep olmuştur. Artması beklenen pazarlama harcamaları ve personel ücretleri de dikkate alındığında 2023 yılı FAVÖK marjının %9,5 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. 2024 yılında ise paketli unlar ve kurabiye ürün gruplarının satışlardan alacağı payın artması ile FAVÖK marjının yükseliş trendine girmesi beklenmektedir.

2- Net İşletme Sermayesi

İşletme sermayesi hesaplaması için ticari alacaklar, stoklar, ticari borçlar, alınan sipariş avansları ve verilen sipariş avansları kalemleri kullanılmıştır. Ticari alacaklar, ticari borçlar ve stoklar için 2019, 2020 ve 2021 gün sayıları hesaplanmıştır. Ticari alacak günleri 2019, 2020 ve 2021 yılları için ortalama 49 gün olarak hesaplanmıştır. 2022 yılının ilk 9 ayında ticari alacak günleri 34 güne düşmüş olup 2023 yılı ve sonrasında projeksiyon dönemi boyunca 41 gün olacağı varsayılmıştır. Stok devir günleri ise 2019, 2020 ve 2021 yılları için ortalama 31 gün olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu gün sayısı 2022 yılının 9 aylık döneminde 26 gün olarak gerçekleşmiştir. Yeni yönetim anlayışı ile birlikte başlanan buğday ticaretinin de katkısıyla ilgili günlerin 2023 yılı için 28 gün, 2024 yılı için 27 gün, 2025 yılı ve geri kalan yıllar için 26 gün olarak gerçekleşeceği varsayılmaktadır. Ticari borç günleri incelendiğinde ise 2019 – 2021 yılı ortalaması 43 gün olarak hesaplanmıştır. Ticari borç günleri 2022 yılının ilk 9 aylık döneminde 51 gün olarak gerçekleşmiş olup, projeksiyon dönemi boyunca ortalama 47 gün olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Tablo 28: Net İşletme Sermayesi

Bin TL	2019	2020	2021	S12A 2022	4.Ç/2022T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	418.808	566.320	773.165	2.034.870	691.241	2.400.727	3.716.698	4.712.764	5.679.814	6.549.481	7.514.589
Net İşletme Sermayesi	39.046	64.287	99.435	58.164	60.904	60.904	253.659	309.082	359.941	416.059	478.853
Net Satışlara Oranı	9,3%	11,4%	12,9%	2,9%	8,8%	2,5%	6,8%	6,6%	6,3%	6,4%	6,4%
Net İşletme Sermayesi Değişimi	25.241	35.148	(41.271)	2.740	(38.531)	192.755	55.422	50.860	56.118	62.794	

3- Yatırım Harcamaları

Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca hedeflediği satış ve hasılat gelişimi için ek bir üretim kapasite yatırımı harcaması yapması gerekmediği varsayılmakta olup, sadece 2023 ve 2024 yılları için depo yatırımı için bütçe ayrılmıştır. Bu duruma ek olarak projeksiyon dönemi boyunca her sene idame ve bakım harcamaları yapılacağı varsayılmaktadır. 2022 yılında Ankara'da yer alan, önceki yıllarda kiralık olarak kullanılan fabrikanın satın alınması sebebi ile toplamda 43 milyon TL yatırım harcaması gerçekleşeceği öngörülmektedir.

Tablo 29: Yatırım Harcamaları

Bin TL	2019	2020	2021	2022/9	4.Ç/2022T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Yatırım Harcamaları	1.595	2.345	1.564	37.614	5.599	43.213	29.734	32.989	17.039	19.648	26.301
Net Satışlara Oranı, %	0,4%	0,4%	0,2%	2,2%	0,8%	1,8%	0,8%	0,7%	0,3%	0,3%	0,4%

4- Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29 maddesi uyarınca tahmini nakit akışlarını indirmek için kullanılan oranın hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtmaları gerekli görülmektedir. Bu kapsamda değerleme kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.30 maddesinin b bendinde belirtilen ve işletme değerlemelerinde yaygın olarak kullanılan AOSM yöntemi kullanılmıştır. 2022 – 2027 projeksiyon dönemini kapsayan İNA Yöntemi'nde kullanılan risksiz getiri oranı için Türkiye Devleti tarafından 12 Ağustos 2022'de ihraç edilen ve vadesi 9 Ağustos 2024'de sonlanan Türk Lirası getirisi olan Devlet Tahvili'ne ilişkin oranların 8 Kasım 2022 itibarıyla geriye dönük 6 aylık ortalaması dikkate alınmıştır. Küresel çapta ülkelerin içerisinde bulunduğu enflasyonist ortam, gelişmiş ülkelerin merkez bankalarının faiz artırma sürecinde olmaları sebebi ile 2022 yılı risksiz getiri oranlarının uzun vade için değişkenlik göstereceği düşünülmektedir. Bu şartlar göz önünde bulundurularak küresel ekonomik şartların normalleşmesi ile birlikte faizlerin düşüş eğilimine gireceği varsayılmıştır. Bu durumun sonucu olarak, 2022 yılından başlayarak tüm projeksiyon döneminde risksiz getiri oranı her sene 50 baz puan düşürülmüştür.

Piyasa riski primi genel yaklaşım korunarak %5,5 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.

Beta sistematik riski ölçmekte olup, pay getirilerinin borsa getirisi ile korelasyonunu göstermektedir. Kaldıraçsız beta hesaplanırken istatistiki verilerden yararlanılarak, söz konusu payın ve borsa getirisinin kovaryansları borsa getirisinin varyansına bölünür. Beta için emsal şirketlere de bakılmış olup, Şirket'in öngörülen borsa getirisi ile korelasyonunun doğru yansıtmadığı düşünülmüştür. Şirket'in payları henüz borsada işlem görmediği için beta hesaplaması yapılamamaktadır ve pay getirisi olarak borsa getirisi kabul edilmiştir. Şirket'in getirisinin borsa getirisine paralel olacağı varsayımı altında kaldıraçlı beta 1 olarak kabul edilmiştir.

Kurumlar Vergisi oranı 2022 yılı için uygulanan oran %23 ve kalan yıllar için %20 olarak alınmıştır.

Sermaye Maliyeti = Risksiz Yatırım Getirisi + (Kaldıraçlı Beta) * (Piyasa Riski)

Sermaye Maliyeti yukarıdaki formül ile 2022 yılı için %23,9 , 2023 yılı için %23,4 , 2024 yılı için %22,9 , 2025 yılı için %22,4 , 2026 yılı için %21,9 ve kalan yıllar için %21,4 olarak varsayılmıştır.

Hesaplama Şirket'in Borçlanma Maliyeti olarak elde edilen risksiz getiri oranının üzerine risk primi eklenerek 2022 yılı için %25,8, 2023 yılı için %25,1, 2024 yılı için %24,4, 2025 yılı için %23,7, 2026 yılı için %23,0 ve kalan yıllar için %22,3 olarak varsayılmıştır.

Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti = Borçlanma Maliyeti * (1 – Vergi Oranı)

Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti yukarıdaki formül ile hesaplanarak 2022 yılı için %19,9, 2023 yılı için %20,1, 2024 yılı için %19,5, 2025 yılı için %19,0 , 2026 yılı için %18,4 ve kalan yıllar için %17,8 olarak kullanılmıştır.

AOSM = Sermaye maliyeti * (1 – (Borç/(Borç+Özkaynak) + (Borçlanma maliyeti (Vergi sonrası)) * (Borç/(Borç+Özkaynak))

AOSM yukarıdaki formül kullanılarak hesaplanmıştır ve 2022 yılı için %22,3, 2023 yılı için %22,1, 2024 yılı için %21,6, 2025 yılı için %21,0, 2026 yılı için %20,5 ve 2027 için %20,0 olarak bulunmuştur.

Tablo 30: AOSM Hesaplaması

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Risksiz Getiri Oranı	%18,4	%17,9	%17,4	%16,9	%16,4	%15,9
Hisse Senedi Risk Primi	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
Borç/Özkaynaklar	%67,3	%67,3	%67,3	%67,3	%67,3	%67,3
Kaldıraçlı Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Efektif Vergi Oranı	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Sermaye Maliyeti	%23,9	%23,4	%22,9	%22,4	%21,9	%21,4
Borç Maliyeti (Vergi Öncesi)	%25,8	%25,1	%24,4	%23,7	%23,0	%22,3
Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)	%19,9	%20,1	%19,5	%19,0	%18,4	%17,8
AOSM	22,3%	22,1%	21,6%	21,0%	20,5%	20,0%

İNA Sonucunda Bulunan Değerler

Şirket tarafından sağlanan varsayımlara göre oluşturulan İNA çalışması ve sonuçları aşağıda sunulmaktadır. İNA çalışmasında nihai dönem hesaplaması için öngörülen devam eden büyüme oranı, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın uzun dönem enflasyon hedefi olan %5,0 olarak kullanılmıştır. İNA analizinde 30 Eylül 2022 tarihli net borç değeri kullanılmıştır. İNA analizinin indirgeme tarihi olarak gerçekleşen verilerin bitiş tarihi olan 30 Eylül 2022 dikkate alınmıştır.

