



EFOR ÇAY SANAYİ TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

FİYAT TESPİT RAPORU

03.06.2024

İÇİNDEKİLER

TABLOLAR	3
1.RAPOR ÖZETİ.....	8
2.YÖNETİCİ ÖZETİ.....	11
3.ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ.....	12
4.FAALİYET GÖSTERİLEN SEKTÖRLER.....	35
5.DEĞERLEME ANALİZİ.....	45
6.SONUÇ.....	66

TABLÖLAR

Tablo 1 : Halka Arz Edilen Pay Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	12
Tablo 2 : Bilanço.....	25
Tablo 3 : Gelir Tablosu.....	29
Tablo 4 : Hasılat Kırılımı.....	30
Tablo 5 : Satışların Maliyeti.....	31
Tablo 6 : Faaliyet Giderleri ve Faaliyet Kar Marjı	31
Tablo 8 : Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	32
Tablo 9 : FAVÖK ve FAVÖK Marjı.....	33
Tablo 10 : Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	33
Tablo 11 : Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	34
Tablo 12 : Finansman Gelirleri.....	34
Tablo 13 : Finansman Giderleri.....	35
Tablo 14 : Makro Varsayımlar	46
Tablo 15 : Ürünler Bazında Satış Tonajları	47
Tablo 16 : Ürünler Bazında Ortalama Birim Satış Fiyatları	50
Tablo 17 : Ürünler Bazında Ortalama Birim Satış Maliyetleri	51
Tablo 18 : Ürünler Bazında Brüt Satışlar ve Net Satışlar	52
Tablo 19 : Satışların Maliyeti.....	53
Tablo 20 : Brüt Kar	54
Tablo 21 : Faaliyet Giderleri.....	54
Tablo 22 : Amortisman	55
Tablo 23 : Yatırımlar	55
Tablo 24 : İşletme Sermayesi İhtiyacı	55
Tablo 25 : Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	56
Tablo 26 : İndirgenmiş Nakit Akımları.....	56
Tablo 27 : Değerlemede Kullanılan Finansal Veriler	58

Tablo 28: BİST Sınai Endeksi Şirket Çarpanları.....	59
Tablo 29: BİST Sınai Endeksi Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri Hesabı.....	64
Tablo 30: BİST Ticaret Endeksi Şirket Çarpanları	65
Tablo 31: BİST Ticaret Endeksi Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri Hesabı	66
Tablo 32: Pazar Yaklaşımı Değer Özeti	66
Tablo 33: Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	66
Tablo 34: Halka Arz Pay Fiyatı ve İskonto Hesabı	67

KISALTMALAR

KISALTMALAR	TANIMLAR
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, USD veya Dolar	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmî para birimi
Ak Tarım	Ak Tarım Gübre Çay İnşaat Nakliyat Sanayi Ticaret Limited Şirketi
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
ASTM	Amerikan Test ve Materyalleri Topluluğu (American Society for Testing and Materials)
A.Ş.	Anonim Şirket
Avansas	Avansas Ofis Malzemeleri Tic. A.Ş.
Avro/Euro	Avrupa Birliği'ne üye devletlerin resmî para birimi
B Grubu	Şirket Esas Sözleşmesi uyarınca tanımlanan B Grubu Paylar
BAĞFAŞ	Bandırma Gübre Fabrikaları Anonim Şirketi
BİM	Birleşik Mağazalar A.Ş.
Carrefoursa	Carrefoursa Carrefour Sabancı Ticaret Merkezi A.Ş.
Çağrı	Çağrı Gıda Temizlik Maddeleri İnşaat Sanayi Ve Ticaret A.Ş.
CIF	Mal Bedeli, Sigorta ve Navlun
ÇAYKUR	Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü
ÇED	Çevresel Etki Değerlendirmesi
ÇED Yönetmeliği	29.07.2022 tarihli ve 31907 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmış Çevresel Etki Değerlendirmesi Yönetmeliği
Çevre Bakanlığı	T.C. Çevre Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanlığı
DAP	Diamonyum Fosfat
Doğuş Çay	Doğuş Çay ve Gıda Maddeleri Üretim Pazarlama İthalat İhracat Anonim Şirketi
EGE	Ege Sanayii Anonim Şirketi
Esas Sözleşme	Şirket Esas Sözleşmesi
Efor Gübre Madencilik, Efor Gübre, Efor Madencilik, Bağlı Ortaklık	Efor Gübre Madencilik Sanayi Ticaret Anonim Şirketi
Doğadan Çay	Doğadan Gıda Ürünleri Sanayi ve Pazarlama Anonim Şirketi
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
FVÖK	Faiz, Vergi Öncesi Kâr
GEMLİK	Gemlik Gübre Sanayi Anonim Şirketi
Genel Kurul	Şirket'in Genel Kurulu
Getir	Getir Perakende Lojistik Anonim Şirketi
GES	Güneş Enerjisi Santrali

GÜBRETAS	Gübre Fabrikaları Türk Anonim Şirketi
Halk Yatırım	Halk Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi
Hakmar	Hakmar Gıda Tur. Hayv. ve İnş. San. Ltd. Şti.
Hepsiburada	D-Market Elektronik Hizmetler Tic. A.Ş.
Horeca, HoReCa	Yemek servisi endüstrisinin kısaltmasıdır. Terim, Otel / Restoran / Kafe kelimelerinin hece kısaltmasıdır.
ISO 45001	ISO 45001 İş Sağlığı ve Güvenliği Yönetim Sistem Belgesi
İGSAŞ	İstanbul Gübre Sanayii Anonim Şirketi
İhraççı, Şirket, Efor Çay	Efor Çay Sanayi Ticaret Anonim Şirketi
İntegral Yatırım	İntegral Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi
kg	Kilogram, Uluslararası Birimler Sistemi'nde kütlenin temel birimidir.
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
kWp	kWp elektrik enerjisi tüketiminde kullanılan kavramı temsil eder. kWp, birim zamanda elektrik enerjisi tüketiminin toplamıdır.
Lipton	Unilever Sanayi ve Türk Ticaret Anonim Şirketi
LTD. ŞTİ.	Limited Şirket
Metro	Metro Grosmarket Bakırköy Alışveriş Hizmetleri Ticaret Limited Şirketi
Mtep	Milyon ton eşdeğeri petrol
Mt	Metrik ton
m2	Metrekare alan ölçü birimidir.
Migros	Migros Ticaret A.Ş.
NS	Net Satışlar
Noğa	Noğa Çay ve Gıda Ürünleri İmalat Sanayi Ticaret Limited Şirketi
Ofçay	Ofçaysan Tarım Ürünleri Entegre Tesisleri Sanayi Ticaret Anonim Şirketi
Ortak	İbrahim Akkuş
Onur Özen	Özen Alışveriş Hizmetleri A.Ş.
Özkuruşlar	Özkuruşlar Gıda San. Tic. ve A.Ş.
PANKOBİRLİK	Sınırlı Sorumlu Pancar Ekicileri Kooperatifler Birliği
PL, Private Label	Özel marka, bir perakendecinin ürünün geliştirilmesinden, ürünün depolanmasına ve pazarlanmasına kadar tüm sorumluluğu üstlendiği özel markadır.
Sermaye Piyasası Mevzuatı	Sermaye Piyasası Kanunu ile Kurul ve BİST tarafından çıkarılan tüm tebliğler, yönetmelikler, ilkeler, kararlar ve sair ikincil mevzuat
T.C., Türkiye	Türkiye Cumhuriyeti
TMS, TFRS	Türkiye Muhasebe Standartları, Türkiye Finansal Raporlama Standartları ile bunlara ilişkin ek ve yorumlar
TL, Türk Lirası	Türkiye Cumhuriyeti resmî para birimi

TOROS	Toros Tarım Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
Trendyol	DSM Grup Danışmanlık İletişim ve Satış Tic.A.Ş.
TTK	6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
UDS	Uluslararası Değerleme Standartları
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı
Yemeksepeti	Yemek Sepeti Banabi Perakende Gıda Ticaret A.Ş.
Yönetim Kurulu	Şirket'in Yönetim Kurulu

1.RAPOR ÖZETİ

1. Raporun Amacı

Bu rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Halk Yatırım"), İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") ve Efor Çay Sanayi Ticaret A.Ş. ("Şirket") arasında 9 Mart 2023 tarihinde imzalanmış olan "Halka Arza Aracılık ve Finansal Danışmanlık Sözleşmesi" ve 4 Mart 2024 tarihinde imzalanmış olan "Tadil Protokolü" kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

1.1. Etik İlkeler

Şirket'in işbu fiyat tespit raporunda 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; Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kurallarında belirtilen aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerleme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme kapsamında kurulan ilişkilerde ve gerçekleştirilen çalışmalarda doğru beyana dayalı, meslek kurallarına uygun, zamanında ve eksiksiz hareket ederek güveni zedeleyici hareketlerden özenle kaçınılmıştır. Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Müşterinin değerleme taleplerini yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun sonucunda bulunacak değer tespitine bağlı olarak belirlenmemiştir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına bağlı değildir.
- Raporda kullanılan Şirket ile ilgili bilgiler Bloomberg, Finnet verileri ile Şirket ve Şirket'in bağımsız denetim raporundan elde edilen bilgilerden oluşmaktadır.
- Değerleme çalışması, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Üyelerinin; birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kurallarını ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır.

1.2. Sorumluluk Beyanı

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

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

1.3. Fiyat Tespit Raporunu Hazırlayan Kuruluş ve Proje Ekibi

İşbu Fiyat Tespit Raporu 11/11/2015 tarih ve G-015 (269) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin her ikisinde de bulunma izni bulunan Halk Yatırım tarafından hazırlanmıştır.

Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan Halk Yatırım Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar Hakkındaki İlke Kararı ile 13.01.2022 tarih ve 2/56 sayılı kararı uyarınca "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" ile "Makine ve Ekipmanları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" olmak üzere iki ayrı listenin oluşturulması kapsamında, 06.10.2022 tarih ve 58/1477 sayılı Kurul onayı ile Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" listesine alınmış olup, istenen şartlara haiz olarak gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti vermektedir.

Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlayan Halk Yatırım değerlemeyi tarafsız, bağımsız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip personel istihdam etmektedir.

Halk Yatırım'ın 9 Mart 2023 tarihinde imzalanmış olan "Halka Arza Aracılık ve Finansal Danışmanlık Sözleşmesi" ve 4 Mart 2024 tarihinde imzalanmış olan "Tadil Protokolü" dışında değerlendirme konusu Şirket ile önemli bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır.

Proje Ekibi

Değerleme çalışması, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü çalışanlarından oluşan ve konusunda uzman bir ekip tarafından yürütülmüştür. Çalışma ekibi üyeleri, bu raporu hazırlayabilmek için gerekli bilgi birikimine sahip olup, toplamda 40 yıldan fazla tecrübeye sahiptir.

Zafer Mustafaoglu, Halk Yatırım'da Kurumsal Finansman ve Hazineden sorumlu Genel Müdür Yardımcısı pozisyonunda çalışmakta olup; sürdürülebilirlik ve geri kazanım esaslı iş geliştirme, inovasyon yönetimi, stratejik planlama, risk yönetimi, alternatif finansman araçları, girişim sermayesi yatırımları yönetimi, sınır ötesi şirket birleşmeleri ve satın almalar, finansal kontrol alanlarında 20 yıldan fazla deneyim sahibidir. Lisans eğitimini İstanbul Teknik Üniversitesi, İşletme Mühendisliği Bölümü'nden 1994 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Yüksek Lisans eğitimini ise İstanbul Teknik Üniversitesi, İşletme Bölümü'nde tamamlamıştır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 200195).

Menevşe Özdemir Dilidüzgün, Halk Yatırım'da Kurumsal Finansman Birimi'nde Müdür pozisyonunda çalışmakta olup, halka arzlar, şirket satın alma ve birleşmeleri ile borçlanma araçları ve sukuk ihraçları konusunda 14 senelik tecrübesi bulunmaktadır. Lisans eğitimini Bilkent Üniversitesi, İşletme Bölümü'nden 2009 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Yüksek Lisans eğitimini ise Boğaziçi Üniversitesi, Finans Mühendisliği Bölümü'nde tamamlamıştır. Doktorasını ise Bahçeşehir Üniversitesi'nden Finans alanında almıştır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 205720).

Gizem Ermiş, Halk Yatırım'da Kurumsal Finansman Birimi'nde Analist / Uzman Yardımcısı pozisyonunda çalışmaktadır. Lisans eğitimini Ege Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü'nden 2018 yılında mezun olarak tamamlamıştır. SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no:305951).

1.4. Sınırlayıcı Şartlar

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler, Deneyim Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yılları ile 31.03.2023 ve 31.03.2024 dönemleri için hazırlanan bağımsız denetim raporları, finansal tablolar ve kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgilere ve Halk Yatırım'ın bulgularına, tahminlerine ve analizlerine dayanmaktadır.

Halk Yatırım, Değerleme Çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi, bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Halk Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir.

Şirket ortağının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek bir değişimin olmayacağı varsayılmıştır.

Kullanılan finansal bilgiler Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Halk Yatırım tarafından finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler, Halk Yatırım değerleme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte tam olarak doğruluğu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir.

Halk Yatırım olarak, Şirket'in finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir.

Farklı tarihlerdeki finansal verilerle, farklı değerlendirme yöntemleri ve ağırlık oranlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Bu raporda Pazar Yaklaşımı kapsamında çarpan analizleri için kullanılan halka açık şirketlerin mali yapılarına ve piyasa değerlerine ilişkin veriler, kamuya açık kaynaklar, Bloomberg ve Finnet adlı veri sağlayıcı platformlar kullanılmıştır.

Halk Yatırım tarafından Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

1.5. Müşteri, Kullanım, Dağıtım ve Yayınlama Kısıtlamaları

9 Mart 2023 tarihinde imzalanmış olan "Halka Arza Aracılık ve Finansal Danışmanlık Sözleşmesi" ve 4 Mart 2024 tarihinde imzalanmış olan "Tadil Protokolü" kapsamında hazırlanan bu rapor ve içinde yer alan veriler VII – 128.1 sayılı Pay Tebliği'nin hükümleri uyarınca kamuya açıklanacaktır ancak, bu raporun muhatabı Şirket olarak kalacaktır.

İşbu rapor Şirket'in paylarının halka arz işlemiyle ve ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır.

1.6. Değerlemesi Yapılacak Varlık, Değerleme Tarihi ve Para Birimi

Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli 1 adet payın değeri hesaplanmıştır. Değerleme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

İşbu rapor halka arz edilecek olan Şirket paylarının satış fiyatının nominal değerinden yüksek olmasından dolayı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak hazırlanmıştır.

1.7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak;

i. Pazar Yaklaşımı

ii. Gelir Yaklaşımı

dikkate alınmıştır.

UDS'nin 104 Değer Esasları kapsamında Gelir yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı sırası ile aşağıda tanımlanmıştır.

Gelir Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca değerleme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olması durumlarında gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve / veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir.

Pazar Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca Pazar Yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu yaklaşım da UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar madde 50.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması ve Şirket paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceğinden dolayı değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerleme kapsamında kullanılmıştır.

2. YÖNETİCİ ÖZETİ

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları ile Pazar Yaklaşımı - Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmıştır

Sermaye Yapısı ve Halka Arza İlişkin Bilgiler

Sermayesi 300.000.000 TL olan Şirket'in iskonto öncesi halka arz pay başına değeri 21,07 TL olarak hesaplanmıştır. %31,19 oranında halka arz iskontosu sonrasında ise özkaynak değeri 4.350.000.000 TL, pay başına değer ise 14,50 TL olarak hesaplanmıştır.

Halka arz, Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 300.000.000 TL'den 363.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılacak 63.000.000 TL nominal değerli 63.000.000 adet B Grubu paylar ile mevcut ortak İbrahim Akkuş'un sahip olduğu 27.000.000 TL nominal değerli 27.000.000 adet B Grubu paylar olmak üzere toplam 90.000.000 TL nominal değerli 90.000.000 adet B Grubu payların satışı suretiyle gerçekleşecektir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 1.305.000.000 TL olup, halka açıklık oranı %24,8 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 1 : Halka Arz Edilen Pay Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü

	(TL)
Çıkarılmış Sermaye	300.000.000
Sermaye Arttırımı	63.000.000
Ortak Satışı	27.000.000
Yeni Sermaye	363.000.000
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	6.321.431.747
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Pay Değeri	21,07
Halka Arz İskontosu	%31,19
İskonto Sonrası Özsermaye Değeri	4.350.000.000
İskonto Sonrası 1 TL Nominal Pay Değeri	14,50
Halka Arza Konu Nominal Paylar	90.000.000
Halka Açıklık Oranı	%24,8
Halka Arz Büyüklüğü	1.305.000.000

3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

3.1.Genel Bakış

Şirket'in ticaret unvanı Efor Çay Sanayi Ticaret Anonim Şirketi olup, Şirket'in işletme adı bulunmamaktadır. Şirket'e ilişkin genel bilgiler aşağıdaki gibidir.

Hukuki Statüsü	Anonim Şirket
Tabi Olduğu Mevzuat	T.C. Kanunları
İhraççının Kurulduğu Ülke	Türkiye
Merkez Adresi	Fatih Sultan Mehmet Mah. Aheste Sk. No:7 İç Kapı No:8 Ümraniye / İstanbul
İnternet Adresi	www.eforcay.com
Telefon	(0216) 252 07 46

Şirket tarihçesindeki önemli olaylar aşağıda özet olarak verildiği şekildedir.

Şirket, "Akpaş Çay İnşaat Nakliye Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi" unvanı adı altında çay satış ve pazarlama faaliyetlerinin yürütülmesi amacıyla 100.000 TL sermaye ile kurulmuş olup, kuruluş esas sözleşmesi 16.12.2014 tarihinde tescil edilmiştir. Şirket'in kuruluşu öncesi önemli olaylar aşağıdaki şekildedir:

- 2014 2005 – Şirket sermayesinin %100'ünü temsil eden payların tek pay sahibi İbrahim Akkuş'un ortakları arasında yer aldığı ve 2021 yılında Şirket'e devrolan Ak Tarım, T.C. Rize Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 11.07.2005 tarihinde kurulmuştur.
- 2006 – Ak Tarım kuruluşundan sonra ilk etapta kuru çay alım satım faaliyetlerine başlamıştır.
- 2008 – Ak Tarım Rize'de tesis kiralarak ilk kez yaş çay işleme ve kuru çay paketleme faaliyetlerine başlamıştır.

- 2010 – Ak Tarım’ın mülkiyeti kendisine ait olan ilk üretim ve paketlenme tesisi Trabzon’un Of ilçesinde faaliyete başlamıştır.