Tablo 31: İNA Tablosu

Bin TL	2021	4.Ç 2022T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Nihai Dönem
Net Satışlar	773.165	691.241	2.400.727	3.716.698	4.712.764	5.679.814	6.549.481	7.514.589	7.890.318
Büyüme Oranı, %			%210,5	%54,8	%26,8	%20,5	%15,3	%14,7	%5,0
FVÖK	43.352	60.332	272.773	334.637	438.869	546.409	652.513	779.578	760.545
FVÖK Marjı, %	%5,6	%8,7	%11,4	%9,0	%9,3	%9,6	%10,0	%10,4	%9,6
Vergi Oranı, %	%23,0	%23,0	%23,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	33.381	46.456	210.035	267.710	351.095	437.127	522.011	623.663	608.436
Amortisman	8.051	4.919	19.675	19.925	22.898	26.197	29.866	32.496	38.663
Brüt Nakit Akımı	41.433	51.375	229.709	287.635	373.994	463.324	551.877	656.159	647.099
NİS Değişimi	(35.148)	(2.740)	38.531	(192.755)	(55.422)	(50.860)	(56.118)	(62.794)	(23.943)
Yatırım Harcamaları	(1.564)	(5.599)	(43.213)	(29.734)	(32.989)	(17.039)	(19.648)	(26.301)	(38.663)
Serbest Nakit Akımı	4.720	43.036	225.027	65.146	285.582	395.425	476.110	567.064	584.493
İndirgeme Oranı		22,30%		22,09%	21,56%	21,04%	20,51%	19,99%	
İskonto Faktörü		0,975		0,883	0,728	0,606	0,508	0,430	
İndirgenmiş Nakit Akımı		41.957		57.495	207.894	239.498	242.023	244.060	
İndirgenmiş Nakit Akımı Toplamı			1.032.928						
Devam Eden Büyüme Oranı			%5,0						
İndirgenmiş Devam Eden Değer			1.678.149						
Firma Değeri			2.711.077						
Net Finansal Borç (net nakit)			(285.958)						
Piyasa Değeri			2.997.034						

İNA analizine göre hesaplanan Firma Değeri 2.711 milyon TL ve Piyasa Değeri 2.997 milyon TL'dir. Çalışmanın büyüme oranı ve AOSM için (-0,5%;+0,5%) duyarlılık analizi de aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Tablo 32: Duyarlılık Analizi

		AOSM Duyarlılık		
Bin TL		%0,5	%0,0	(%0,5)
Devam	(%0,5)	2.848.399	2.941.469	3.040.915
Eden Değer	%0,0	2.899.539	2.997.034	3.101.423
Duyarlılık	%0,5	2.954.091	3.056.434	3.166.255

B) Çarpan Analiz Yöntemi

Şirket'in piyasa değeri FD/FAVÖK çarpanı yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır. FAVÖK çarpanı şirketin operasyonel karlılığını dikkate almakta ve firma değeri hesaplanmasında kullanılmaktadır. Firma değerinden net finansal borcun çıkarılması ile piyasa değeri hesaplanmaktadır.

Değerleme çalışmasında Türkiye'de ve yurt dışı piyasalarda işlem gören ve Şirket ile benzer sektörde bulunan şirketler dikkate alınmıştır. Çarpanları dikkate alınan yurtdışı benzer firmaların detayları benzer şirketler başlığı altında yer almaktadır. Dikkate alınan benzer şirketlerden çarpanları uç değerlerde yer aldığı kabul edilen şirketler dikkate alınmamıştır. FD/FAVÖK hesaplanırken 20,0x üzeri ve 5,0x altındaki değerler uç değer olarak kabul edilerek medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Yurtiçi benzer ve Yurtdışı Benzer şirketlerin çarpan değerleri hesaplanırken piyasa verileri 09.11.2022 kapanış tarihli olarak Yurtiçi Benzer şirket çarpan değerleri için Rasyonet, Yurtdışı Benzer Şirketlerin çarpan değerleri için Bloomberg platformu kullanılarak elde edilmiştir.