- 2015** Şirket, “Merkez Mahallesi. Fidanlık Küme Evleri. No:42. Of / Trabzon” adresinde ilk şubesini kurmuş ve şubenin kuruluşu T.C. Of Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 04.05.2015 tarihinde tescil ve 13.05.2015 tarihinde ilan olunmuştur (Trabzon-Çay Şube).
- 2018** Şirket, İstanbul’da bulunan merkez adresini “Engindere Mah. Menderes Blv. No: 640 / 3 Merkez / RİZE” olarak değiştirmiş olup, tedarikçilere yakın olmak amacıyla, yeni merkez adresini T.C. Rize Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde tescil ettirmiştir.
- 2019** Şirket, 23.08.2019 tarihli genel kurul kararı ile 100.000 TL olan sermayesini 1.400.000 TL artırarak 1.500.000 TL’ye çıkarmış ve T.C. Rize Ticaret ve Sicil Müdürlüğü’nde tescil ettirmiştir. Artırılan kısım nakden karşılanmıştır.
- 2019** Şirket “Akpaş Çay İnşaat Nakliye Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi” olan unvanını günümüzdeki unvanı olan “Efor Çay Sanayi Ticaret Anonim Şirketi” olarak değiştirmiştir.
- 2019** 17.10.2019 tarihinde o dönemki Şirket ortağına ait olan 1.500.000 TL nominal değerli paylar, nominal değer üzerinden İbrahim Akkuş’a devredilmiş ve bunun sonucunda, Şirket’in tek ortaklık bilgisi T.C. Rize Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde tescil edilmiştir.
- 2019** Şirket “Fatih Sultan Mehmet Mahallesi. Poligon Cad. Buyaka Sit. 3. Blok Apt. No:8 C 108 Ümraniye / İstanbul” adresinde şube kurmuş ve şubenin kuruluşu T.C. İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 24.12.2019 tarihinde tescil ve 30.12.2019 tarihinde ilan olunmuştur (İstanbul / Çay Şube).
- 2020** İstanbul / Çay Şube’nin adresi “Orhanlı Mah. İrfan Cad. TRK Gıda Apt. No:44 / 1 Tuzla/İSTANBUL” olarak değiştirilmiş ve adres değişikliği T.C. İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 08.10.2020 tarihinde tescil ve ilan olunmuştur (Tuzla / Çay Şube).
- 2020** Şirket’in İstanbul’un Tuzla ilçesindeki paketlenme tesisi faaliyete alınmıştır.
- 2020** Trabzon-Çay Şube’nin adresi “Eskipazar Mah. Fidanlık Küme Evleri. Efor Çay Sanayi. No: 40 / 1 Of / Trabzon” olarak değiştirilmiş ve adres değişikliği T.C. Of Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 03.11.2020 tarihinde tescil ve ilan olunmuştur.
- 2021** Şirket, 20.03.2021 tarihli genel kurul kararı ile sermayesini 3.500.000 TL artırarak, 5.000.000 TL’ye çıkarmış ve T.C. Rize Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde tescil ettirmiştir. Artırılan kısım nakden karşılanmıştır.

Şirket, T.C. Rize Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 11.07.2005 tarihinde kurulan ve sermayesinin %100'ünü temsil eden payların tek pay sahibi İbrahim Akkuş'un olduğu Ak Tarım ile, ilgili mevzuat uyarınca 29.11.2021 tarihli genel kurul kararı ile birleşme işlemi gerçekleştirmiş olup, bu işlem ile birlikte Şirket sermayesini 20.000.000 TL artırarak 25.000.000 TL'ye çıkarmıştır. Artırılan kısım, TTK 155 ve 156'ncı maddelerine göre Şirket'e kül halinde devrolan Ak Tarım'ın varlık ve yükümlülüklerinden karşılanmıştır.

Şirket'in Ak Tarım'ı devralması sonucunda;

- Ak Tarım'ın Trabzon'un Of ilçesindeki üretim ve paketleme tesisindeki faaliyetler Şirket bünyesinde devam ettirilmiştir.
- Ak Tarım'ın %100 bağlı ortaklığı olan ve çay sektöründe de tüketilen kimyevi gübre, kömür ve diğer katı yakıtların alım satımı faaliyetlerini yürüten T.C. Rize Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 08.03.2019 tarihinde kurulmuş olan Efor Gübre Madencilik'in paylarının tamamı bedelsiz bir şekilde Şirket'e devrolmuştur.
- Şirket, Efor Gübre Madencilik ile kömür ve kimyevi gübre alım satım faaliyetlerine başlamıştır. Efor Gübre Madencilik'in Şirket'in bağlı ortaklığı olduğu tarih itibarıyla faaliyet gösteren şubelerine ilişkin bilgiler aşağıdaki şekildedir:
 - ✓ 2019 – Trabzon / Kömür Şube – “Bulak Mahallesi. Bulak Dereboyu (Küme Evler). No: 19 / 12 Ortahisar / Trabzon” adresinde kurulmuş ve kuruluşu T.C. Trabzon Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 29.03.2019 tarihinde tescil ve 08.04.2019 tarihinde ilan olunmuştur. (Trabzon / Kömür Şube)
 - ✓ 2020 – Rize / Kömür Şube – “Hamzabey Mahallesi. Zincirli Cad. No:54 B Merkez / Rize” adresinde kurulmuş ve kuruluşu T.C. Rize Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 24.03.2020 tarihinde tescil ve 31.03.2020 tarihinde ilan olunmuştur.
 - ✓ 2021 – Trabzon / Kömür Şube'nin adresi “Bulak Mahallesi. Bulak Dereboyu Küme Evleri. Efor Gübre Madencilik. No: 24 Ortahisar / Trabzon” olarak değiştirilmiş ve adres değişikliği T.C. Trabzon Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 13.07.2021 tarihinde tescil ve ilan olunmuştur.

2021

2021

Şirket, 25.12.2021 tarihli genel kurul kararı ile sermayesini 25.000.000 TL artırarak 50.000.000 TL'ye çıkarmış ve T.C. Rize Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde tescil ettirmiştir. Artırılan kısım nakden karşılanmıştır.

2022

Şirket'in bağlı ortaklığı Efor Gübre Madencilik “Kerimbey Mah. 1739 Cad. No: 23 / 2 Tekkeköy / Samsun” adresinde şube kurmuş ve şubenin kuruluşu T.C. Samsun Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 28.02.2022 tarihinde tescil ve ilan olunmuştur (Samsun / Kömür Şube).

- 2022** Şirket, 26.03.2022 tarihli genel kurul kararı ile, sermayesini 50.000.000 TL artırarak 100.000.000 TL'ye çıkarmış ve T.C. Rize Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde tescil ettirmiştir. Artırılan kısım nakden karşılanmıştır.
- 2022** Şirket, “Engindere Mah. Menderes Blv. No: 640 / 3 Merkez / Rize” adresinde bulunan Şirket merkez adresini, faaliyetlerin daha etkin ve verimli yürütülmesi amacıyla “Fatih Sultan Mehmet Mah. Aheste Sk. No:7 İç Kapı No:8 Ümraniye / İstanbul” olarak değiştirmiş ve Şirket’in T.C. Rize Ticaret Sicil Müdürlüğü’nde bulunan kayıtları resen silinmiştir.
- 2022** Şirket 24.06.2022 tarihli genel kurul kararı ile sermayesini 50.000.000 TL artırarak 150.000.000 TL'ye çıkarmış ve sermaye artırımını T.C. İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde tescil ve ilan ettirmiştir. Artırılan sermayenin 35.837.410,15 TL’si nakden, 14.162.589,85 TL’si geçmiş yıl kârlarından karşılanmıştır.
- 2022** Şirket “Dereüstü Köyü. Günaydın Mevkii. Günaydın Küme Evleri. Noğa Çay. Ofis Blok. No:4. Arhavi / Artvin” adresinde şube kurmuş ve şubenin kuruluşu T.C. Arhavi Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 02.08.2022 tarihinde tescil ve ilan olunmuştur (Arhavi-1 / Çay Şube).
- 2022** Şirket’in Artvin’in Arhavi ilçesindeki üretim ve paketleme tesisi faaliyete başlamıştır.
- 2022** Şirket Ambalaj Sanayicileri Derneği tarafından düzenlenen Ambalaj Ay Yıldızları Yarışması’nda Ambalaj Tasarımı Kategorisi’nde Altın Ödül ve Şirket’in “Efor Çay Platinum” ürünü Ambalaj Tasarımı Kategorisi’nde Gümüş Ödül almaya hak kazanmıştır.
- 2023** Şirket’in Artvin’in Arhavi ilçesindeki 2’nci tesisi üretim faaliyetlerine başlamıştır.
- 2023** Şirket’in bağlı ortaklığı Efor Gübre Madencilik “Kirazlık Mah. 706. Cad. No:12 / 1 Tekkeköy / Samsun” adresinde şube kurmuş ve şubenin kuruluşu T.C. Samsun Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 10.03.2023 tarihinde tescil ve 13.03.2023 tarihinde ilan olunmuştur (Samsun / Gübre Şube).
- 2023** Şirket “Cumhuriyet Mah. Cumhuriyet Cad. No:33 / 1 Arhavi / Artvin” adresinde şube kurmuş ve şubenin kuruluşu T.C. Arhavi Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 17.05.2023 tarihinde tescil ve ilan olunmuştur (Arhavi-2 / Çay Şube).
- 2023** Şirket’in bağlı ortaklığının Samsun’un Tekkeköy ilçesindeki 36.042,48 m2 arsa üzerinde, depolama ve üretim amaçlı olarak kullanılması planlanan 18 adet kapalı yapı, 1 adet idari bina ve çatı GES’ten oluşan tesis yatırımı çalışmaları tamamlanmıştır.
- 2023** Şirket Fortune 500 Türkiye 2022 Araştırması’na göre Türkiye’nin en büyük 500 şirketi arasında 423’üncü sırada yer almaya hak kazanmıştır.

(Kaynak: <https://www.fortuneturkey.com/fortune500>)

2023

Şirket Capital 500 Türkiye 2022 Araştırması'na göre Türkiye'nin en büyük 500 şirketi arasında 494'üncü sırada yer almaya hak kazanmıştır. (Kaynak : [https://www.capital.com.tr/pdf/2023_CAP500\(ciro\).pdf](https://www.capital.com.tr/pdf/2023_CAP500(ciro).pdf))

2023

Şirket, 31.10.2023 tarihinde ISO tarafından açıklanan İkinci 500 Büyük Sanayi Kuruluşu - 2022 araştırma sonuçlarına göre Türkiye'nin İkinci En Büyük 500 sanayi kuruluşu arasında 432'üncü sırada yer almaktadır. (Kaynak: <https://www.iso500.org.tr/ikinci-500-buyuk-sanayi-kurulusu>)

3.2.Şirket'in Faaliyetleri Hakkında Bilgi

Şirket, fiili olarak yaş çayların işlenerek kuru çay üretilmesi ve kuru çayların paketlenip satılması ile aynı zamanda bitki ve meyve çaylarının paketlenip satılması konuları ile iştigal etmekteyken; Şirket'in bağlı ortaklığı Efor Gübre Madencilik fiili olarak kömür ve kömürden veya petrolden elde edilen diğer katı yakıtlar ile kimyevi gübre alım satımı ile iştigal etmektedir. Şirket ve bağlı ortaklığı Efor Gübre Madencilik'in faaliyet gösterdiği çay, kömür ve gübre alanlarında gerçekleştirilen faaliyetlere ilişkin açıklamalara aşağıda başlıklar halinde detaylı bir şekilde yer verilmektedir.

a) Çay Faaliyetleri

Yaş çay hasadı ve alımları her yıl sürgün (bir bitkiden yeni sürmüş olan filiz) dönemi itibarıyla yapılmakta olup, genelde üç sürgün döneminde tamamlanan alımlar Doğu Karadeniz Bölgesi'nin ekolojik yapısına bağlı olarak dört sürgün dönemine de uzayabilmektedir. Söz konusu sürgün dönemleri her yıl Mayıs ve Kasım ayları arasına denk gelmektedir. Söz konusu tarih aralığında çay sektöründe faaliyet gösteren firmaların tesislerinde toplamda yaklaşık 100 gün boyunca yaş çaylardan kuru çay üretimi gerçekleştirilmektedir.

Yaş çaylar sürgün dönemlerinde müstahsillerden (üreticilerden) alınmaktadır. Şirket tarafından alınan yaş çaylar hali hazırda Trabzon / Of ve 2023 yılında faaliyete geçen Artvin / Arhavi-2 tesislerinde işlenerek kuru çaylar üretilmektedir.

Tesislere getirilen çaylar beş aşamalı işleme tabi tutulmaktadır.

Soldurma: Yeni toplanmış çay yaprağı, %70-80 arasında değişen miktarda su içermektedir. Yaklaşık olarak 6 saat süren soldurma işlemiyle metal bir levhanın üzerine serilen çay yapraklarının suyu, metal levhanın altından üstteki çay yapraklarına ısı verilerek %50-55 oranına düşürülmektedir.

Kıvırma: Kıvırmanın temel amacı, soldurma işlemi sonrasında çay yapraklarının farklı makinelerde parçalanarak, ezilerek ve bükülerek bitki özsuyunu hücreden dışarı çıkarıp çay yapraklarının yüzeyine bulaştırmaktır. Böylece çaydaki kalite maddeleri olarak adlandırılan maddelerin açığa çıkarılması için çayın hazırlanması sağlanmaktadır. İşlem yaklaşık 2-2,5 saat sürmektedir.

Fermantasyon (Oksidasyon): Bu işlem, çay yaprağının havayla temas ederek, özsuyunun oksijenle yanması (oksidasyon) sebebiyle kararmasıdır. Oksidasyon ile birlikte çayda istenen renk, burukluk, parlaklık, koku ve aroma oluşması sağlanır. Bu, çayın kalitesini belirleyen kimyasal değişikliklerin olduğu aşamadır. İşlem, yaklaşık olarak yarım saat sürmektedir.

Fırınlama (Kurutma): Fermantasyon tamamlandığında çay yaprağında halen %45-50 oranında su oranı mevcuttur. Bu oran, kurutma işlemiyle %2-4 seviyelerine indirilmektedir. Kurutma işleminin amacı, çay yaprağını fırınlayarak oksidasyonu sonlandırmak, kazanılan özelliklerin yitirilmesine engel olmaktır.

Tasnif: Kurutma işlemi tamamlandığında çay artık son aşamasını tamamlamış ve mamul haline gelmiştir. Tasnif aşamasında fırından çıkan kuru çaylar elekten geçirilerek kalınlık ve kalitelerine göre ayrılır.

Yaş çaydan kuru çay üretiminin ikinci aşamasında ise kalınlık ve kalitesine göre ayrılan çayların harmanlanarak paketlenmeye hazır hale getirilmesi gelmektedir. Paketleme tesisinde tasnif edilen çaylar, farklı ebat ve ağırlıkta ambalajlanmaktadır.

Efor Çay'ın Trabzon, Tuzla ve Artvin'de 4 adet tesisi bulunmaktadır. İşbu rapor tarihi itibarıyla Trabzon ve Artvin-2 tesislerinde yaş çay işleme; Trabzon, Tuzla ve Artvin-1 tesislerinde paketleme faaliyetleri gerçekleştirilmektedir. Tesislere ilişkin yaş çay işleme ve paketleme kapasiteleri aşağıda yer almaktadır:



Trabzon / Of Tesisi	
Yaş Çay İşleme Kapasitesi (Yaş Çay)	612 Ton / Gün
Paketleme Kapasitesi (Kuru Çay)	209 Ton / Gün



İstanbul / Tuzla Tesisi	
Yaş Çay İşleme Kapasitesi (Yaş Çay)	-
Paketleme Kapasitesi (Kuru Çay)	20 Ton / Gün



Artvin / Arhavi - 1 Tesisi	
Yaş Çay İşleme Kapasitesi (Yaş Çay)*	280 Ton / Gün
Paketleme Kapasitesi (Kuru Çay)	21 Ton / Gün

*Fiili durumda kullanılmamaktadır. Ancak, kapasitenin yetersiz olması durumunda devreye alınabilecektir.



Artvin / Arhavi - 2 Tesisi	
Yaş Çay İşleme Kapasitesi (Yaş Çay)	240 Ton / Gün
Paketleme Kapasitesi	-

2023 yılında kuru çayların %80'i 500 gr, 1.000 gr, 4.000 gr ve 5.000 gr olarak Trabzon / Of tesisinde, %11,5'i 500 gr ve 1.000 gr olarak Artvin / Arhavi-1 tesisinde, kalan %8,5'lik kısım ise 100 gr ve altı olarak İstanbul / Tuzla tesisinde paketlenmiş ve piyasaya sürülmüştür.

Planlamalar ve ihtiyaç doğrultusunda başka firmalara da Efor Çay'ın "tarım amiri" olarak adlandırılan personellerinin kalite standartlarının sağlanmasına yönelik gözetiminde işlenmek üzere yaş çaylar gönderilmekte ve kuru çaylar temin edilmektedir. Aynı şekilde Şirket'e gönderilen yaş çaylar da Şirket tarafından işlenerek başka şirketler için özel ürünler (PL) üretilmektedir.

Üretilen kuru çaylar dışında ÇAYKUR ve diğer firmalardan da planlamalar ve ihtiyaç doğrultusunda kuru çaylar satın alınmaktadır. Aynı şekilde, Şirket tarafından da başka şirketlere çuval çay olarak kuru çaylar satılmaktadır.

Diğer yandan, Şirket tarafından, çeşitli reçetelere göre hazırlanmış bitki ve meyve karışımları tedarik edilmekte ve söz konusu karışımlar paketlenerek bitki ve meyve çayı olarak satılmaktadır.

İşbu rapor tarihi itibarıyla aktif olarak "Efor" markasıyla 4 kategoride toplam 52 çeşit ürün satılmaktadır.



Demlik Poşet – Jumbo Demlik: 12 çeşit ürün
Dökme – İthal – Ev Dışı Tüketim (EDT) Dökme : 21 çeşit ürün
Meyve – Bitki Grubu: 10 çeşit ürün
Süzen Poşet Grubu: 9 çeşit ürün

Şirket, söz konusu ürünlerin tüketicilere sunulmasında, hızlı tüketim malları perakendeciliği sektöründe organize kanallar olarak tanımlanan ve sektörün çoğunluğuna hakim hipermarket, süpermarket ve indirim marketlerinin birçoğu ile çalışmaktadır. Bunlar arasında BİM, Migros, Carrefoursa, Metro, File Market, Çağrı Hakmar, Özkuruşlar, Onur Özen ve benzeri ulusal ve yerel marketler yer almaktadır.

E - Ticarete ise Trendyol, Hepsiburada, Yemeksepeti, Getir ve Avansas gibi platformalarda ürünler yer almaktadır.

Bakkal gibi geleneksel kanallar ile "HoReCa" olarak tanımlanan otel, restoran ve kafelere yapılan satışlar ise organize toptan marketler ve bayiler aracılığıyla dolaylı olarak yapılmaktadır.

2024 yılı ilk 3 aylık dönem satışları dikkate alındığında, marketlere yapılan paketlenmiş çay satışları, çay paketleme şirketlerine yapılan çuval çay satışları ve geleneksel kanallar ile “HoReCa”ya yapılan paketlenmiş çay satışlarının toplam satışlar içindeki payı aşağıdaki şekildedir:

Dağıtım ve Satış Kanalları	Miktar (Ton)	Oran (%)
Marketler (Paketlenmiş Çay)	5.302	91,4
Çay Paketleme Şirketleri (Çuval Çay)	102	1,8
Geleneksel Kanallar ve Horeca	387,4	6,8

b) Kömür Faaliyetleri

Şirket’in bağlı ortaklığı olan Efor Gübre Madencilik tarafından yurt dışından kömür ile kömürden veya petrolden elde edilen diğer katı yakıtlar (metalürjik kok ve petrokok) ithal edilmektedir. Efor Gübre Madencilik, limanlardan yapılacak nakliyelerde avantaj sağlaması açısından tesislerini Samsun, Rize ve Trabzon’da konumlandırmıştır ve katı yakıt ithalatını Rusya’dan yapmaktadır. Şirket, ihtiyaç olduğunda Kazakistan, Güney Afrika, Endonezya gibi ülkelerden de tedarik etme imkanına sahiptir.

Efor Gübre Madencilik tarafından ithal edilen katı yakıtlar Samsun, Rize ve Trabzon limanlarında millileştirilerek teslim alınmaktadır. Kömürden veya petrolden elde edilen diğer katı yakıtlar, ithalatı kontrole tabi yakıtlardır. Çevre Bakanlığı tarafından, çevrenin korunması yönünden katı yakıtların ithalatının kontrolü ve belirli özellikleri taşıyan katı yakıtların Türkiye’ye girişini sağlamak için Katı Yakıt İthalatçı Kayıt Belgesi vasıtası ile katı yakıtların ithalatına izin verilmektedir. Şirket’in bağlı ortaklığı, Çevre Bakanlığı’ndan 18.01.2023 tarihli CED-Y-2023-0001-70 belge no’lu Katı Yakıt İthalatçı Kayıt Belgesi almış olup, söz konusu belge vasıtasıyla Türkiye’ye yüksek kalitede ithal kömürler getirilebilmektedir.