Yurtiçi Benzer Şirketler

FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi

FD/FAVÖK çarpanları, yurtiçi benzer şirketlerin firma değerlerinin 30.09.2022 tarihinde sona eren son 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK tutarlarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Değerleme çalışmasında Şirket'in 30.09.2022'de sonra eren hesaplanan 12 aylık FAVÖK verisi kullanılmıştır. Söke Un ile aynı veya benzer sektörlerde Türkiye'de faaliyet gösteren kısıtlı sayıda firma bulunması sebebi ile Borsa İstanbul'da işlem gören seçili gıda şirketleri kullanılmıştır. Türkiye'de faaliyet gösteren halka açık ilgili şirketler için FD/FAVÖK çarpanları aşağıdaki şekilde özetlenmiştir:

Tablo 33: Yurtiçi Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı Değerleri

Şirket	Firma Değeri (m TL)	FAVÖK (m TL)	FD/FAVÖK
A.V.O.D Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret Anonim Şirketi	909	100	9,1x
Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret A.S.	2.282	220	10,3x
Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.S.	5.657	555	10,2x
Kutahya Seker Fabrikası A.S.	2.279	184	12,4x
Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.S.	619	24	25,3x
Orçay Ortaköy Çay Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi	953	58	16,5x
Oylum Sinai Yatırımlar Anonim Şirketi	339	15	22,9x
Penguen Gıda Sanayi A.S.	1.472	144	10,2x
Pinar Entegre Et ve Un Sanayii A.S.	2.331	203	11,5x
Selva Gıda Sanayi A.S.	1.114	64	17,5x
Tat Gıda Sanayi A.S.	5.292	334	15,8x
Tukas Gıda Sanayi ve Ticaret A.S.	11.064	1.212	9,1x
Ülker Bisküvi Sanayi A.S.	23.101	4.465	5,2x
Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.S.	8.997	1.230	7,3x
Yayla Agro Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi	15.939	1.375	11,6x
Medyan			10,3x

Yurtiçi benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı medyanı 10,3x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpana göre Şirket'in piyasa değeri **2.947 milyon TL** olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 34: Yurtiçi Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanan Değer

TL	Değer
FAVÖK	257.135.037
Yurtiçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	10,3x
Hesaplanan Firma Değeri	2.661.050.075
Net Finansal Borç (net nakit)	(285.957.744)
Hesaplanan Piyasa Değeri	2.947.007.819

Yurtdışı Benzer Şirketler

FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi

FD/FAVÖK çarpanları, yurtdışında farklı coğrafyalarda faaliyet gösteren benzer şirketlerin firma değerlerinin 30.09.2022 tarihinde sona eren son 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK tutarlarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Değerleme çalışmasında Şirket'in 30.09.2022'de sonra eren hesaplanan son 12 aylık FAVÖK verisi kullanılmıştır. Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde yurtdışında faaliyet gösteren halka açık şirketler için FD/FAVÖK çarpanları aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

QNB FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Merkez: Eskişehir Mah. Büyükdere Cad. Kristal
 Kule Binası No: 215 Kat: 6-7 34394 Şişli - İST.
 İstanbul Ticaret Odası: 939657
 Mersis No: 0-8880-1045-3300018
 Poçazıcı Kurumlar V.D: 9880104535
 www.qnbfi.com

Tablo 35: Yurtdışı Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı Değerleri

Şirket	Ülke	Firma Değeri (m USD)	FAVÖK (m USD)	FD/FAVÖK
Campbell Soup Company	A.B.D.	20.391	1.579	12,9x
PT Indofood Sukses Makmur Tbk	Endonezya	6.360	1.001	6,4x
Archer-Daniels-Midland Company	A.B.D.	61.488	5.097	12,1x
B&G Foods, Inc.	A.B.D.	3.518	265	13,3x
The Hain Celestial Group, Inc.	A.B.D.	2.709	159	17,0x
Grupo Herdez, S.A.B. de C.V.	Meksika	1.073	157	6,8x
Lancaster Colony Corporation	A.B.D.	5.707	167	34,2x
Nongshim Co., Ltd.	Güney Kore	879	134	6,6x
Samyang Corporation	Güney Kore	804	105	7,6x
M. Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos	Brezilya	3.129	182	17,2x
Warabeya Nichiyo Holdings Co., Ltd.	Japonya	195	63	3,1x
Nagatanien Holdings Co.,Ltd.	Japonya	408	53	7,7x
Nissin Foods Company Limited	Hong Kong	620	64	9,6x
Daehan Flour Mills Co.,Ltd	Güney Kore	134	53	2,5x
Bunge Limited	Bermuda	20.752	2.565	8,1x
The Torigoe Co., Ltd.	Japonya	42	11	4,0x
General Mills, Inc.	A.B.D.	58.189	4.258	13,7x
Wafrah for Industry and Development Company	Suudi Arabistan	173	2	75,7x
Medyan				9,6x

Yurtdışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK medyan çarpanı 9,6x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpana göre Şirket'in piyasa değeri **2.764 milyon TL** olarak bulunmuştur.

Tablo 36: Yurtdışı Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanan Değer

TL	Değer
FAVÖK	257.135.037
Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	9,6x
Hesaplanan Firma Değeri	2.478.033.616
Net Finansal Borç (net nakit)	(285.957.744)
Hesaplanan Piyasa Değeri	2.763.991.360

7. Sonuç

Şirket Değerlemesinde Çarpan Analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Değerleme çalışması kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ve Çarpan Analizi yöntemlerine göre bulunan değerlerin farklılıkları UDS Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirlenen değerlerin farklılıkları anlaşılmasına ilişkin olarak seçim kriterleri tekrar değerlendirilmiştir. Şirket'in operasyonları, büyüme potansiyeli, pazar stratejisi, iş modeli ve bulunduğu coğrafya açısından birebir halka açık emsal şirket bulunmamaktadır. Şirket'in yurtiçinde gıda sektöründe faaliyet gösteren, un ve unlu mamül alanında markalı üretim gerçekleştiren bir emsal şirket bulunmaması sebebi ile yurtiçi çarpanlar hesaplanırken Borsa İstanbul'da işlem gören seçili gıda şirketlerinden yararlanılmıştır. Yurtdışı benzer şirketler için ise yeterli halka açık şirket bulunmadığı için un ve unlu mamül üreticilerinin yanında makarna, noodle, unlu atıştırmalıklar gibi alanlarda faaliyet gösteren firmalar çarpan analizine dahil edilmiştir. Söke Un'un bulunduğu pazar, iş modeli ve coğrafya göz önünde bulundurulduğunda yurtdışı emsal firmalar ile Şirket; karlılık, büyüme potansiyeli, tedarik zinciri ve operasyonel koşulları bakımından farklılaşabilmektedir. Bu sebeple İNA yöntemine %30 ağırlık verilmiştir. Piyasa bakış açısını da değerlemeye dahil etmek maksadı ile Yurtdışı Çarpan Değeri'ne %35, Yurtiçi Çarpan Değeri'ne %35 ağırlık verilmiştir. Bu bağlamda Söke Un'un piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

Tablo 37: Değerleme Analizi Sonuçları

Değerleme Özeti (TL)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Ağırlıklandırılmış Yurtiçi Çarpan Değeri	2.947.007.819	35%	1.031.452.737
Ağırlıklandırılmış Yurtdışı Çarpan Değeri	2.763.991.360	35%	967.396.976
İNA	2.997.034.372	30%	899.110.311
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri			2.897.960.024

Bulunan ağırlıklandırılmış piyasa değeri 2.898 milyon TL olarak hesaplanmakta ve birim pay değeri de 9,38 TL hesaplanmaktadır. Hesaplanan piyasa değerine %20 halka arz iskontosu uygulanmış, halka arz piyasa değeri 2.318 milyon TL ve halka arz birim pay fiyatı 7,50 TL olarak belirlenmiştir.

Tablo 38: Halka Arz Fiyatı

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri - TL	2.897.960.024
Ödenmiş Sermaye	309.000.000
Pay Başına Fiyat - TL	9,38
Halka Arz İskontosu (%)	20%
Halka Arz Fiyatı - TL	7,50

8. EK-1: Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8.km No:156
06530 Ankara

18/11/2022

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 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerine 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,

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

QNB FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merkez Eskişehir Mah. Büyükdere Cad. Kristal
Kule Binası No:21 Kat:6-7 34394 Sisli - İSTİ
İstanbul Ticaret Odası: 356666
Mersis No: 0-3880-1045-3500018
Boğaziçi Kurumlar V.D: 3880104545
www.qnbfi.com

İpek Hekimoğlu Okçular

Kadir Alper Urgancı

Genel Müdür Yardımcısı

Grup Yöneticisi