Efor Gübre Madencilik’in kuruluşundan itibaren ithal edilen katı yakıtların büyük çoğunluğu kömürden oluşmaktadır. Kömür dışında Efor Gübre Madencilik tarafından alım satımı yapılan kömür ve petrol türevi diğer katı yakıtlar ise “petrokok” ve “metalürjik kok”tur. Petrokok, petrol rafinasyon ürünü olan düşük kül miktarı ve yüksek ısı değeri olan ikame bir katı yakıt olup, bu özelliğiyle ülkemiz sanayisi için büyük önem arz etmekte ve başta çimento, kireç ve demir-çelik sektörlerinde olmak üzere birçok sanayi sektöründe kullanılmaktadır. Metalürjik kok koklaşabilen (kömürün, oksijensiz ortamda ısıtılması ile karbon içeriğinin yükseltilmesi) kömürden elde edilen bir katı yakıt olup, ağırlıklı olarak üretim aşamasında yüksek ısı isteyen demir ve demir dışı metallerin üretildiği sanayi sektöründe kullanılmaktadır.

Efor Gübre Madencilik’in Samsun, Trabzon ve Rize’de kömür eleme, paketleme ve depolama tesisleri bulunmakta olup, tesislerin toplam alanları ve paketleme kapasiteleri aşağıda yer almaktadır.



Rize Tesisi	
Toplam Alan (m ²)	Paketlenmiş Kömür Kapasitesi Toplamı (Ton / Gün)
8.551	667



Trabzon Tesisi	
Toplam Alan (m ²)	Paketlenmiş ve Toz Kömür Kapasitesi Toplamı (Ton / Gün)
12.000	666



Samsun Tesisleri	
Toplam Alan (m ²)	Paketlenmiş ve Toz Kömür Kapasitesi Toplamı (Ton / Gün)
12.380	512

İthal edilen tüvenan kömür (bir kömür ocağından çıkarılıp hiçbir işleme tabi tutulmayan ham kömür) kalite kontrolünden geçirildikten sonra eleme yapılarak ebatsal olarak sınıflandırılmakta, sınıflandırılan kömür paketlenmiş (ısınma amaçlı) ve paketlenmemiş açık dökme (sanayi amaçlı) şeklinde satılmaktadır (Efor Gübre Madencilik tarafından 2024 yılı ilk 3 aylık döneminde gerçekleşen 50.323 tonluk satışın 13.328 tonu ısınma amaçlı evsel satışı, 36.995 tonu sanayi amaçlı satışı içermektedir. (2023 yılında gerçekleşen 329.135 tonluk satışın 97.432 tonu ısınma amaçlı evsel satışı, 231.703 tonu sanayi amaçlı satışı içermektedir)). Kömürler yüksek kalitede, çevreye zararı düşük olan ve kalorifik değeri yüksek olan kömürlerdir.

Efor Gübre Madencilik tarafından satılan kömür ürünlerinin sınıflandırması aşağıdaki şekildedir:

Ürün	Boyut	Kullanım Alanı
Toz Kömür	0 - 12 mm	Elektrik üretim santralleri, çimento ve şeker fabrikaları gibi sanayi kuruluşlarının enerji hammaddesidir.
Fındık Kömür	12 - 24 mm	Çay tesisleri, tekstil fabrikaları, şeker fabrikaları ve besi çiftlikleri gibi kuruluşların enerji hammaddesidir.
Ceviz Kömür	24 - 65 mm	Sanayi ve konutlarda ısınma hammaddesidir.
Limon Kömür	65 - 80 mm	Sanayi ve konutlarda ısınma hammaddesidir.
Portakal ve Karpuz Kömür	80 - 110 mm	Sanayi ve konutlarda merkezi ısıtma sistem ısınma hammaddesidir.





Isınma amaçlı kullanılacak kömürler 25 - 40 kg'lık paketlerde nihai tüketicilere ulaştırılmak üzere Türkiye'nin tüm bölgelerinde faaliyet gösteren "Katı Yakıt Satıcı Belgesi" ve / veya "Katı Yakıt Dağıtıcı Belgesi"ne sahip müşterilere satılmaktadır.

Kömür satılan sanayi kuruluşları arasında çay tesisleri, elektrik üretim santralleri, kireç fabrikaları, tekstil fabrikaları, çimento fabrikaları, şeker fabrikaları ve besi çiftlikleri bulunmaktadır.

c) Gübre Faaliyetleri

Efor Gübre Madencilik'in kimyevi gübre alım satım faaliyeti kapsamında kimyevi gübrenin BAĞFAŞ, Eti Gübre A.Ş. ve GEMLİK gibi yurt içi üreticilerden tedarigi ve yurt dışı üretici firmalardan ithalatı yapılarak, yurt içi satışları ve ihracatı yapılmaktadır. İthalat yoluyla temin edilen kimyevi gübreler deniz yoluyla Belçika, Norveç, İtalya, Çin, Rusya ve İran gibi ülkelerden CIF teslim olarak Samsun, Rize, İskenderun İzmir gibi lokasyonlara getirilmekte ve buralarda iç piyasaya arz için hazır hale getirilmektedir.

Kimyevi gübre dökme olarak tedarikçilerden çeşitli tiplerde (granül, kristal, pril, toz vs.) temin edilmekte ve paketlenerek ilgili pazarlarda satışa sunulmaktadır. İşbu rapor tarihi itibarıyla T.C. Tarım ve Orman Bakanlığı tarafından verilen tescil belgesine sahip piyasaya sunulan kimyevi gübre ürün tipleri şu şekildedir:

- **AS (%21N):** Amonyum sülfat N21 (AS), beyaz renkli iri kristal yapıda olup; suda tamamen eriyebilmekte, toz şekere benzetildiği için de çiftçiler tarafından "şeker gübre" olarak adlandırılmaktadır. Söz konusu ürünün amonyum formunda azot kaynağı ve yapısında kütlece yaklaşık %24 oranında kükürt bulunmakta olup, bu kükürt hem bitki tarafından besin maddesi olarak kullanılmakta hem de nötr ve alkali toprakların iyileşmesine fayda sağlamaktadır.
- **CAN (%26N):** Kalsiyum amonyum nitrat (CAN) gübresi Türkiye'de tüketilen gübreler arasında %15-20 arasında pay almaktadır. Toprakta kolayca çözünerek bitkiye hızlı nüfus etmektedir. CAN, bitkilerin nitrat ve amonyum azotunu bünyesine kolay alabilmesi sayesinde toprakta artık madde bırakmamaktadır. Toprağın fiziksel, kimyevi, biyolojik özellikleri üzerinde olumlu etki etmektedir. Toprakta hızlı pH değişimine sebep olmamakla birlikte azot kaybı oluşturmamaktadır. Tarlada çalışmanın olanaklı olduğu her mevsimde uygulanabilmektedir.
- **DAP (18.46.0):** Di amonyum fosfat (DAP) gübresi dünyada en çok kullanılan taban gübresi cinsleri arasında yer almaktadır. DAP fosfor ve azot gibi iki önemli bitki besin elementini bir arada kapsayan kompoze bir gübredir. 100 kg içerisinde 18 kg amonyum azotuna karşılık 46 kg fosfor bulunmaktadır. Bu sebeple daha ziyade fosforlu bir gübre olarak kullanılmaktadır. İçerdiği fosforun %90'ından fazlası suda eriyebildiğinden, toprağa verildikten hemen sonra gerekli rutubeti bulunca içeriğindeki fosfor ve azottan bitkiler hemen yararlanabilmektedir.
- **ÜRE:** ÜRE gübresi Türkiye'de tüketilen gübreler arasında en fazla payı almaktadır. ÜRE gübresi beyaz renkli, kokusuz, suda kolay çözülebilen 100 kg'ında 46 kg üre azotu içeren bir gübredir. ÜRE gübresi kimyevi gübreler içerisinde en yüksek düzeyde azot içeren gübredir. Tarımsal değeri yüksektir. Bitkilere, bitki besin maddesi kaynağı olarak doğrudan etki gösterip nitelikli ve bol ürün

alınmasını sağlamaktadır. Tarımsal aletlerde daha az paslandırıcı etki yapmaktadır. Birim azot yönünden daha ucuza mal olan ÜRE gübresi çeşitli şekillerde toprağa uygulandığı gibi sulama ile suyu içerisinde ya da püskürtülerek de başarılı bir şekilde uygulanabilmektedir.

- **NPK (25-5-10):** Çay bitkisine özel olarak üretilen bir gübredir. Efor Gübre Madencilik tarafından çay yetiştiriciliğinde verim ve kalite artışını sağlamak için tedarik edilen öncelikli ve önemli bir üründür. Efor Çay'ın "Topraktan Bardağa" çalışmasında Efor Çay müstahsillerine sunulan hizmetlerin başlangıcında yer almaktadır. Azot, fosfor ve potasyum gibi üç önemli bitki besin elementini bir arada kapsayan kompoze bir gübredir. 100 kg içerisinde 25 kg azot, 5 kg fosfor ve 10 kg potasyum bulunmaktadır.
- **NP (10-55-0):** Azot ve fosfor gibi iki önemli bitki besin elementini bir arada kapsayan kompoze bir gübredir. 100 kg içerisinde 10 kg azot ve 55 kg fosfor bulunmaktadır.

Yurt içi gübre satışlarının çoğunluğu anlaşmalı bayiler kanalıyla yapılmaktadır. Bayiler kanalıyla yapılan satışların yanı sıra sektörde kurumsal olarak tanımlanan Türkiye'deki şeker fabrikaları ve PANKOBİRLİK'e de satışlar yapılmaktadır.

2022 yılında ilk kez yurt dışına kimyevi gübre satışı gerçekleştirilmiştir. Son 3 yıl ve 2024 yılı ilk 3 aylık dönemlerinde yurt içinde gerçekleştirilen bayi satışları ve kurum satışları ile yurt dışına gerçekleştirilen satışlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

	Yurt İçi Satış		Yurt Dışı Satış	Toplam
	Kurum	Bayi		
Dönem	Miktar (Ton)	Miktar (Ton)	Miktar (Ton)	Miktar (Ton)
2021*	19.188	117.059	-	136.247
2022	19.242	43.950	17.700	80.892
2023	2.731	56.143	360	59.234
2024/03	161	20.355	38	20.354

*:Efor Çay, 29 Kasım 2021 tarihli genel kurulunda aldığı karar ile, aynı ortaklık yapısına sahip olan Ak Tarım'ı, TTK hükümleri uyarınca kolaylaştırılmış yöntemle tüm aktif ve pasifi ile devralmıştır. Devralınan Ak Tarım 2019 ve 2020 yıllarında iştiraki konumunda olan Efor Gübre Madencilik'in kalan hisselerinin tamamı birleşme öncesinde Ak Tarım tarafından nominal bedel üzerinden satın alınmıştır. Satınalma sonucunda devralınan şirketin bağlı ortaklığı haline gelen Efor Gübre Madencilik hisseleri, yukarıda belirtilen işletme birleşmesinin gerçekleşmesi ile Efor Çay'a geçmiştir. Birleşme ve bağlı ortaklık haline gelmesi nedeniyle Efor Gübre Madencilik'in 2021 yılına ilişkin olarak 01.10.2021-31.12.2021 dönemi finansal tabloları Efor Çay'ın 2021 yılı finansal tabloları ile konsolide edilmiştir.

Diğer taraftan, Efor Gübre Madencilik'in Samsun'un Tekkeköy ilçesindeki 36.042,48 m² arsa üzerinde, depolama ve üretim amaçlı olarak kullanılması planlanan toplam 16.652 m² kullanım alanına sahip 18 adet kapalı yapı, 3.105 m² kullanım alanına sahip 1 adet idari bina ve çatı GES'ten oluşan tesis yatırımı çalışmaları 2023 yılında tamamlanmıştır.



- 13.652 m² kullanım alanına sahip olan 15 adet yapı depo ve antrepo olarak kiralanmakta ve kira geliri elde edilmektedir. Söz konusu yapıların 6.644 m²'lik kapalı alanında A tipi antrepo hizmeti verilmektedir.
- 3.000 m² kullanım alanına sahip olan 3 adet yapıda kimyevi gübre üretimi planlanmaktadır. Planlanan üretim faaliyetleri için de gerekli ÇED ve fizibilite işlemleri tamamlanmış olup, Samsun tesisinde Şirket'in kimyevi gübre üretimi için yurt dışından ekipman alımı görüşmeleri işbu rapor tarihi itibarıyla sürmektedir.
- Tesis yapılarının çatılarına 2.550 kWp büyüklüğünde GES kurulmuştur. GES'ten üretilen elektrik ile düzenli gelir elde edilmekte ve Şirket'in bağlı ortaklığının enerji maliyetlerinin karşılanması sağlanmaktadır.

3.3.Şirket'in Finansal Durumu

Bilanço

Şirket'in 31 Mart 2024 tarihindeki satın alma gücüyle endekslenen 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 31.03.2024 tarihlerine ait konsolide bilançosu aşağıda yer almaktadır.

Tablo 2 : Bilanço

Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024
Nakit ve Nakit Benzerleri	185.741.897	72.911.393	78.566.366	72.188.504
Finansal Yatırımlar	33.827.799	-	-	-
Ticari Alacaklar	442.225.839	823.610.930	862.411.461	549.014.547
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	630.615	1.241.513	14.667.702	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	441.595.224	822.369.417	847.743.759	549.014.547
Diğer Alacaklar	11.836.435	23.510.545	7.436.365	241.392.988
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	8.931.504	10.822.757	-	234.544.825
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	2.904.931	12.687.788	7.436.365	6.848.163
Stoklar	482.197.786	802.460.656	1.141.961.896	1.068.371.705
Peşin Ödenmiş Giderler	57.610.460	162.866.360	94.540.316	80.054.731
Diğer Dönen Varlıklar	41.615.282	130.120.011	85.492.394	87.304.703
Toplam Dönen Varlıklar	1.255.055.498	2.015.479.895	2.270.408.798	2.098.327.178

Diğer Alacaklar	-	-	1.239.175	1.303.387
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	327.015	331.514.394	685.228.667	685.228.667
Maddi Duran Varlıklar	581.680.256	913.549.453	1.359.638.896	1.491.777.642
Kullanım Hakları	12.302.966	43.643.293	45.196.032	36.938.176
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.572.936	1.011.036	806.266	786.253
Peşin Ödenmiş Giderler		23.896.815	35.407.290	108.998.238
Toplam Duran Varlıklar	595.883.173	1.313.614.991	2.127.516.326	2.325.032.363
TOPLAM VARLIKLAR	1.850.938.671	3.329.094.886	4.397.925.124	4.423.359.541
Kısa Vadeli Borçlanmalar	39.828.746	604.982.464	919.979.823	974.592.107
-Banka Kredileri	34.959.513	585.403.446	848.332.777	910.219.613
-Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	29.223	10.878.036	3.699.789	2.470.909
-Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	4.162.186	6.554.361	8.962.782	8.580.547
-Diğer Finansal Yükümlülükler	677.824	2.146.621	58.984.475	53.321.038
Ticari Borçlar	782.898.424	991.451.787	337.819.901	328.694.579
-İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	5.345.060	-	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	782.898.424	986.106.727	337.819.901	328.694.579
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4.882.659	8.059.976	16.115.955	18.573.600
Diğer Borçlar	10.993.607	22.088.668	24.591.812	24.514.184
-İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	-	6.765.199	-	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	10.993.607	15.323.469	24.591.812	24.514.184
Ertelenmiş Gelirler	322.499.624	208.463.189	513.239.671	460.415.148
-İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	3.349.825	445.056	-	3.088.307
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler	319.149.799	208.018.133	513.239.671	457.326.841
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	12.590.785	10.803.072	957.712	1.440.648
Kısa Vadeli Karşılıklar	582.296	912.636	1.117.443	1.354.077
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	17.839	9.305	20.453	46.314
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.174.293.980	1.846.771.097	1.813.842.770	1.809.630.657
Uzun Vadeli Borçlanmalar	69.591.007	232.576.003	397.647.575	353.847.683
-Banka Kredileri	51.181.968	202.122.935	374.943.521	335.222.339
-Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	11.045.594	864.162	256.562	-
-Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	7.363.445	29.588.906	22.447.492	18.625.344
Ertelenmiş Gelirler	-	-	3.036.215	2.212.409
Uzun Vadeli Karşılıklar	4.337.905	6.589.061	10.342.058	11.643.635
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	3.917.457	4.424.529	8.173.401	9.758.889
-Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar	420.448	2.164.532	2.168.657	1.884.746
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	28.943.825	61.762.378	105.391.602	113.041.282
Uzun Vadeli Yükümlülükler	102.872.737	300.927.442	516.417.450	480.745.009
Toplam Yükümlülükler	1.277.166.717	2.147.698.539	2.330.260.220	2.290.375.666
Ödenmiş Sermaye	50.000.000	150.000.000	300.000.000	300.000.000
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları	112.232.469	240.097.066	262.685.591	262.685.591
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	164.897.575	410.219.040	505.611.952	506.267.779

-Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları (Azalışları)	164.653.397	409.815.113	506.284.392	506.284.392
-Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	244.178	403.927	-672.440	-16.613
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	591.420	1.518.991	11.028.280	11.028.280
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	66.906.727	214.137.986	425.972.331	988.339.081
Dönem Net Karı/Zararı	179.143.763	165.423.264	562.366.750	64.663.144
Özkaynaklar	573.771.954	1.181.396.347	2.067.664.904	2.132.983.875
TOPLAM KAYNAKLAR	1.850.938.671	3.329.094.886	4.397.925.124	4.423.359.541

Toplam Varlıklar

Şirket'in toplam varlıkları 2024 yılı Mart ayında bir önceki yıl sonuna göre %1 oranında artış göstermiş olup 4.397.925.124 TL'den 4.423.359.541 TL'ye yükselmiştir. 2023 yılında 2022 yılına göre %32 oranında artış göstermiş olup, 3.329.094.886 TL'den 4.397.925.124 TL'ye çıkmıştır. Bu artışın temel sebebi ticari alacaklar, stoklar, yatırım amaçlı gayrimenkuller ve maddi duran varlıklar kalemlerinin artması olmuştur. Söz konusu dönemde Şirket'in dönen varlıkları %13 oranında artarken; duran varlıkları %62 oranında artmıştır. Şirket'in toplam varlıkları 2022 yılında 2021 yılına göre %80 oranında artış göstermiş olup, 1.850.938.671 TL'den 3.329.094.886 TL'ye çıkmıştır. Bu artışın temel sebebi ticari alacaklar, stoklar, maddi duran varlıklar ve yatırım amaçlı gayrimenkuller kalemlerinin artması olmuştur. Söz konusu dönemde Şirket'in dönen varlıkları %61 oranında artarken; duran varlıkları %120 oranında artmıştır.

Ticari Alacaklar

Şirket'in ticari alacaklarında 31.03.2024 dönemi 31.12.2023 yıl tutarı ile karşılaştırıldığında %36 oranında azalış görülmekte olup, azalış büyük ölçüde üçüncü taraflardan olan senetli ticari alacakların 590.115.443 TL'den 258.856.301 TL'ye düşmesinden kaynaklanmıştır. 2023 yılında 2022 yıl ile karşılaştırıldığında %5 oranında artış görülmekte olup, artış büyük ölçüde üçüncü taraflardan olan senetli ve senetsiz ticari alacakların 822.369.417 TL'den 847.743.759 TL'ye çıkmasından kaynaklanmıştır. 2022 yılında 2021 yılı tutarı ile karşılaştırıldığında %86 oranında artış görülmekte olup, artış büyük ölçüde üçüncü taraflardan olan senetli ve senetsiz ticari alacakların 442.225.839 TL'den 823.610.931 TL'ye çıkmasından kaynaklanmıştır. Söz konusu alacaklardaki artışın ana nedeni 2021 yılında Şirket'in çay ürününe ilişkin zincir mağazalar ile anlaşma yapmaya başlamış olması nedeniyle satış hacminin artış göstermesi ve buna bağlı olarak alacaklarının da artmasıdır.

Stoklar

Şirket'in stoklarında 31.03.2024 dönemi 31.12.2023 yıl tutarı ile karşılaştırıldığında %6 oranında azalış gerçekleşmiştir. Bunun nedeni gübre stokları 123.368.428 TL'den 113.968.705 TL'ye ve 533.041.330 TL tutarındaki çay stoğunun 357.868.201 TL'ye düşmesinden kaynaklanmıştır. 2023 yılında 2022 yılı ile karşılaştırıldığında %42 oranında artış görülmektedir. Stoklarda gerçekleşen bu artış gübre stoklarının 3.662.270 TL'den 123.368.428 TL'ye, 479.235.642 TL tutarındaki çay stoğunun 533.041.330 TL'ye ve 321.431.298 TL tutarındaki kömür stoğunun 455.059.278 TL'ye yükselmesinden kaynaklanmıştır. 2022 yılının 2021 yılı tutarı ile karşılaştırıldığında %66 oranında artış görülmekte olup, artış büyük ölçüde 219.762.542 TL tutarındaki çay stoğunun 479.235.642 TL'ye yükselmesinden kaynaklanmıştır.

Maddi Duran Varlıklar

Şirket'in maddi duran varlıklarında 31.03.2024 döneminde 31.12.2023 yılına göre %10 oranında artış gerçekleşmiş olup, bu artış yapılmakta olan yatırımların maddi duran varlıklar kalemini arttırmamasından kaynaklanmaktadır. 2023 yılında 2022 yılı ile karşılaştırıldığında %49 oranında artış görülmekte olup, artış bina, tesis, makine ve cihaz nevindeki diğer maddi duran varlık alımları ile yapılmakta olan yatırımlar tutarının artmasından kaynaklanmaktadır. 2022 yılının 2021 yılı tutarı ile karşılaştırıldığında %57 artış görülmekte olup, artış büyük ölçüde aktifte yer alan arsa ile binaların Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilmiş Adım Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değerleri ile değerlendirilmesine ilişkin değerlendirme farkından kaynaklanmıştır. Bununla birlikte, bina, tesis, makine ve cihaz nevindeki diğer maddi duran varlık alımları ile yapılmakta olan yatırımlar da maddi duran varlıklar kalemini artırmıştır.

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller

Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkulleri 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 31.03.2024 dönemleri sırasıyla 327.015 TL, 331.514.394 TL, 685.228.667 TL ve 685.228.667 TL olarak gerçekleşmiştir. Yatırım amaçlı gayrimenkuller tutarında 2023 yılında 2022 yılına göre %107 oranında artış gerçekleşirken 31.03.2024 döneminde 2023 yıl sonuna göre benzer seyretmiştir.

Toplam Yükümlülükler

Şirket'in toplam yükümlülüklerinde 2024 yılının ilk çeyreğinde 2023 yıl sonuna göre %2 oranında azalış gerçekleşmiştir. 2023 yılında 2022 yılına göre %9 oranında artış göstermiş olup, bu artışın temel sebebi kısa ve uzun vadeli borçlanmalar ile ticari borçlar kalemlerinin artması olmuştur. Söz konusu dönemde Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri %2 oranında azalırken; uzun vadeli yükümlülükleri yaptığı yatırımlardan dolayı aldığı krediler nedeniyle %72 oranında artmıştır.

Şirket'in toplam yükümlülükleri 2022 yılında 2021 yılına göre %68 oranında artış göstermiş olup, bu artışın temel sebebi finansal borçlar kaleminin artması olmuştur. Söz konusu dönemde Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri %57 oranında artarken; uzun vadeli yükümlülükleri %193 oranında artmıştır.

Kısa Vadeli Borçlanmalar

Şirket'in 31.03.2024 tarihli kısa vadeli borçlanmalar tutarının %93'ü banka kredilerinden oluşmaktadır. Söz konusu tutar 2023 yılı tutarı ile karşılaştırıldığında %7 oranında artış göstermekte olup, söz konusu artış yatırımların finansmanı ile işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması nedeniyle kullanılan finansal borçlardan kaynaklanmıştır. 31.12.2023 tarihli kısa vadeli borçlanmalar tutarının %92'si banka kredilerinden oluşmaktadır. Söz konusu tutar 2022 yılı tutarı ile karşılaştırıldığında %45 oranında artış göstermekte olup, söz konusu artış yatırımların finansmanı ile işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması nedeniyle kullanılan finansal borçlardan kaynaklanmıştır. 31.12.2022 tarihli kısa vadeli borçlanmalar tutarının %97'si banka kredilerinden oluşmaktadır. Söz konusu tutar önceki yılın tutarları ile karşılaştırıldığında artış göstermekte olup, söz konusu artış işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması ve yapılan yatırımların finanse edilmesi nedeniyle kullanılan finansal borçlardan kaynaklanmıştır.

Uzun Vadeli Borçlanmalar

31.03.2024 tarihli uzun vadeli borçlanmalar tutarının %95'i banka kredilerinden oluşmaktadır. Söz konusu tutar 2023 yılı tutarı ile karşılaştırıldığında %11 oranında azalış gerçekleşmiştir. 31.12.2023 tarihli uzun vadeli borçlanmalar tutarının %94'ü banka kredilerinden oluşmaktadır. Söz konusu tutar 2022 yılı tutarı ile karşılaştırıldığında %86 oranında artış göstermekte olup, söz konusu artış yatırımların finansmanı nedeniyle

kullanılan finansal borçlardan kaynaklanmıştır. 31.12.2022 tarihli uzun vadeli borçlanmalar tutarının %87'si banka kredilerinden oluşmaktadır. Söz konusu tutar önceki iki yılın tutarları ile karşılaştırıldığında artış göstermekte olup, söz konusu artış maddi duran varlık yatırımı finansmanı nedeniyle kullanılan banka kredilerinden kaynaklanmıştır.

Ticari Borçlar

31.03.2024 tarihli tutar 2023 yılı tutarı ile karşılaştırıldığında %3 oranında azalış görülmektedir. Bu durum Şirket'in ödeme planlamasından kaynaklanmaktadır. 31.12.2023 tarihli tutar 2022 yılı tutarı ile karşılaştırıldığında %66 oranında azalış görülmektedir. Bu durum Şirket'in ödeme planlamasından kaynaklanmaktadır. 31.12.2022 tarihli tutar önceki yılın tutarı ile karşılaştırıldığında %27 oranında artış görülmektedir. Ticari borçlardaki artış büyük ölçüde satışların sürdürülmesi için yapılan daha yüksek birim maliyetli stok alımlarından kaynaklanmıştır.

Özkaynaklar

Şirket'in özkaynak tutarları 2021, 2022, 2023 ve 2024 yılı Mart dönemlerinde sırasıyla 573.771.954 TL, 1.181.396.347 TL, 2.067.664.904 TL ve 2.132.983.875 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in sermayesi 2021, 2022 ve 2023 yılları ile 2024 yılı ilk 3 aylık dönemde sırasıyla 50.000.000 TL, 150.000.000 TL, 300.000.000 TL ve 300.000.000 TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılında 2021 yıl sonuna göre gerçekleşen %106 oranındaki artış Şirket'in yapmış olduğu sermaye artırımından kaynaklanmaktadır. 2023 yılında 2022 yılına göre %75 oranında ve 2024 ilk çeyreğinde 2023 yıl sonuna göre %3 oranında artış gerçekleşmiştir. Artışın en önemli sebebi Şirket dönem net karı ve geçmiş yıllar karları tutarlarının artmasıdır.

Gelir Tablosu

31 Mart 2024 tarihindeki satın alma gücüyle endekslenen 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 31.03.2023 ve 31.03.2024 tarihlerine ait konsolide gelir tablosu aşağıda yer almaktadır.

Tablo 3 : Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)					
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024
Hasılat	2.626.505.808	6.008.522.156	5.964.796.484	930.896.463	991.596.210
Satışların Maliyeti (-)	-2.326.242.177	-5.339.450.101	5.000.155.092	-817.702.849	831.410.972
Brüt Kar (Zarar)	300.263.631	669.072.055	964.641.392	113.193.614	160.185.238
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-39.923.318	-135.345.775	-126.402.960	-30.460.351	-22.392.473
Genel Yönetim Giderleri (-)	-53.510.391	-72.861.497	-114.895.667	-21.125.359	-41.302.508
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	119.004.296	177.476.150	233.515.888	65.000.493	28.398.310
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-132.673.243	-253.255.913	-162.039.726	-2.432.933	-13.847.518
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	193.160.975	385.085.020	794.818.927	124.175.464	111.041.049
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	90.710.634	88.147.276	313.830.009	10.591.723	11.066.637
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-8.146.112	-6.084.714	-6.731.541	-37.436	-56.161
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değ.					
Düş. Kazançları (Zararları) ve Değ.	-456.628	-3.776.708	-4.585.820	894.806	1.557.706
Düş. Zararlarının İptalleri					

Finansman Geliri (Gideri)	275.268.869	463.370.874	1.097.331.575	135.624.557	123.609.231
Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)					
Finansman Gelirleri	11.980.810	22.372.842	24.451.133	2.202.840	13.971.518
Finansman Giderleri (-)	-41.648.902	-147.509.237	-427.036.311	-71.169.329	-
Net Parasal Pozisyon Kazançları veya Kayıpları	-47.932.028	-107.613.655	-78.432.248	54.694.714	106.193.859
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	197.668.749	230.620.824	616.314.149	121.352.782	87.489.785
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	-18.524.986	-65.197.560	-53.947.399	-51.881.402	-22.826.641
- Dönem Vergi Gideri	-19.222.297	-51.402.397	-49.992.674	-4.268.342	-1.547.152
- Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	697.311	-13.795.163	-3.954.725	-47.613.060	-21.279.489
Dönem Karı (Zararı)	179.143.763	165.423.264	562.366.750	69.471.380	64.663.144

Hasılat

Şirket'in hasılatı; 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 31.03.2023 ve 31.03.2024 döneminde sırasıyla 2.626.505.808 TL, 6.008.522.156 TL 5.964.796.484 TL ve 991.596.210 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 2022 ve 2023 yıllarında hasılatı bir önceki yıllara göre sırasıyla %129 ve %-1 oranlarında değişmiştir. Satışın 2022 ve 2023 yıllarında paralel olmasının ana nedeni Of fabrika yatırımının yaklaşık 30 gün gecikmeli tamamlanması nedeniyle faaliyete geç girmesinden kaynaklanmaktadır. Bu durum satışların adetsel olarak bir önceki döneme göre %5 daha az olmasına neden olmuştur. Öte yandan, Efor Gübre Madencilik'in hasılatı da konsolidasyon kapsamında 01.10.2021-31.12.2021 kıst dönemini kapsayacak şekilde Şirket'in 2021 yılına ait kâr veya zarar tablosuna dahil edilmiş olup, 2021 yılında hasılat bu nedenle de artış göstermiştir. Diğer yandan, Efor Gübre Madencilik'in hasılatı 2022 yılında bütün dönem itibarıyla maddi duran varlık yeniden değerlendirme ve 2021 yılında kıst dönem olarak esas alındığından baz etkisi nedeni ile Şirket'in konsolide hasılatı 2022 yılında %129 oranında artmıştır. Şirket'in hasılatı 2023 yılı hesap döneminde hasılatı 2022 yılı hesap dönemine göre %1 düşüş göstermiştir. TMS 29 Enflasyon Muhasebesi nedeniyle geçmiş yıl rakamları sunum endeksine göre endekslenmiştir.

Şirket'in hasılatı; çay, gübre, kömür, transit maden, transit tarım ürünleri ve diğer çeşitli gelirlerden oluşmakta olup 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 31.03.2023 ve 31.03.2024 hesap dönemlerine ait hasılat kırılımı aşağıda yer alan tabloda verilmiştir.

Tablo 4 : Hasılat Kırılımı

Hasılat (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024
Çay Satışları	1.611.783.730	2.647.428.713	2.882.046.468	585.203.789	596.353.260
Gübre Satışları	476.521.237	1.241.458.418	668.869.763	149.716.340	171.249.178
Kömür Satışları	538.981.566	2.221.555.096	1.836.047.918	179.589.009	221.063.214
Transit Maden Satışları	-	-	553.702.551	-	-
Transit İplik Satışları	-	-	-	-	3.419.296
Transit Tarım Ürünleri Satışları	-	-	87.798.598	-	-
Diğer Çeşitli Gelirler	54.933.688	31.428.636	35.248.593	27.900.286	8.971.453
Satıştan İadeler (-)	(33.352.076)	(96.089.074)	(38.188.739)	(7.428.632)	(8.013.155)
Satış İndirimleri ve İskontoları (-)	(22.362.337)	(37.259.633)	(60.728.668)	(4.084.329)	(1.447.036)
Toplam	2.626.505.808	6.008.522.156	5.964.796.484	930.896.463	991.596.210

(*) Hasılat kırılımında yer alan bu kalemler, Şirket'in verdiği bilgi doğrultusunda dönemsel ticaret fırsatların değerlendirildiği satışlar olup, lineer tahmin yürütülmesi mümkün olmadığından, projeksiyon döneminde hesaplamalara dahil edilmemiştir.

Satışların Maliyeti ve Brüt Kar

Şirket'in satışlarının maliyeti; 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 31.03.2023 ve 31.03.2024 döneminde sırasıyla 2.326.242.177 TL, 5.339.450.101 TL 5.000.155.092 TL ve 831.410.972 TL olarak gerçekleşmiştir. Satışların maliyeti 2022 ve 2023 yıllarında bir önceki yıla göre sırasıyla %130 ve %-6 oranlarında değişmiştir. 2024 yılının ilk çeyreğinde ise bir önceki yılın ilk çeyreğine göre %2 oranında artış gerçekleşmiştir. Bu değişimin nedeni satılan ürün miktarı ile birlikte alış maliyetlerinin de yükselmesidir. Bununla birlikte, yukarıda yer verilen finansal tablo dönemlerinde Şirket maliyetlerde yaşanan artışı brüt karlılığa yansıtabilmiş ve bunun sonucunda 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 31.03.2023 ve 31.03.2024 dönemlerinde brüt kâr marjı sırasıyla %11, %11, %16 %12 ve %16 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in satışlarının maliyeti; satılan mamul maliyetinden, satılan ticari malın maliyetinden ve diğer maliyetlerden oluşmaktadır. Aşağıda yer alan tabloda Şirket'in; 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 31.03.2023 ve 31.03.2024 hesap dönemlerine ilişkin satışlarının maliyeti detayı gösterilmiştir.

Tablo 5 : Satışların Maliyeti

Satışların Maliyeti (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024
Satılan Mamul Maliyeti	(2.176.289.005)	(4.916.278.055)	(4.439.356.370)	(813.469.743)	(800.062.548)
Satılan Ticari Malın Maliyeti	(148.702.974)	(423.155.031)	(556.006.610)	(3.269.395)	(27.378.020)
Diğer Maliyetler	(1.250.197)	(17.015)	(4.792.111)	(963.711)	(3.970.404)
Toplam	(2.326.242.177)	(5.339.450.101)	(5.000.155.092)	(817.702.849)	(831.410.972)

Faaliyet Giderleri ve Faaliyet Kar Marjı

Tablo 6 : Faaliyet Giderleri ve Faaliyet Kar Marjı

Faaliyet Giderleri (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024
Genel Yönetim Giderleri (-)	(53.510.391)	(72.861.497)	(114.895.667)	(21.125.359)	(41.302.508)
Pazarlama Giderleri (-)	(39.923.318)	(135.345.775)	(126.402.960)	(30.460.351)	(22.392.473)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	119.004.296	177.476.150	233.515.888	65.000.493	28.398.310
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(132.673.243)	(253.255.913)	(162.039.726)	(2.432.933)	(13.847.518)
Esas Faaliyet Karı / (Zararı)	193.160.975	385.085.020	794.818.927	124.175.464	111.041.049
<i>FVÖK Marjı</i>	<i>%7,4</i>	<i>%6,4</i>	<i>%13,3</i>	<i>%13,3</i>	<i>%11,2</i>

Şirket'in operasyonel giderleri; pazarlama, satış ve dağıtım giderleri ile genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır. Şirket'in genel yönetim giderleri; 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 yıllarında sırasıyla 53.510.391 TL, 72.861.497 TL ve 114.895.667 TL olarak gerçekleşmiştir. Genel yönetim giderlerinin hasılatlara oranı 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla %2,04, %1,21 ve %1,93 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in genel yönetim giderleri; 31.03.2023 ve 31.03.2024 hesap dönemlerinde sırasıyla 21.125.359 TL ve 41.302.508 TL olarak gerçekleşmiştir. Genel yönetim giderlerinin hasılatlara oranı 2023 yılı ve 2024 yılı

3 aylık hesap dönemlerinde sırasıyla %2,27 ve %4,17 olarak gerçekleşmiştir. Genel yönetim giderleri içerisindeki en büyük paya sahip gider kalemi personel giderleri giderleridir.

Genel Yönetim Giderleri (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024
Yönetim kurulu ücretleri	-	(868.932)	(5.155.632)	(697.246)	(709.589)
Personel giderleri	(16.993.990)	(28.026.057)	(29.626.804)	(5.824.621)	(9.160.465)
Kıdem tazminatı karşılığı	(221.835)	(276.134)	(1.303.493)	(869.664)	(736.675)
İzin karşılığı	(40.123)	(130.694)	(430.363)	(37.099)	(257.039)
Amortisman giderleri ve itfa payları	(8.166.087)	(5.460.749)	(7.057.834)	(2.636.946)	(9.862.185)
Dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler	(5.589.046)	(9.892.174)	(35.662.641)	(1.627.718)	(564.774)
Kira gideri	(3.045.672)	(3.657.197)	(7.132.816)	(580.266)	(2.290.323)
Tamir ve bakım onarım giderleri	(131.717)	(2.364.189)	(682.493)	(129.693)	(251.000)
Ofis ve malzeme giderleri	(112.623)	(301.205)	(1.474.729)	(498.760)	(215.151)
Seyahat giderleri	(472.574)	(2.735.890)	(2.325.392)	(685.507)	(1.065.463)
Haberleşme giderleri	(153.399)	(198.419)	(593.381)	(155.814)	(177.381)
Ağırlama giderleri	(191.374)	(554.724)	(1.795.106)	(839.494)	(1.168.301)
Dava karşılık giderleri	(93.433)	(1.908.584)	(854.988)	-	-
Motorlu taşıt giderleri	(348.155)	(287.255)	(841.639)	(249.582)	(457.448)
Vergi, resim ve harçlar	(3.895.537)	(9.567.814)	(8.257.699)	(585.702)	(1.225.203)
Nakliye ve kargo giderleri	(586.941)	(122.499)	(758.694)	(100.929)	(142.635)
Abonelik giderleri	-	-	(2.415.424)	(261.604)	(162.382)
Danışmanlık giderleri	-	-	-	(2.486.057)	(10.633.832)
Bağış ve yardım giderleri	(441.882)	(368.368)	(5.310.256)	(2.568.948)	-
Diğer giderler	(13.026.003)	(6.140.611)	(3.216.285)	(289.709)	(2.222.662)
Toplam	(53.510.391)	(72.861.497)	(114.895.667)	(21.125.359)	(41.302.508)

Şirket'in pazarlama, satış ve dağıtım giderleri; 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 yıllarında sırasıyla 39.923.318 TL, 135.345.775 TL ve 126.402.960 TL olarak gerçekleşmiştir. Pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin hasılatlara oranı 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla %1,52, %2,25 ve %2,12 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in pazarlama, satış ve dağıtım giderleri; 31.03.2023 ve 31.03.2024 hesap dönemlerinde sırasıyla 30.460.351 TL ve 22.392.473 TL olarak gerçekleşmiştir. Pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin hasılatlara oranı 2023 yılı ve 2024 yılı 3 aylık hesap dönemlerinde sırasıyla %3,27 ve %2,26 olarak gerçekleşmiştir. Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri içerisindeki en büyük paya sahip gider kalemi nakliye ve kargo giderleridir.

Tablo 7 : Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024
Personel giderleri	(4.701.355)	(11.138.761)	(5.802.447)	(1.675.718)	(1.983.798)
Kıdem tazminatı karşılığı	(47.099)	(270.466)	(325.653)	(213.367)	(60.938)
İzin karşılığı	(8.405)	(99.756)	(154.451)	(38.488)	(53.383)
Amortisman giderleri ve itfa payları	(1.607.877)	(4.312.517)	(5.100.934)	(1.157.078)	(1.223.584)
Dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler	(1.291.354)	(1.488.453)	(4.805.644)	-	(733.618)
Kira gideri	(687.977)	(1.526.194)	(3.487.448)	(1.095.068)	(161.131)
Tamir ve bakım onarım giderleri	(691.917)	(565.413)	(1.181.806)	(172.017)	(722.601)
Seyahat giderleri	(485.646)	(1.561.016)	(1.293.151)	(290.430)	(500.262)

Ağırlama giderleri	-	-	-	(29.524)	(48.455)
Motorlu taşıt giderleri	(2.924.890)	(2.334.484)	(2.887.722)	(573.855)	(55.384)
Ciro primleri	(7.815.847)	(20.092.526)	(27.870.911)	(7.586.088)	(5.298.475)
Nakliye ve kargo giderleri	(19.073.929)	(86.738.140)	(72.302.415)	(16.807.670)	(9.799.563)
Diğer giderler	(587.022)	(5.218.050)	(1.190.379)	(821.048)	(1.751.281)
Toplam	(39.923.318)	(135.345.775)	(126.402.960)	(30.460.351)	(22.392.473)

FAVÖK ve FAVÖK Marjı

Şirket'in FAVÖK'ü 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 31.03.2023 ve 31.03.2024 döneminde sırasıyla 216.165.942 TL, 415.341.439 TL, 835.018.966 TL, 132.970.533 TL ve 124.418.986 TL olarak gerçekleşmiştir.

FAVÖK marjları sırasıyla %8,2, %6,9, %14,0, %14,3 ve %12,5 olarak gerçekleşmiştir

Tablo 8 : FAVÖK ve FAVÖK Marjı

FAVÖK ve FAVÖK Marjı (TL)	31.12.2021	31.13.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024
FVÖK	193.160.975	385.085.020	794.818.927	124.175.464	111.041.049
Amortisman	23.004.967	30.256.419	40.200.039	8.795.069	13.377.937
FAVÖK	216.165.942	415.341.439	835.018.966	132.970.533	124.418.986
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>%8,2</i>	<i>%6,9</i>	<i>%14,0</i>	<i>%14,3</i>	<i>%12,5</i>

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

Aşağıda yer alan tabloda Şirket'in; 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 31.03.2023 ve 31.03.2024 hesap dönemlerine ilişkin esas faaliyetlerden diğer gelirlerinin detayı gösterilmiştir.

Tablo 9 : Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler (TL)	31.12.2021	31.13.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024
Konusu Kalmaya Karşılıklar-Şüpheli Alacak Karşılıkları	-	-	492.431	-	59.757
Konusu Kalmaya Karşılıklar-Diğer	27.133	-	17.489.078	31.695.048	3.611.149
Vade Farkı Gelirleri	-	-	38.053.692	-	-
Promosyon Gelirleri	-	-	-	-	4.455.574
Kambiyo Karları- Ticari Faaliyetler ile İlgili Olanlar	112.968.577	169.193.585	170.564.226	31.568.139	18.549.649
Kira Gelirleri	2.502.215	1.606.174	658.639	527.294	471.275
Diğer	3.506.371	6.676.391	6.257.821	1.210.012	1.250.906
Toplam	119.004.296	177.476.150	233.515.888	65.000.493	28.398.310

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirleri kambiyo kârları, vade farkı gelirleri, konusu kalmayan karşılıklar, kira gelirleri ile diğer gelir ve kârlardan oluşmaktadır. Esas faaliyetlerden diğer gelirler; 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla 119.004.296 TL, 177.476.150 TL ve 233.515.888 TL olarak gerçekleşmiştir. Esas faaliyetlerden diğer gelirler; 31.03.2023 ve 31.03.2024 hesap dönemlerinde sırasıyla 65.000.493 TL ve 28.398.310 TL olarak gerçekleşmiştir. Esas faaliyetlerden diğer gelirler 2022 ve 2023 yıllarında bir önceki yıllara göre sırasıyla %49 ve %32 oranlarında artmıştır. Bu artış esas olarak bir önceki yıla göre 2023 yılında kambiyo kârlarında ve vade farkı gelirlerinde gerçekleşen artıştan kaynaklanmıştır. 2024 ilk çeyreğinde ise 2023 ilk çeyreğine göre %56 oranında azalış gerçekleşmiştir. Bu azalışın sebebi ise kambiyo karlarında ve konusu kalmayan karşılık tutarlarında gerçekleşen azalıştır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

Aşağıda yer alan tabloda Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 31.03.2023 ve 31.03.2024 hesap dönemlerine ilişkin esas faaliyetlerden diğer giderlerinin detayı gösterilmiştir.

Tablo 10 : Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (TL)	31.12.2021	31.13.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024
Şüpheli Ticari Alacak Karşılık Gideri	(199.466)	(4.595.488)	(1.426.685)	-	(173.875)
Değer Düşüklüğü Karşılığı	-	(36.240.823)	(2.821.557)	-	-
Kambiyo Zararları	(129.931.028)	(206.983.462)	(154.615.392)	(2.091.816)	(12.320.146)
Diğer Giderler	(2.542.750)	(5.436.139)	(3.176.092)	(341.117)	(1.353.497)
Toplam	(132.673.243)	(253.255.913)	(162.039.726)	(2.432.933)	(13.847.518)

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer giderleri kambiyo zararları, şüpheli ticari alacaklar karşılık gideri, stok değer düşüklüğü karşılığı ve diğer gider ve zararlardan oluşmaktadır. Esas faaliyetlerden diğer giderler; 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 yıllarında sırasıyla 132.673.243 TL, 253.255.913 TL ve 162.039.726 TL olarak gerçekleşmiştir. Esas faaliyetlerden diğer giderler; 31.03.2023 ve 31.03.2024 hesap dönemlerinde sırasıyla 2.432.933 TL ve 13.847.518 TL olarak gerçekleşmiştir. Esas faaliyetlerden diğer giderler 2022 ve 2023 yıllarında bir önceki yıllara göre sırasıyla %91 ve -%36 oranlarında değişmiştir. Bu değişim esas olarak kambiyo zararlarındaki değişimden ve 2022 yılında stok değer düşüklüğü olarak ayrılan 31.496.334 TL tutarındaki karşılıktan kaynaklanmıştır. 2024 ilk çeyreğinde 2023 ilk çeyreğine göre %469 oranında artış gerçekleşmiş olup bu artışın en önemli sebebi kambiyo zararları tutarının artmasıdır.

Finansman Gelirleri

Tablo 11 : Finansman Gelirleri

Finansman Gelirleri (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024
Faiz Gelirleri	9.158.015	7.527.206	21.884.258	1.800.896	11.711.853
Kur Farkı Gelirleri	2.822.795	14.845.636	2.566.875	401.944	2.259.665
Toplam	11.980.810	22.372.842	24.451.133	2.202.840	13.971.518

Şirket'in finansman gelirleri; 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 yıllarında sırasıyla 11.980.810 TL, 22.372.842 TL ve 24.451.133 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in finansman gelirleri; 31.03.2023 ve 31.03.2024 hesap dönemlerinde sırasıyla 2.202.840 TL ve 13.971.518 TL olarak gerçekleşmiştir. Finansman gelirleri 2022 ve 2023 yıllarında bir önceki yıllara göre sırasıyla %87 ve %9 oranlarında artmıştır. Bu artışın nedeni kambiyo karları ve faiz gelirlerinin artış göstermesidir. 2024 yılının ilk çeyreğinde 2023 ilk çeyreğine göre %534 oranında gerçekleşmiş olup bu artışın en önemli sebebi faiz gelirlerinde gerçekleşen artıştır.

Finansman gelirlerinin hasılatı oranı 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 31.03.2023 ve 31.03.2024 dönemlerinde sırasıyla %0,46, %0,37, %0,41, %0,24 ve %1,41 olarak gerçekleşmiştir.

Finansman Giderleri

Tablo 12 : Finansman Giderleri

Finansman Giderleri (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024
Kur Farkı Zararları	(5.958.008)	(7.407.482)	(215.469.554)	(23.528.994)	(52.099.474)
Faiz Giderleri	(23.395.669)	(85.162.960)	(140.868.672)	(31.124.907)	(41.842.593)
Teminat Mektubu Giderleri	-	-	-	(36.493)	(88.400)
Banka Komisyon Giderleri	(12.032.523)	(54.596.513)	(70.381.340)	(16.301.545)	(11.634.518)
Kıdem Tazminatı Faiz Maliyeti	(262.702)	(342.282)	(316.745)	(177.390)	(528.874)
Toplam	(41.648.902)	(147.509.237)	(427.036.311)	(71.169.329)	(106.193.859)

Şirket'in finansman giderleri; 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 yıllarında sırasıyla 41.648.902 TL, 147.509.237 TL ve 427.036.311 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in finansman giderleri; 31.03.2023 ve 31.03.2024 hesap dönemlerinde sırasıyla 71.169.329 TL ve 106.193.859 TL olarak gerçekleşmiştir. Finansman giderleri 2022 ve 2023 yıllarında bir önceki yıllara göre sırasıyla %254 ve %189 oranlarında artmıştır. Bu artışın nedeni kullanılan kredilere ilişkin faiz gideri ve banka komisyon giderlerinin artış göstermesidir. 2024 yılının ilk çeyreğinde 2023 ilk çeyreğine göre %49 oranında gerçekleşmiş olup bu artışın en önemli sebebi kur farkı zararları ve faiz giderlerinde gerçekleşen artıştır.

Finansman giderlerinin hasılate oranı 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 31.03.2023 ve 31.03.2024 dönemleri sırasıyla %1,59, %2,46, %7,16, %7,65 ve %10,71 olarak gerçekleşmiştir.

Net Dönem Karı

Şirket'in net dönem kârı; 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 yıllarında sırasıyla 179.143.763 TL, 165.423.264 TL ve 562.366.756 TL olarak gerçekleşmiştir. Net kâr marjı 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 yıllarında sırasıyla %6,82, %2,75 ve %9,43 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in net dönem kârı; 31.03.2023 ve 31.03.2024 hesap dönemlerinde sırasıyla 69.471.380 TL ve 64.663.144 TL olarak gerçekleşmiştir. Net kâr marjı 31.03.2023 ve 31.03.2024 hesap dönemlerinde sırasıyla %7,46 ve %6,52 olarak gerçekleşmiştir. Net dönem kârı 2022 ve 2023 yıllarında bir önceki yıllara göre sırasıyla -%8 ve %240 oranlarında değişmiştir. Bu değişimin en önemli nedeni Şirket satışlarını her yıl artırırken, ilgili dönemlerde giderlerini oransal olarak kontrol altında tutmasıdır. 2024 yılının ilk çeyreğinde 2023 ilk çeyreğine göre %7 oranında azalış gerçekleşmiştir. Bu azalışın sebebi faaliyet giderlerinde ve finansman giderlerinde gerçekleşen artıştır.

4. FAALİYET GÖSTERİLEN SEKTÖRLER

Şirket ve bağlı ortaklığı Efor Gübre Madencilik çay, kömür ve gübre sektörlerinde faaliyet göstermekte olup, anılan sektörlerle ilişkin ayrıntılı bilgilere aşağıda başlıklar halinde yer verilmektedir.

4.1. Çay Sektörü

Dünyada sudan sonra tüketilen ikinci içecek olan çay (Camellia sinensis), çaygiller (Theaceae) familyasından nemli iklimlerde yetişen, yaprak ve tomurcukları içecek maddesi üretmekte kullanılan endüstriyel tarım bitkisidir. Çay (Camellia sinensis) Theacea familyasından Camellia cinsine ait yaprak

dökmeyen ağacı bir bitkidir. Üç farklı şekilde elde edilen çay; yeşil çay, siyah çay ve oolong çay olarak bilinmektedir. Bunların yanı sıra, Camellia sinensis bitkisinin bazı varyetelerinin tomurcuk ve genç yapraklarından yapılan özel bir çay grubu olan beyaz çay da vardır.

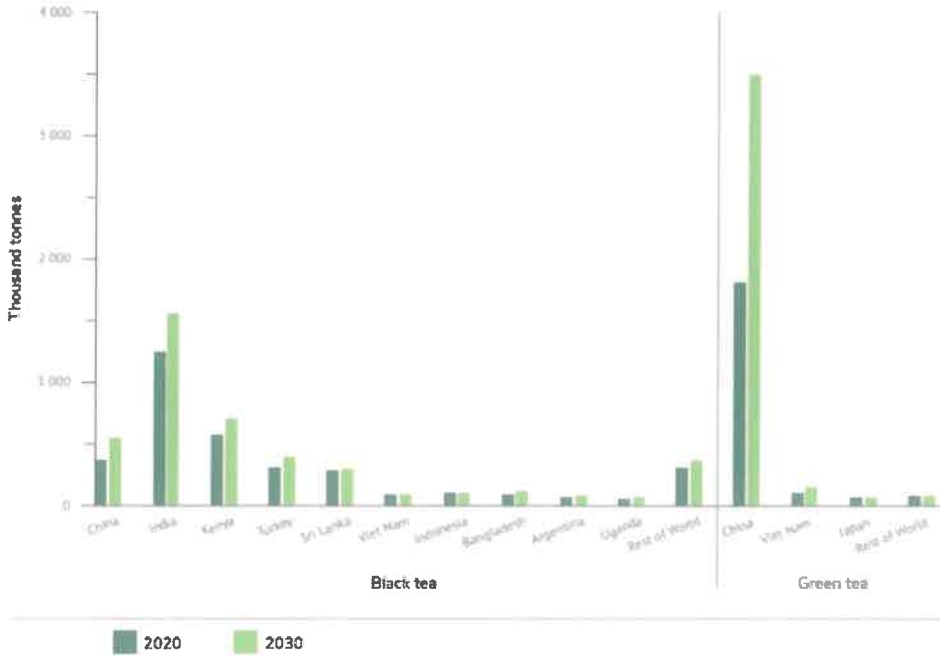
Çay tropikal bölgelerde ve iklim bakımından bol yağışlı ve sıcak alanlarda yetişmektedir. Bitkinin normal gelişebilmesi için toplam yıllık yağışın 2.000 mm'den az olmaması ve aylara göre yağış dağılımının düzenli bulunması gerekmektedir. Çay tarımında yetiştiricilik, genel olarak tohum ve çelikle çoğaltılan fidanlarla yapılmaktadır.

Dünyada Çayın Yeri:

Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Örgütü istatistiklerine göre Dünya'da kuru çay üretimi 2021 yılında 6.5 milyon ton olmuştur. (**Kaynak:** *International tea market: market situation, prospects and emerging issues (May 2022)*. Food and Agriculture Organization of The United Nations) (<https://www.fao.org/3/cc0238en/cc0238en.pdf>)

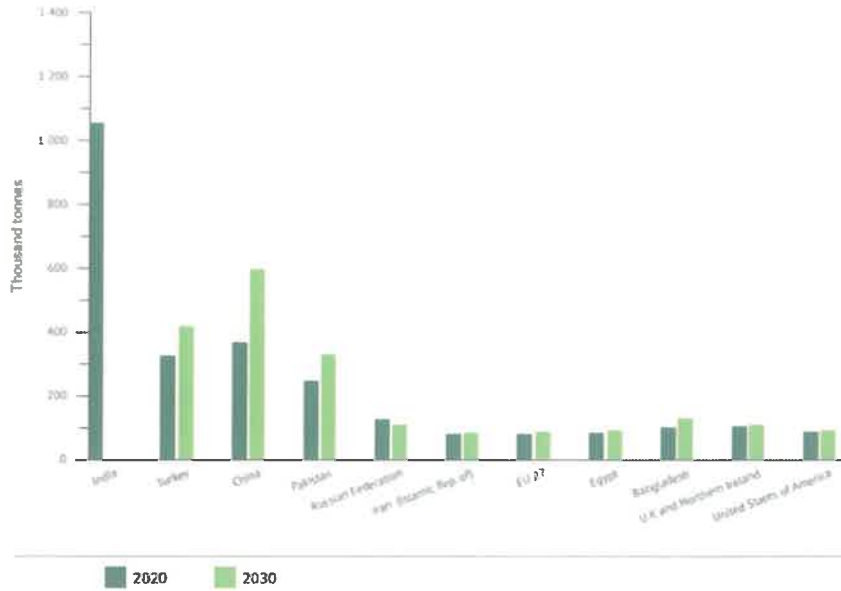
Türkiye, 2020 yılı verilerine göre, dünyada kuru siyah çay üretiminde Hindistan, Kenya ve Çin'den sonra 4. sırada yer almakta olup, 2030 yılında da sıralamadaki bu konumunun üretim miktarında beklenen artışla aynı kalması beklenmektedir. (**Kaynak:** *2023 Türk Çay Sektörü Güncel Durum Raporu*. Rize Ticaret Borsası.) (<https://www.rtb.org.tr/tr/cay-sektoru-raporlari>)

Üretimde Önemli Paya Sahip Ülkelerin Çay Üretimi



Türkiye, 2020 yılı verilerine göre, dünyada kuru siyah çay tüketiminde Hindistan ve Çin'den sonra 3. sırada yer almakta olup, 2030 yılında da sıralamadaki bu konumunun tüketim miktarında beklenen artışla aynı kalması beklenmektedir. (**Kaynak:** *International tea market: market situation, prospects and emerging issues (May 2022)*. Food and Agriculture Organization of The United Nations) (<https://www.fao.org/3/cc0238en/cc0238en.pdf>)

Tüketimde Önemli Paya Sahip Ülkelerin Siyah Çay Tüketimi



Türkiye’de Çayın Yeri

Doğu Karadeniz Bölgesi’nde küçük bir alanda yetiştirilen çay, ülke ekonomisine katkısının yanında temel içecek maddesi olarak da önem arz etmektedir. Çay tarımı Doğu Karadeniz Bölgesi’nde Gürcistan sınırından başlayarak Ordu’nun Fatsa ilçesine kadar uzanan kuşakta yapılmaktadır. Bu bölge mikro iklim özelliğini yansıtan dünyadaki en önemli çay yetiştirilen alan olarak kabul görmektedir. Çin, Hindistan, Sri Lanka gibi Asya ülkelerinde ekvatorial iklimin etkisiyle yıl boyu çay üretimi yapılmaktadır. Dört mevsimin yaşandığı ülkemizde ise; sıcaklık eksi seviyelere düşmekte, çay tarlaları yılın 6 ayı nadasta kalmaktadır.

Çay üretimi bölge ekonomisinde son derece önemli bir yer tutmaktadır. Bölge sanayisinin neredeyse tamamı çay tarımına dayanmaktadır. Ancak özel mülkiyete konu arazi sınırlı olduğu için çay üretimi küçük çapta aile üretimi şeklinde yapılmaktadır.

Türkiye’de Yaş / Kuru Çay Üretimi

Doğu Karadeniz Bölgesi’nde yeni yapılan ölçümlerde 791.287 dekar alanda yaklaşık 205.118 üretici çay tarımı yapmaktadır. Yaş çay ürün rekoltesi son dört yılda ortalama 1.250 - 1.400 bin ton arasında değişirken 2022 yılında rekolte 1.269 bin tonun üzerine çıkmıştır. **(Kaynak: Bitkisel Ürün Denge Tabloları, Türkiye İstatistik Enstitüsü Kurumu (TÜİK))**(<https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Bitkisel-Urun-Denge-Tabloları-2022-49456>)

Çay sektöründe üretim yapan 207 adet çay fabrikası bulunmaktadır. Bunların 47’si ÇAYKUR, 144’ü özel sektöre ait çay fabrikalarıdır. Bu fabrikaların 104’ü Rize’de, 26’sı Trabzon’da, 12’si Giresun’da ve 2’si ise Artvin’de bulunmaktadır.

2022 yılında 1.269.238.096 kg yaş çay işlenmiştir. Bu yaş çaydan 241.000 ton kuru çay elde edilmiştir. Üretilen yaş çayın %54,49’u özel sektör ve %45,50’si ÇAYKUR tarafından işlenmiştir.

Türkiye’de 2017-2023 döneminde yaş çay üretim ve tüketim miktarlarını gösteren ürün denge tablosu aşağıda yer almaktadır:

Piyasa Yılı	Üretim (Ton)	Kullanılabilir Üretim (Ton)	Yurt İçi Kullanım (Ton)	Yeterlilik Derecesi (%)
2017/'18	1.300.000	1.105.000	1.185.281	93,2
2018/'19	1.480.534	1.258.454	1.300.100	96,8
2019/'20	1.407.448	1.196.331	1.252.551	95,5
2020/'21	1.450.556	1.232.973	1.310.353	94,1
2021/'22	1.453.964	1.235.869	1.262.677	97,9
2022/'23	1.269.546	1.079.114	1.102.414	97,9

Kaynak: Bitkisel Ürün Denge Tabloları. Türkiye İstatistik Enstitüsü Kurumu (TÜİK) (<https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Bitkisel-Urun-Denge-Tabloları-2022-49456>)

Tüketicilerin kullandığı paketlenmiş kuru çay alt işlemlerden geçmekle birlikte temel olarak iki aşamada nihai halini almaktadır. İlk aşamada yaş çay, çay bahçelerinde üretilip hasat edilmekte, ikinci aşamada ise üretilen yaş çay belirli işlemlerden geçirilerek perakende düzeyde satılmaktadır. Yaş çaydan kuru çay elde etme sürecinde verim ortalama %20 civarında olup, her 5 kg yaş çaydan 1 kg kuru çay elde edilmektedir.

2018 - 2023 dönemi ÇAYKUR ve özel sektör tarafından alınan toplam yaş çay alımları aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Yıllar	Satın Alınan Yaş Çay Miktarı				
	ÇAYKUR		Özel Sektör		Toplam (Bin Ton)
	(Bin Ton)	%	(Bin Ton)	%	
2018	648	44,4	811	55,6	1.460
2019	795	55,3	642	44,7	1.437
2020	752	52,1	693	47,9	1.445
2021	860	59,1	595	40,9	1.456
2022	582	45,9	687	54,1	1.269
2023	592	43,6	764	56,4	1.356

Kaynak: Bitkisel Ürün Denge Tabloları. Türkiye İstatistik Enstitüsü Kurumu (TÜİK) (<https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Bitkisel-Urun-Denge-Tabloları-2022-49456>)

2018 - 2023 dönemi toplam kuru çay üretimi aşağıda yer almaktadır:

Yıl	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Kuru Çay (Bin Ton)	297	275	280	287	241	270

Kaynak: Bitkisel Ürün Denge Tabloları. Türkiye İstatistik Enstitüsü Kurumu (TÜİK) (<https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Bitkisel-Urun-Denge-Tabloları-2022-49456>)

Yukarıdaki tablolardan görüldüğü üzere 2023 yılında 1.356 ton yaş çay işlenmiş ve bu yaş çaydan 270 ton kuru çay elde edilmiştir. Üretilen yaş çayın %56,4’ü özel sektör ve %43,6’sı ÇAYKUR tarafından işlenmiştir.

Şirket'in Çay Sektöründeki Yeri

Çay sektöründe özel sektör şirketleri 1984'ten beri faaliyet göstermektedir. Ülkemizde, ÇAYKUR dışında, Doğu Çay, Ofçay, Lipton ve Doğadan Çay başta olmak üzere, sektörde Efor Çay gibi birçok özel şirket yaş çayların işlenerek kuru çay üretilmesi ve kuru çayların paketlenip satılması faaliyetini yürütmektedir.

30 Kasım 2021 tarihinde ortak kontrole tabi işletme birleşmesine konu olan ve finansal tabloları konsolide edilen Efor Çay ve Efor Çay'ın tüm aktifi ve pasifi ile bir bütün halinde devraldığı Ak Tarım, 2021 yılında 17.887 ton ve 2022 yılında 28.500 ton kuru çay satışı gerçekleştirmiştir. Şirket, 2023 yılında 27.047 ton kuru çay satışı gerçekleştirmiştir.

Diğer taraftan, 2023 yılında, Şirket tarafından toplam 6.179 ton kuru çay üretilerek ülkemizdeki toplam kuru çay üretiminin %2,3'ü gerçekleştirilmiştir.

4.2. Kömür Sektörü

Kömür bitki kalıntıları ile inorganik minerallerin yüksek basınç ve sıcaklığa maruz kalarak sıkışması ve katılaşması neticesinde oluşan organik ve inorganik bileşenlerden meydana gelen tortul bir kayadır. Kömürün dünya genelinde yaygın ve büyük miktarlarda bulunması, yaygın tüketim alanlarına sahip olması, artan enerji talebini karşılamak için emniyetli ve ekonomik fosil yakıt olması kömürün önemini artırmakta ve uluslararası piyasada büyük miktarlarda ticarete konu olan kaynak konumunu korumaktadır.

Kömürlerin sınıflandırılması kömürleşme derecesine göre düşük ranklı kömürler (1-linyit, 2-alt bitümlü kömür) ve yüksek ranklı kömürler (3-bitümlü kömür ve 4-antrasit) şeklinde sınıflandırıldığı gibi ilk ikisine kahverengi ve diğer ikisine de siyah kömürler denilmiştir. Son yıllarda kömürün sınıflandırmasında en yaygın kullanılan sınıflandırma ASTM sınıflandırması olup kimyasal analiz ve ısı değeri (kalori) esas alınarak yapılmaktadır.

Dünyada Kömür Sektörü

1971 yılında enerji tüketiminin %47,2'si petrolden, %28,6'sı kömürden, %17,4'ü doğalgazdan, %6,1'i hidrolikten, %0,5'i nükleer enerjiden ve %0,2'si yenilebilir enerjiden karşılanmıştır. 2021 yılına gelindiğinde ise enerji tüketiminin kaynaklara dağılımında yine en büyük pay %30,95 ile petrolün olmuş, kömür %26,90 ile az bir farkla petrolden sonra yer almış; doğalgazın payı %24,42 düzeyine çıkarken, hidrolik enerjinin payı %6,76, nükleer enerjinin payı ise 4,25 olmuştur. Ayrıca son 20 yılda enerji tüketiminde petrolün payında %18, doğalgazın payında %66, kömürün payında %60, hidrolik enerjinin payında %48 artış yaşanırken nükleer enerjinin payında ise %6 azalma yaşanmıştır. Yenilebilir enerjinin miktarında ise %1233 artış yaşanmıştır.

(Kaynak: 2021 Kömür [Linyit] Sektör Raporu (Ankara, 2022). Türkiye Kömür İşletmeleri Kurumu Genel Müdürlüğü. (<https://webim.tki.gov.tr/file/1ba14009-3aea-4026-b24b-99a7183e57f9?download>))

Dünya kömür üretimi son 35 yılda yaklaşık iki katına yakın artmıştır. Kömür üretimindeki artış, büyük ölçüde başta Çin olmak üzere Asya-Pasifik bölgesindeki elektrik enerjisi talebinden kaynaklanmaktadır. Örneğin son 35 yılda Avrupa'da elektrik enerjisindeki üretim yaklaşık %37 artarken, aynı dönem içerisinde Asya Pasifik bölgesindeki elektrik enerjisindeki üretim artışı %670 olarak gerçekleşmiş olup en yoğun olarak kullanılan kaynak ise kömür olmuştur.

1999 yılından 2013 yılına kadar, yani 14 yıl boyunca kesintisiz artan küresel kömür üretimi 2016 yılında 7.293 milyon ton düzeyine gerilemiştir. 2017 yılında ise %3,45 oranında artarak 7.545 milyon tona, 2019

yılında da 7.960 milyon ton'a yükselmiştir. Covid-19 öncesi 2019 yılında 7,96 milyar ton olan dünya kömür üretimi, 2020 yılında 7,59 milyar tona gerilemiş olup 2021 yılında ise 7,89 milyar tona yükselmiştir. Kömür piyasaları 2022 yılında ise, geleneksel ticaret akışlarının kesintiye uğraması, fiyatların hızla artması ve talebin %1,2 artması ile tüm zamanların en yüksek seviyesine ulaşmıştır.

2021 yılı Dünya kömür üretiminin %50,2'sini (3.942 milyon ton) tek başına Çin gerçekleştirmiştir. Hindistan'ın payı %10 (805 milyon ton); Endonezya'nın payı %7,2 (569 milyon ton) ve ABD'nin payı ise %6,7 (524 milyon ton) oranındadır. Bu ülkeleri; Avustralya (470 milyon ton) ve Rusya Federasyonu (437 milyon ton) izlemektedir.

Dünya linyit üretimi 2020 yılında yaşadığı keskin düşüşten sonra 2021 yılında toparlanmaya başlamış ve 693 milyon ton seviyelerine yükselmiştir (Şekil 12). Bu sınıftaki kömürlerin üretimi 1980'li yıllar boyunca önemli oranda artış göstermekle beraber neredeyse 20 yılı aşkın bir süredir aynı düzeyde kalmıştır. 2012 yılından sonra ise hemen her ülkede linyit üretimleri gerilemiştir.

2021 yılı dünya linyit üretiminde en büyük pay Almanya, Rusya ve Türkiye'nin olmuştur. 2021 yılında Almanya'nın üretimi 126,26 milyon ton, Rusya'nın üretimi 77,02 milyon ton iken ülkemizin üretimi 84,53 milyon ton olarak gözükmemektedir.

Dünya kömür ticareti, 2019 yılında ulaştığı 1445 milyon tonluk rekor hacimden sonra yaşanan Covid-19 salgını etkisi ile 2020 yılında 1298 milyon ton seviyelerine düşmüştür. Covid-19 salgınının etkilerinin yavaş yavaş toparlanmaya başlaması ile 2021 yılında kömür ticaret hacmi 1333 milyon ton düzeyine çıkmıştır. 2021 yılında termik kömür ticareti bir önceki yıla göre %1,6 artarken, metalurjik (met) kömür ticaret hacimleri ise %2,3 oranında azalış göstermiştir. 2021 yılında ticareti yapılan kömürün büyük çoğunluğu (%93) deniz yoluyla taşınmıştır.

Avrupa, küresel kömür ithalatının %79'unu oluşturan Asya Pasifik dışındaki en büyük ithalatçı konumuna gelmiştir. Endonezya, 2021 yılında ihracatını yaklaşık %7 oranında artırarak 436 Mt'a çıkarmış olup dünyanın en büyük kömür ihracatçısı konumunu korumuştur. 2016 yılı öncesinde liderliği elinde bulunduran Avustralya, bir önceki yıla göre ihracattaki 5 Mt'luk düşüşe rağmen, toplam 370 Mt ile ikinci en büyük ihracatçı olmaya devam etmiştir. Diğer önemli kömür ihracatçıları arasında, Rusya, ABD, Güney Afrika Cumhuriyeti ve Kolombiya bulunmaktadır.

İthalatta ise önceki yıllarda olduğu gibi 2021 yılında da Çin liderliğini sürdürmektedir. Çin ithalatını bir önceki yıla göre yaklaşık %7 arttırarak 337 Mt'a çıkartmıştır. Çin Avustralya ile yaşadıkları anlaşmazlık nedeniyle, Avustralya'dan yaptığı ithalatı büyük ölçüde azaltmış ve bunun yerine Endonezya ve Rusya'dan tedarik etmiştir. Çin'in ardından en çok ithalat yapan ikinci ülke ise Hindistan'dır. 2021 yılında Hindistan'ın ithalatı bir önceki yıla göre %6 düşüşle 207 Mt olarak gerçekleşmiştir. Hindistan'ın ardından, 2021 yılında kömür ithalatında üçüncü ülke 173 Mt ile Japonya olmuştur. Dünya kömür ithalatının %52'si bu 3 ülke tarafından yapılmaktadır. Diğer önemli ithalatçı ülkeler; Japonya, Güney Kore, Taipei (Çin), Almanya ve Türkiye'dir. Japonya ve Güney Kore gibi gelişmiş ülkeler, yüksek kalorili kömür ithalatı yaparak, kömür gazlaştırma / sıvılaştırma yoluyla katma değeri yüksek ürünler (petrokimyasallar, dizel, uçak yakıtı vs.) elde etmektedirler.

(Kaynak: 2021 Kömür [Linyit] Sektör Raporu (Ankara, 2022). Türkiye Kömür İşletmeleri Kurumu Genel Müdürlüğü. (<https://webim.tki.gov.tr/file/1ba14009-3aea-4026-b24b-99a7183e5719?download>))

Türkiye’de Kömürün Yeri

Ülkemiz birincil enerji arzında ortalama yıllık artış oranı son 10 yılda %3,52 düzeyindedir. 2021 yılında ülkemiz birincil enerji arzı bir önceki yıla göre %8,33 artarak 159,432 mtep olmuştur. Bu arzın kaynaklara dağılımında ilk sırayı 49,23 mtep ile doğalgaz alırken; 43,98 mtep ile ham petrol ve petrol ürünleri ikinci sırada; 41,57 mtep ile kömür (Taşkömürü, Linyit, Asfaltit, Kok) ise üçüncü sırada yer almıştır. Birincil enerji arzının kaynaklara dağılımında yıllar içerisinde önemli değişiklikler söz konusudur. 1971 yılında arzın %46’sı petrol, %29’u biyo enerji ve atıklardan ve %24’ü yerli kömürden (liniyit, taşkömürü ve asfaltit) karşılanırken 2021 yılına gelindiğinde en büyük pay %30,9 ile doğalgazın olmuş, petrol %27,6 ile doğalgazdan sonra yer almış; yerli kömür %11,1 ve biyo enerji ve atıklar da %2,6 düzeyine gerilemiştir. İthal kömürün (taşkömürü ve kok) ise birincil enerji arzındaki payı %,14,8 olmuştur. Burada dikkat çekici olan durum ise rüzgâr, güneş ve jeotermal paylarının ülkemiz birincil enerji arzındaki payının her geçen yıl giderek artmasıdır.

Ülkemizdeki enerji arzının yerli kaynaklardan karşılanma oranı 2019 yılında %31,1, 2020 yılında %29,9 iken 2021 yılında yerli enerji kaynakların birincil enerji arzındaki payı %29,3’e gerilemiş olup, ithal kaynakların payı %70,7 olarak gerçekleşmiştir. Yerli enerji kaynakları bakımından ülkemizde 2021 yılı sonu itibarıyla Türkiye’nin birincil enerji üretimi 46,72 mtep olarak gerçekleşmiş olup bir önceki yıla göre %6.02 oranında artış yaşanmıştır. Yerli üretimin kaynaklara dağılımında; 17,86 mtep ile kömür ilk sırayı alırken, bunu 11,23 mtep ile jeotermal, 4,81 mtep ile hidrolik, 4,76 mtep ile rüzgâr ve güneş gibi yenilenebilir enerji kaynakları, 4,1 mtep ile biyoenerji ve atıklar 3,61 mtep ile petrol izlemektedir.

(Kaynak: 2021 Kömür [Linyit] Sektör Raporu (Ankara, 2022). Türkiye Kömür İşletmeleri Kurumu Genel Müdürlüğü. (<https://webim.tki.gov.tr/file/1ba14009-3aea-4026-b24b-99a7183e57f9?download>))

Türkiye’de 2018 - 2022 dönemi kömür - linyit üretimi ve ithalatı aşağıdaki şekildedir:

Yıl / Ton		2018	2019	2020	2021	2022
Taşkömürü	Üretim (Satılabilir)	1.118.962	1.215.014	1.077.124	1.236.269	1.407.113
	İthalat	37.083.337	36.056.030	38.723.315	36.189.771	34.714.731
Linyit*	Üretim (Satılabilir)	80.799.500	80.817.337	63.297.017	72.815.051	80.928.798
	İthalat	-	-	-	-	-
Taşkömürü Koku	Üretim (Satılabilir)	4.529.539	4.455.386	4.422.574	4.622.938	4.789.654
	İthalat	782.398	638.592	652.894	1.076.255	1.200.438

*Linyit kömür miktarına asfaltit kömürü de dahil edilmiştir.

(Kaynak: Katı Yakıtların Üretim İthalat İhracat Teslimat ve Stok Değişim Miktarları. Türkiye İstatistik Enstitüsü Kurumu (TÜİK)). (<https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Kati-Yakitlar-Aralik-2022-49693>)

Türkiye’nin kömür ithalatı son 10 yılda iki katına yakın artış göstermiş ve yukarıdaki tabloda da görüldüğü üzere 2020’de 40 milyon ton düzeyine yükselmiştir. Küresel kömür ithalatının yüzde 2,7’sini Türkiye yapmaktadır ve kömür ithalatında dünyada yedinci sırada bulunmaktadır.

(Kaynak: Kömür 2022, Dünya ve Türkiye. Enerji Günlüğü Özel Yayını-1)
(<https://www.enerjigunlugu.net/d/file/komur-2022-final10vilozel.pdf>)

Türkiye 2021’de en yüksek ithalatları her birinden 14,4 milyon ton olmak üzere Kolombiya ve Rusya’dan yapmıştır. Bu ülkeleri 5,2 milyon ton ile Avustralya ve 800 bin ton ile ABD izlemektedir. Türkiye’nin kömür ithalat tutarı 2021’de 4,2 milyar dolar düzeyindedir. Bu verilere göre, 2021 yılında, kömür hem miktar hem de değer olarak maden ithalatında ilk on maden arasında 1. sırada yer almıştır.

(Kaynak: Madencilik Sektörüne Ait Temel Ekonomik Göstergeler 2021 (Haziran, 2022). MTA Genel Müdürlüğü, Fizibilite Etüdları Daire Başkanlığı.) (<https://www.mta.gov.tr/v3.0/sayfalar/bilgi-merkezi/maden-serisi/img/TEG2021.pdf>)

Türkiye’de 2022 yılında üretilen ve ithal edilen kömür ve linyitin teslimat yerlerine göre dağılımı aşağıdaki şekildedir:

Teslimat Yeri	Taşkömürü (Ton)	Oran (%)	Linyit ¹ (Ton)	Oran (%)	Taşkömürü Koku (Ton)	Oran (%)
Termik Santral	21.169.562	60	66.069.737	84	5.260.416	94
Kok Tesisleri	5.700.407	16	-	-	-	-
Demir - Çelik Sanayi	1.069.695	3	-	-	-	-
Sanayi (Demir - Çelik Hariç) ²	3.784.934	11	8.834.255	11	c	-
Diğer ³	3.401.787	10	4.185.531	5	c	-
Toplam Teslimat	35.126.385	100	79.089.523	100	5.600.860	100

1. Linyit kömürü miktarına asfaltit kömürü de dahil edilmiştir.

2. Sanayi (demir-çelik sanayi hariç) teslimatına briketleme tesislerine yapılan teslimatlar da dahil edilmiştir.

3. Konut, hizmet vb. sektörlerle yapılan teslimatlar ile girişimin büro, lojman vb. alanlarını ısıtmak için kullandığı iç tüketimleri içermektedir.

c. Gizli veri

(Kaynak: Katı Yakıtların Teslimat Yerlerine Göre Dağılımı. Türkiye İstatistik Enstitüsü Kurumu.)
(<https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Kati-Yakitlar-Aralik-2022-49693>)

Şirket’in Kömür Sektöründeki Yeri

Kömür sektöründe, Yılyak Yakıt Pazarlama Ticaret A.Ş., Atakaş Ticaret ve Nakliyat A.Ş., Safi Katı Yakıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Süper Enerji A.Ş. unvanlı şirketler başta olmak üzere, kömür ithal eden ve yurt içinde satan birçok firma faaliyet göstermektedir.

Efor Gübre Madencilik, 2020 yılında net 232.254 ton, 2021 yılında net 310.924 ton, 2022 yılında net 301.906 ton ve 2023 yılında 314.667 ton kömür ve diğer katı yakıtları ithal etmiştir. Efor Gübre Madencilik tarafından 2022 yılında ithal edilen kömür miktarı ülkemiz tarafından 2022 yılında ithal edilen kömür miktarının %0,73’üne karşılık gelmektedir.

4.3. Gübre Sektörü

Gübre sektörü, gübre ve ara maddeleri üretimi ile gübre, hammadde ve ara maddeleri ithalatı ve ihracatı, gübre pazarlaması, kullanımı ile eğitim, idari ve teknik hizmetleri faaliyetlerini kapsamaktadır.

Türkiye’de Gübre Sektörü

Türkiye’de tarımın en önemli girdilerinden biri gübredir. Usulüne uygun olarak yapılan gübrelemenin bitkisel üretimdeki artışa etkisi %50 - 75 arasında olup, bazı ürünlerde bu etki %100’e kadar çıkabilmektedir. Bu nedenle gübre sektörü tarımsal üretim, gıda maddeleri fiyatları ve ülke ekonomisi üzerinde önemli bir etkiye sahiptir.

Kaynak: Gübre Sektör Politika Belgesi 2018-2022 (2018). Tarımsal Araştırmalar ve Politikalar Genel Müdürlüğü. (<https://www.tarimorman.gov.tr/TAGEM/Belgeler/yayin/G%C3%BCbre%20Sekt%C3%B6r%20Politika%20Belgesi%202018-2022.pdf>)

Türkiye’de çeşitli bölgelerde yapılmış analizler sonucunda, ülke topraklarının %75’ten fazlasında organik madde ve azot miktarı az bulunmuştur. Bu eksiklik özellikle gübre kullanımının ülkemizdeki önemini arttırmıştır.

Kaynak: 26.11.2020 tarihli ve 20-51/718-317 sayılı Rekabet Kurulu Kararı. (<https://www.rekabet.gov.tr/Karar?kararId=c0bb3a9c-4132-42ce-a4d5-424c6f5ffe3b>)

Tarım topraklarının verimliliği ve sürekliliğinin sağlanması çeşitli şekillerde topraktan kaybolan bitki besin elementlerinin toprağa geri verilmesi ile mümkündür. Genel olarak bitkilerin ihtiyaç duyduğu temel bitki besin maddeleri Azot (N), Fosfor (P2O5) ve Potasyum (K2O) elementleridir.

Gübreler, genel olarak kimyasal ve organik gübreler olarak iki sınıfa ayrılmaktadır:

- Kimyevi gübreler; üç temel bitki besin elementlerini bitkinin alabileceği formda ve yüksek konsantrasyonlarda ihtiva eden ve besin elementi eksikliklerinin kısa sürede daha kolay, daha az işçilik ve masrafla karşılanmasını sağlayan gübrelerdir.
- Organik gübreler; bitki besin elementi içerikleri kimyasal gübrelerle oranla oldukça düşük ve genel olarak bitkinin alabileceği formda olmadığından bitkilerin besin elementi ihtiyacını karşılamaktan ziyade toprak düzenleyici olarak kullanılmaktadırlar.

Kaynak: Gübre İstatistikleri Metaverisi. T.C. Tarım ve Orman Bakanlığı. (<https://www.tarimorman.gov.tr/Konular/Bitkisel-Uretim/Bitki-Besleme-ve-Tarimsal-Teknolojiler/Bitki-Besleme-Istatistikleri>)

Kimyasal gübre üretimi için gerekli olan hammadde kaynakları temel olarak doğalgaz, fosfat kayası ve potasyum tuzlarıdır. Taban ve nitratlı gübrelerde kullanılan kireç taşı, kil ve dolamit haricinde gübre üretiminde kullanılan söz konusu ana girdilerin kaynaklarının ülkemizde bulunmamasından ötürü, gübre hammaddelerinin yaklaşık %95’i yurt dışından ithal edilmektedir. Mamül gübrenin ise 1 / 3’ü ithal edilmektedir.

Azotlu gübrelerin hammaddesi olan doğalgaz, yurt içinde çıkarılan miktarı bakımından, ülke tüketiminin yalnızca sınırlı bir kısmını karşılayabilmektedir. Taban gübrelerinin hammaddesi olan fosfat ise, benzer şekilde Mardin Mazıdağı’nda bulunan sınırlı rezervler dışında, ülkemizde oldukça kısıtlı miktarda bulunmaktadır.

Türkiye’de gübre sektörünün genel durumu dikkate alındığında, yıllara göre artış eğiliminde olan üretimin tüketimi karşılayamadığı ve ihtiyacın ithalat yoluyla karşılandığı hususu dikkat çekmektedir. Türkiye’de gübre tüketimi; iklim, yetiştirilen bitki türlerine, münavebe durumuna, sulama imkânları ile dünyada ve Türkiye’deki ekonomik gelişmelere bağlı olarak yıldan yıla az da olsa değişiklik arz etmektedir.

Tüm dünyada olduğu gibi gübre sektörü ile ilgili resmi veriler ve kayıtlar söz konusu olduğunda kimyasal gübrelerle ait verilere ulaşmakta ancak organik gübrelerle ilgili sağlıklı verilere ulaşılamamaktadır.

Kaynak: 26.11.2020 tarihli ve 20-51/718-317 sayılı Rekabet Kurulu Kararı.

(<https://www.rekabet.gov.tr/Karar?kararId=c0bb3a9c-4132-42ce-a4d5-424c6f5ffe3b>)

Aşağıdaki tabloda, Türkiye’de 2019 - 2023 döneminde kimyevi gübre üretim ve tüketim miktarlarına ilişkin veriler yer almaktadır:

Yıl	2019	2020	2021	2022	2023
Tüketim (Bin Ton)	6.088	7.143	6.480	5.903	7.031
Üretim (Bin Ton)	4.661	6.547	6.335	5.164	4.450
Karşılama Oranı	%77	%92	%98	%87	%63

(Kaynak: Yıllar Bazında Kimyevi Gübre Tüketim ve Üretim İstatistikleri. T.C. Tarım ve Orman Bakanlığı.)

(<https://www.tarimorman.gov.tr/Konular/Bitkisel-Uretim/Bitki-Besleme-ve-Tarimsal-Teknolojiler/Bitki-Besleme-Istatistikleri>)

Şirket’in Gübre Sektöründeki Yeri

Ülkemizde en büyük üretici / ithalatçı işletmeler TOROS, İGSAŞ, BAĞFAŞ, EGE, GEMLİK ve GÜBRETAŞ firmaları olup, piyasanın yaklaşık %80’ini temsil etmektedirler. (Kaynak: T.C. Tarım ve Orman Bakanlığı, Gübre Sektör Politika Belgesi 2018-2022,2018)

Kimyevi gübre alım satım faaliyetlerine 2020 yılında başlayan Efor Gübre Madencilik;

- 2021 yılında 9.436 ton kimyevi gübre satışından, 476.521.237 TL tutarında net satış hasılatı,
- 2022 yılında 80.892 ton kimyevi gübre satışından, 1.241.458.418 TL tutarında net satış hasılatı ve
- 2023 yılında 59.259 ton kimyevi gübre satışından, 668.869.763 TL tutarında net satış hasılatı
- 2024 yılının ilk 3 aylık döneminde 20.354 ton kimyevi gübre satışından, 171.249.178 TL tutarında net satış hasılatı elde etmiştir.

Türkiye’de;

- 2021 yılında;

-“Amonyum Sülfat” cinsi gübre 660.943 ton miktarında tüketilmiştir. Söz konusu tüketimin %7’sine karşılık gelen 45.773 ton Efor Gübre Madencilik tarafından karşılanmıştır.

-Doğu Karadeniz Bölgesi’nde 184.881 ton “Kalsiyum Amonyum Nitrat (%26 N)” ve “25-5-10” cinsi kimyevi gübre tüketilmiştir. Söz konusu tüketimin %20’sine karşılık gelen 36.244 ton Efor Gübre Madencilik tarafından karşılanmıştır.

- 2022 yılında;

-“Amonyum Sülfat” cinsi gübre 629.166 ton miktarında tüketilmiştir. Söz konusu tüketimin %9’una karşılık gelen 55.683 ton Efor Gübre Madencilik tarafından karşılanmıştır.

-“25-5-10” cinsi gübre 39.961 ton miktarında tüketilmiştir. Söz konusu tüketimin %33’üne karşılık gelen 13.016 ton Efor Gübre Madencilik tarafından karşılanmıştır.

-Doğu Karadeniz Bölgesi’nde 115.682 ton “Kalsiyum Amonyum Nitrat (%26 N)” ve “25-5-10” cinsi kimyevi gübre tüketilmiştir. Söz konusu tüketimin %6’sına karşılık gelen 6.417 ton Efor Gübre Madencilik tarafından karşılanmıştır.

- 2023 yılında;

- “Amonyum Sülfat” cinsi gübre 786.104 ton miktarında tüketilmiştir. Söz konusu tüketimin %3’üne karşılık gelen 21.453 ton Efor Gübre Madencilik tarafından karşılanmıştır.
- “25-5-10” cinsi gübre 61.918 ton miktarında tüketilmiştir. Söz konusu tüketimin %26’sına karşılık gelen 16.092 ton Efor Gübre Madencilik tarafından karşılanmıştır.

Doğu Karadeniz Bölgesi’nde 173.257 ton “Kalsiyum Amonyum Nitrat (%26 N)” ve “25-5-10” cinsi kimyevi gübre tüketilmiştir. Söz konusu tüketimin %13’üne karşılık gelen 22.207 ton Efor Gübre Madencilik tarafından karşılanmıştır.

(Kaynak: Bitki Besleme İstatistikleri (www.tarimorman.gov.tr))

5. DEĞERLEME ANALİZİ

Efor Çay Sanayi Ticaret A.Ş. sermaye artırımını ve ortak satışı yoluyla halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem dikkate alınmıştır:

- i. Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları
- ii. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Değerleme metodolojileri, sektörün ve Şirket’in özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve söz konusu küresel ölçekte kabul görmüş yöntemlerin Şirket değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatine varılmıştır.

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri’nde belirtilen Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları ile Pazar Yaklaşımı - Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmıştır.

Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

UDS’nin 104 Değer Esasları kapsamında Gelir Yaklaşımı aşağıda tanımlanmıştır:

Gelir Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler, UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar madde 60.1’de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca, değerleme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olması durumlarında gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve / veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.1 uyarınca gelir yaklaşımı; gösterge niteliğindeki değerin, gelecekteki nakit akımlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlamaktadır. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akımlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. İşbu değerleme çalışması kapsamında gelir yaklaşımında İNA yöntemi kullanılmış olup; UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 50.2 uyarınca, İNA yönteminde tahmini nakit akımları değerleme tarihine indirgenmekte ve bu işlem varlığın bugünkü değeriyle sonuçlanmaktadır.

Uluslararası alanda kabul görmüş ve şirketlerin orta - uzun vadeli değerini yansıtan İNA yöntemine göre, şirket paylarının değerinin, şirketin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugünkü değerine eşit olduğu kabul edilmektedir.

İNA yönteminde, projeksiyonlar genellikle 5 ila 10 yıllık zaman dilimi için yapılmakta ve projeksiyon döneminin son yılındaki nakit akımları baz alınarak ve şirket faaliyetlerinin süresiz bir şekilde devam edileceği varsayılarak devam eden değer tahmini yapılmaktadır.

İşbu rapora konu değerleme çalışması kapsamında, 31.03.2024 dönemi faaliyet sonuçları baz olarak esas alınmış olup, 2024 - 2028 yılları arası da projeksiyon dönemi olarak kabul edilmiştir. Projeksiyon döneminde ulaşılması öngörülen nakit akımları ve diğer finansal verilerin; projeksiyon dönemine göre belirlenen makul bir geçmiş dönemde değerleme konusu Şirket tarafından elde edilen nakit akımları ve diğer finansal veriler ile uyumlu, tutarlı ve öngörülebilir olmasına özen gösterilmiştir.

Makro Varsayımlar

Tablo 13 : Makro Varsayımlar

	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
TÜFE Enflasyon (dönem sonu)*	%44,0	%30,0	%25,0	%22,00	%20,00
USD/TRY (dönem sonu)*	38,0	42,0	45,0	48,0	51,0
USD/TRY (ortalama)*	33,1	40,0	43,5	46,5	49,5

(*) Orta Vadeli Plan öngörülleri ile uyumludur.

Makro varsayımlarda Halk Yatırım'ın Orta Vadeli Plan (OVP) öngörülleri ile uyumlu olan makro tahminleri kullanılmıştır.

Gelir Analizleri

Tablo 14 : Ürünler Bazında Satış Tonajları

	Birim	2024 / 1Ç	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
1.Çay Grubu							
Özel Ürün (PL) Paketlenmiş Çay	Ton	3.764	20.129	22.283	23.876	26.366	28.220
“Efor” Marka Paketlenmiş Çay	Ton	1.925	6.317	8.667	11.306	12.484	13.480
Çuval Çay Satışları	Ton	101	5.384	5.603	5.743	5.790	5.708
Meyve ve Bitki Çayları	Ton	1	20	32	45	56	64
Toplam Çay Satış	Ton	5.791	31.850	36.586	40.970	44.697	47.471
<i>Yıllık Değişim</i>	<i>%</i>	<i>-8</i>	<i>17,8</i>	<i>14,9</i>	<i>12,0</i>	<i>9,1</i>	<i>6,2</i>
2.Kömür Grubu							
Taşkömürü	Ton	49.581	325.994	360.449	385.424	399.288	409.569
Metalurjik Kok	Ton	741	13.703	14.520	15.526	16.084	16.498
Petrokok	Ton	--	36.541	38.719	41.402	42.891	43.996
Toplam Kömür Satış	Ton	50.323	376.238	413.688	442.352	458.263	470.063
<i>Yıllık Değişim</i>	<i>%</i>	<i>91</i>	<i>14,3</i>	<i>10,0</i>	<i>6,9</i>	<i>3,6</i>	<i>2,6</i>
3.Gübre Grubu							
Kimyevi Gübre	Ton	19.997	47.638	38.498	42.515	46.216	51.326
Üretilen Kimyevi Gübre / GR AS	Ton	-	11.909	25.665	28.343	30.811	31.366
Üretilen Kimyevi Gübre / N 33	Ton	-	2.977	6.416	7.086	7.703	7.841
Özel Gübre	Ton	357	4.271	3.451	3.811	4.143	4.601
İnhibitörlü Gübre	Ton	-	1.489	3.008	3.598	4.237	5.098
Toplam Gübre Satış	Ton	20.354	68.284	77.039	85.354	93.110	100.232
<i>Yıllık Değişim</i>	<i>%</i>	<i>47</i>	<i>15,2</i>	<i>12,8</i>	<i>10,8</i>	<i>9,1</i>	<i>7,6</i>
4.Çatı GES – Samsun	KWh	377.912	2.733.300	2.733.300	2.733.300	2.733.300	2.733.300
5.Malatya GES*	KWh	-	8.837.000	17.674.000	17.674.000	17.674.000	17.674.000
6.Kahve Grubu**							
Türk Kahvesi	Ton	-	189	438	711	985	1.258
Türk Kahvesi Efor Marka	Ton	-	-	66	107	148	189
Filtre Kahve	Ton	-	147	349	566	784	1.001
Filtre Kahve Efor Marka	Ton	-	-	52	85	118	150
Çekirdek Kahve	Ton	-	87	191	310	429	548
Çekirdek Kahve Efor Marka	Ton	-	-	29	47	64	82
Kapsül Kahve	Ton	-	7	17	28	39	50
Kapsül Kahve Efor Marka	Ton	-	-	3	4	6	7
Toplam Kahve Satış	Ton	-	431	1.145	1.858	2.572	3.286
<i>Yıllık Değişim</i>	<i>%</i>			<i>165,7</i>	<i>62,4</i>	<i>38,4</i>	<i>27,8</i>

*:Malatya GES 2024 yılının ikinci yarıyılında faaliyete geçecektir.

**::Kahve üretimine 2024 yılının son 5 ayında başlanacaktır.

Çay Grubu

Şirket 4 ana kategoride çay satışı gerçekleştirmektedir. Bunlardan ilki Özel Ürün (“PL”) Paketlenmiş Çay satışları olup, 2021 – 2023 döneminde toplam çay satışlarının tonaj bazında ortalama %67,4’ünü oluşturmaktadır. İkinci kategori olan “Efor” Marka Paketlenmiş Çay satışları ise 2021 – 2023 döneminde toplam çay satışlarının tonaj bazında ortalama %11,9’unu oluşturmakla birlikte bu kategori –yönetimin hedefleri doğrultusunda- hızla büyümekte ve toplam çay satışları içerisindeki payını tonaj bazında artırmaktadır. Üçüncü kategori olan Çuval Çay satışları Şirket’in dönemsel olarak fırsatları değerlendirdiği ve 3. taraflara yaptığı toptan çay satışlarını göstermektedir. Çuval Çay satışları 2021 – 2023 döneminde

toplam çay satışlarının tonaj bazında ortalama %20,6'sını oluşturmıştır. Son kategori olan Meyve ve Bitki Çayları Şirket için kıyaslamalı olarak yeni bir kategori olup, 2021 – 2023 döneminde toplam çay satışlarının tonaj bazında ortalama %0,03'ünü oluşturmaktadır.

PL Paketlenmiş Çay satışları 2021-2023 dönemi tonajları basit ortalama büyüme oranı %22,9 iken, projeksiyon dönemi tonaj YBBO'su Şirket'in "Efor" Marka Paketlenmiş Çay satışlarına ağırlık verme hedefi ve PL tarafındaki rekabet göz önünde bulundurularak %10,6 olarak tahmin edilmiştir. Öte yandan "Efor" Marka Paketlenmiş Çay satışları 2021 – 2023 döneminde tonaj bazında %116,8 basit ortalama büyümeye sahipken, projeksiyon dönemi tonaj YBBO'su Şirket'in bu kategoriye ağırlık verme hedefi de gözetilerek %23,5 olarak tahmin edilmiştir. Diğer bir kategori olan Çuval Çay satışları, 2021 – 2023 döneminde tonaj bazında basit ortalama %11,0 oranında büyümüştür. Ancak bu kategoride Şirket daha çok yıl boyunca oluşabilecek potansiyel fırsatlara göre satış gerçekleştirdiği için, ihtiyatlılık ilkesi gereği, projeksiyon dönemi YBBO'su %1,6 olarak tahmin edilmiştir. Son kategori olan Meyve ve Bitki Çayları, 2021 – 2023 döneminde, tonaj bazında diğer kategorilere kıyasla henüz düşük seviyelerde olmasına karşın %508 basit ortalama büyümeye sahiptir. Bu bağlamda projeksiyon döneminde de %33,4 YBBO ile en hızlı büyüyen kategori olacağı varsayılmıştır.

Toplam çay satışları incelendiğinde ise Şirket, 2021 – 2023 döneminde tonaj bazında basit ortalama olarak %27,1'lik büyüme gerçekleştirmiştir. Öte yandan aynı dönem için TÜİK ve Rize Ticaret Borsası'ndan edinilen verilere göre Türkiye kuru çay tüketimi tonaj bazında %1,7 YBBO'ya sahiptir. Bu bağlamda bahsi geçen dönemde pazarın yaklaşık 20 kat üzerinde büyüme gösteren Şirket'in, projeksiyon döneminde de yine pazarın üzerinde büyüme göstereceği varsayılmış, ancak pozitif rölatif büyümenin azalarak devam edeceği öngörülmüştür. Sonuç olarak 2024 – 2028 projeksiyon döneminde Şirket'in toplam çay satışı büyümesi tonaj bazında %11,9 YBBO ile 2021 – 2023 dönemine kıyasla daha düşük, ancak pazar büyümesinin üzerinde bir seviyede projekte edilmiştir. Böylelikle, Şirket'in Türkiye kuru çay tüketimi üzerinden hesaplanan tahmini pazar payı 2021 – 2023 döneminde ortalama %9,4 seviyelerindeyken, projeksiyon döneminde tahmini pazar payının ortalama %13,8 seviyelerine yükseleceği tahmin edilmiştir.

Kömür Grubu

Şirket 3 ana kategoride kömür satışı gerçekleştirmektedir. Bunlardan ilki Taşkömürü satışları olup, 2021 – 2023 döneminde toplam kömür satışlarının tonaj bazında ortalama %86,1'ini oluşturmaktadır. İkinci kategori olan Metalurjik Kok satışları ise 2021 – 2023 döneminde toplam kömür satışlarının tonaj bazında ortalama %1,9'unu oluşturmaktadır. Üçüncü kategori olan Petrokok satışları 2021 – 2023 döneminde toplam kömür satışlarının tonaj bazında ortalama %12,0'ını oluşturmıştır.

Şirket'in toplam kömür satışları 2021-2023 dönemi basit ortalama büyümesi %211,5 iken, TÜİK'ten elde edilen verilere göre aynı dönemde Türkiye kömür tüketimi tonaj bazında -%2,08 bileşik küçülerek, 2023 yılı itibarıyla yaklaşık 100 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle Şirket, bahsi geçen dönem aralığında Türkiye kömür tüketimindeki tahmini pazar payını yaklaşık 6 kat artırarak, 2023 itibarıyla %0,33 seviyelerine çıkarmıştır. Öte yandan Uluslararası Enerji Ajansı'nın ("IEA") yayımlamış olduğu "Coal 2023, Analysis and Forecasts to 2026" adlı rapora göre Türkiye kömür talebinin 2026 yılında 109 milyon ton seviyelerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Bu bağlamda 2021 – 2023 döneminde pazarın üzerinde büyüme gösteren Şirket'in -2023 yılındaki pazar payının halen oldukça düşük seviyelerde olması da göz önüne alınarak- projeksiyon döneminde yine pazar üzerinde büyüme göstereceği, ancak pozitif rölatif büyümenin azalarak devam edeceği varsayılmıştır. Bu bağlamda Şirket'in toplam kömür satışları tonaj YBBO'su 2024 – 2028 projeksiyon döneminde %7,4 olarak tahmin edilmiştir. Bu oran 2021 – 2023 dönemine kıyasla oldukça düşük seviyelerde olmakla birlikte, Şirket'in Türkiye kömür tüketimindeki

tahmini pazar payının, 2023 itibarıyla %0,33 seviyelerinden projeksiyon dönemi sonu olan 2028 yılı itibarıyla %0,41 seviyelerine yükselmesi öngörülmektedir.

Gübre Grubu

Şirket 2021 yıl sonu itibarıyla 9.436 ton kimyevi gübre ticareti satış tonajına sahipken, 2023 itibarıyla 59.259 ton kimyevi gübre ticareti gerçekleştirmiş ve 2021-2023 döneminde kimyevi gübre ticaret hacmini basit ortalama olarak %365,3 oranında büyütülmüştür. Öte yandan T.C. Tarım ve Orman Bakanlığı'nın yayımlanmış olduğu "Yıllar Bazında Kimyevi Gübre Tüketim ve Üretim İstatistikleri" incelendiğinde 2023 yılı için Türkiye toplam kimyevi gübre tüketimi 7.030.779 ton olarak gerçekleşmiş ve 2021 – 2023 döneminde -%0,5 ortalama bileşik küçülmüştür.

Gübre faaliyetleri kapsamında 2023 yılına kadar yalnızca kimyevi gübre ticareti yapan Şirket, yapmakta olduğu yatırım doğrultusunda Samsun ili Tekkeköy ilçesi'ndeki tesislerine gübre granülasyon hattı kurarak kimyevi gübre üretimine başlayacaktır. Ek olarak ticaret faaliyetlerine "Özel Gübre" ve "İnhibitörlü Gübre" gruplarını da katarak ürün çeşitliliğini artırmayı hedeflemektedir.

Şirket 2021 – 2023 döneminde tonaj bazında Türkiye gübre tüketiminin oldukça üzerinde büyüme göstermiş olsa da, 2022 yılından 2023 yılına değişimler incelendiğinde, pazar yaklaşık 5,9 milyon tondan 7,0 milyon tona %19,1 büyürken, aynı dönemde Şirket -%26,7 küçülmüştür. Bununla birlikte yeni faaliyete geçecek gübre granülasyon hattı da göz önünde bulundurularak projeksiyon dönemi toplam gübre satışı YBBO'su ton bazında %11,1 olarak tahmin edilmiştir. Bu bağlamda Şirket'in 2021 - 2023 dönemi ortalama pazar payı %0,8 iken, 2024 - 2028 döneminde tahmini pazar payının %1,1 seviyelerine yükseleceği varsayılmıştır.

GES

Şirket Samsun'da halihazırda faaliyette olan 2.550 kWp Çatı GES'ine ek olarak, yapmakta olduğu yatırımlar doğrultusunda, 2024 yılı 2. yarısı itibarıyla, Malatya ili Arapgir ilçesinde 5.405 kWp ve 4.503 kWp olmak üzere 2 GES projesini daha faaliyete geçirmeyi hedeflemektedir. Bu bağlamda Şirket'e proje danışmanlığı veren Mensis Enerji İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.'den alınan fizibilite çalışmaları ve sorumluluk beyanı doğrultusunda ilgili GES'lerin üretmesi muhtemel elektrik miktarları değerlemede kullanılmıştır.

Kahve Grubu

Şirket Tokat ili Erbaa ilçesinde yapmakta olduğu kahve üretimi ve depolama tesisi yatırımı ile 2024 yılı itibarıyla kahve pazarına girmeyi hedeflemektedir. Temelde Şirket, yeşil kahve çekirdeklerini farklı üretim süreçlerinden geçirerek paketlenmiş şekilde Türk Kahvesi, Filtre Kahve, Çekirdek Kahve ve Kapsül Kahve olarak müşterilerine sunmayı planlamaktadır. 2024 yılı itibarıyla tüm kahve kategorilerinde PL olarak satışlara başlamayı hedefleyen Şirket, 2025 yılından itibaren Efor Marka kahve satışlarına da başlamayı öngörmektedir.

Türkiye Kahve pazarı incelendiğinde, TÜİK'den edinilen verilere göre, 2023 yılında Türkiye kahve ve türevlerinin ithalatı yaklaşık 100 bin ton olarak gerçekleşmiştir. Yeşil kahve çekirdeklerinden nihai tüketicilerin satın aldığı kavrulmuş kahveye dönerken oluşan kayıp da göz önüne alındığında, tahmini pazar büyüklüğü 2023 yılı için yaklaşık 86,9 bin ton olarak hesaplanmaktadır. Bununla birlikte yine TÜİK verilerine göre, Türkiye kahve ithalatının 2014 - 2023 yılları arası 10 yıllık bileşik büyümesi %13,59 olarak hesaplanmaktadır. 2023 yıl sonu için hesaplanan 86,9 bin tonluk tahmini pazar büyüklüğü 2028 yılına kadar son 10 yıllık bileşik büyüme oranı ile büyütüldüğünde 164,3 bin ton seviyesine yükselmektedir.

Şirket 2023 yılı itibarıyla Türkiye çay pazarında tahmini %10,3 paya sahiptir. Bu bağlamda Şirket, çay satışlarını yaptığı kanalları kullanarak (BİM, Migros, Getir, Yemek Sepeti, vb.) kahve pazarına hızlı bir giriş yapmayı planlamakta ve 2028 itibarıyla %2 pazar payına ulaşmayı hedeflemektedir. Şirket'in pazar payı hedefi doğrultusunda satış miktarları makul bulunarak değerlemeye dahil edilmiş, ancak ilk yıl satmayı hedeflediği miktarlar faaliyet geçmişi olmaması göz önünde bulundurularak, ihtiyatlılık ilkesi gereği, %40 oranında azaltılmıştır.

Sonuç olarak Şirket'in 2024 itibarıyla 431 ton kahve satışı gerçekleştirerek %0,4 pazar payı elde edeceği ve 2028 yılına kadar 4 yıl boyunca %66,2 bileşik büyüme ile %2 tahmini pazar payı hedefine ulaşacağı varsayılmıştır.

Tablo 15 : Ürünler Bazında Ortalama Birim Satış Fiyatları

	Birim	2024 / 1Ç	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
1.Çay Grubu							
Özel Ürün (PL) Paketlenmiş Çay	TL / Ton	105.882	144.275	187.558	234.447	286.026	343.231
"Efor" Marka Paketlenmiş Çay	TL / Ton	97.023	163.700	212.809	266.012	324.534	389.441
Çuval Çay Satışları	TL / Ton	104.433	172.468	224.208	280.260	341.918	410.301
Meyve ve Bitki Çayları	TL / Ton	496.306	689.908	896.880	1.121.100	1.367.742	1.641.290
2.Kömür Grubu							
Taşkömürü	TL / Ton	4.294	4.859	6.317	7.896	9.634	11.560
Metalurjik Kok	TL / Ton	10.987	11.871	15.432	19.290	23.534	28.240
Petrokok	TL / Ton	-	4.317	5.613	7.016	8.559	10.271
3.Gübre Grubu							
Kimyevi Gübre	TL / Ton	8.285	14.126	18.364	22.954	28.004	33.605
Üretilen Kimyevi Gübre / GR AS	TL / Ton	--	9.763	12.692	15.865	19.356	23.227
Üretilen Kimyevi Gübre / N 33	TL / Ton	--	14.401	18.721	23.401	28.549	34.259
Özel Gübre	TL / Ton	15.604	26.604	34.586	43.232	52.743	63.292
İnhibitörlü Gübre	TL / Ton	--	26.277	34.160	42.700	52.094	62.513
4.Çatı GES – Samsun	TL / KWh	2,78	3,46	4,05	4,44	4,78	5,13
5.Malatya GES	TL / KWh	-	3,46	4,05	4,44	4,78	5,13
6.Kahve Grubu							
Türk Kahvesi	TL / Ton	-	284.756	370.183	462.728	564.528	677.434
Türk Kahvesi Efor Marka	TL / Ton	-	289.467	376.307	470.384	573.868	688.642
Filtre Kahve	TL / Ton	-	325.435	423.066	528.832	645.175	774.210
Filtre Kahve Efor Marka	TL / Ton	-	346.864	450.923	563.654	687.658	825.189
Çekirdek Kahve	TL / Ton	-	284.756	370.183	462.728	564.528	677.434
Çekirdek Kahve Efor Marka	TL / Ton	-	303.506	394.558	493.197	601.700	722.041
Kapsül Kahve	TL / Ton	-	632.791	822.628	1.028.285	1.254.508	1.505.409
Kapsül Kahve Efor Marka	TL / Ton	-	1.016.863	1.321.922	1.652.402	2.015.931	2.419.117

Tablo 16 : Ürünler Bazında Ortalama Birim Satış Maliyetleri

	Birim	2024 / 1Ç	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
1.Çay Grubu							
Özel Ürün (PL) Paketlenmiş Çay	TL / Ton	81.200	114.079	148.302	185.378	226.161	271.393
“Efor” Marka Paketlenmiş Çay	TL / Ton	77.150	133.409	173.432	216.790	264.483	317.380
Çuval Çay Satışları	TL / Ton	86.500	152.410	198.133	247.666	302.152	362.583
Meyve ve Bitki Çayları	TL / Ton	345.700	499.384	649.200	811.500	990.030	1.188.035
2.Kömür Grubu							
Taşkömürü	TL / Ton	3.423	3.679	4.967	6.408	8.010	9.772
Metalurjik Kok	TL / Ton	8.759	8.917	12.038	15.529	19.411	23.681
Petrokok	TL / Ton	--	3.199	4.318	5.571	6.964	8.495
3.Gübre Grubu							
Kimyevi Gübre	TL / Ton	7.902	12.757	16.584	20.730	25.290	30.348
Üretilen Kimyevi Gübre / GR AS	TL / Ton	--	6.912	8.986	11.232	13.703	16.444
Üretilen Kimyevi Gübre / N 33	TL / Ton	--	11.016	14.321	17.901	21.839	26.207
Özel Gübre	TL / Ton	14.883	24.026	31.234	39.042	47.632	57.158
İnhibitörlü Gübre	TL / Ton	--	18.360	23.868	29.835	36.399	43.678
4.Çatı GES – Samsun	TL / KWh		1,04	1,22	1,33	1,43	1,54
5.Malatya GES	TL / KWh		1,04	1,22	1,33	1,43	1,54
6.Kahve Grubu							
Türk Kahvesi	TL / Ton	-	237.297	308.485	385.607	470.440	564.528
Türk Kahvesi Efor Marka	TL / Ton	-	237.297	308.485	385.607	470.440	564.528
Filtre Kahve	TL / Ton	-	271.196	352.555	440.694	537.646	645.175
Filtre Kahve Efor Marka	TL / Ton	-	271.196	352.555	440.694	537.646	645.175
Çekirdek Kahve	TL / Ton	-	237.297	308.485	385.607	470.440	564.528
Çekirdek Kahve Efor Marka	TL / Ton	-	237.297	308.485	385.607	470.440	564.528
Kapsül Kahve	TL / Ton	-	564.992	734.489	918.112	1.120.096	1.344.115
Kapsül Kahve Efor Marka	TL / Ton	-	564.992	734.489	918.112	1.120.096	1.344.115

Ortalama Birim Satış Fiyatları ve Birim Maliyetler**Çay Grubu**

Her bir çay ürün grubu için 2023 yılında oluşan ortalama birim satış fiyatları ve birim maliyetler, TÜFE ile artırılarak projeksiyon dönemi için ortalama birim satış fiyatları ve birim maliyetler belirlenmiştir.

Kömür Grubu

2024 yılı taşkömürü ortalama birim satış fiyatı, uluslararası kömür piyasasının nabzını tutan (kömür odaklı) liman merkezleri (Amsterdam – Rotterdam – Antwerp – Richards Bay) için Bloomberg Terminalinden alınan ortalama birim fiyatlar baz maliyet olarak kabul edilmiş ve üzerine Şirket’in 2023 yılında taşkömüründe elde ettiği brüt kar marjı eklenmiştir. Projeksiyon döneminin takip eden yıllarında 2024 yılı için belirlenen birim satış fiyatı TÜFE ile artırılırken, birim maliyet TÜFE + ihtiyatlılık ilkesine bağlı olarak azalan bir oran ile artırılmıştır.

Metalurjik kok ve petrokok için 2024 birim satış fiyatları ve birim maliyetler tahmin edilirken 2021 – 2023 döneminde taşkömürü ile olan ilişkileri incelenerek hesaplama yapılmıştır. Projeksiyon döneminin takip eden yıllarında 2024 yılı için belirlenen birim satış fiyatları TÜFE ile artırılırken, birim maliyetler TÜFE + ihtiyatlılık ilkesine bağlı olarak azalan bir oran ile artırılmıştır.

Gübre Grubu

Kimyevi gübre için projeksiyon dönemi birim satış fiyatları ve birim maliyetler tahmin edilirken piyasaya 2024 yılı içerisinde sürülmesi planlanan 4 yeni gübre tipi için Şirket'in verdiği iş planındaki 2024 yılı birim fiyat ve maliyetler kullanılmış, daha sonraki yıllarda söz konusu fiyat ve maliyetler TÜFE ile artırılmıştır.

GES

Şirket'e proje danışmanlığı veren Mensis Enerji İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.'den alınan fizibilite çalışmaları ve sorumluluk beyanı doğrultusunda söz konusu danışmanlık şirketinden temin edilen birim elektrik satış fiyat ve maliyetleri değerlendirilmiştir.

Kahve Grubu

Şirket'in iş planlarında verilmiş olan kavrulmamış yeşil çekirdek kahve maliyeti için; uluslararası kahve fiyatlarının takip edildiği Intercontinental Exchange Inc. (ICE) bünyesinde yayımlanan Temmuz, Eylül ve Aralık ayları vadeli fiyatlarının ortalaması kullanılmıştır. Bu maliyetin üzerine Şirket tarafından verilen navlun, gümrük, üretim, diğer vb. giderler eklenerek baz kahve maliyeti hesaplanmıştır. Satış fiyatları hesaplanırken bu baz maliyetlerin üzerine Şirket'in çay segmentindeki satış gücüne bağlı olarak bir kar marjı eklenmiştir. Söz konusu kar marjı kahvenin alt türleri bazında birbirinden farklılık göstermektedir.

Tablo 17 : Ürünler Bazında Brüt Satışlar ve Net Satışlar

	Birim	2024 /1Ç	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
1.Çay Grubu	TL	596.353.260	4.880.296.249	7.309.144.174	10.265.330.422	13.649.728.985	17.381.858.67
Brüt Satışlara Oranı	%	59,6	61,4	61,2	61,0	60,8	60,2
2.Kömür Grubu	TL	221.063.214	1.904.555.713	2.718.415.549	3.633.461.246	4.592.273.936	5.652.623.10
Brüt Satışlara Oranı	%	22,1	24,0	22,8	21,6	20,4	19,2
3.Gübre Grubu	TL	171.249.178	984.808.875	1.374.938.811	1.909.823.300	2.549.781.201	3.331.895.50
Brüt Satışlara Oranı	%	17,1	12,4	11,5	11,3	11,4	11,2
4.Çatı GES - Samsun	TL	1.050.595	9.443.552	11.069.865	12.142.685	13.058.341	14.008.16
Brüt Satışlara Oranı	%	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
5.Malatya GES	TL	-	30.531.835	71.579.700	78.516.745	84.437.535	90.579.25
Brüt Satışlara Oranı	%	-	0,4	0,6	0,5	0,4	0,2
6.Kahve Grubu	TL	-	131.189.329	457.787.023	929.132.366	1.568.957.763	2.405.248.84
Brüt Satışlara Oranı	%	-	1,6	3,8	5,5	7,0	8,2
Brüt Satışlar	TL	1.001.056.401	7.952.165.707	11.942.935.122	16.828.406.764	22.458.237.761	28.876.213.54
İade ve İndirimler (-)	TL	9.460.191	135.676.634	203.765.527	287.119.467	383.173.366	492.674.27
İade ve İndirimler / Brüt Satışlar	%	0,9	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Net Satışlar	TL	991.596.210	7.816.489.074	11.739.169.595	16.541.287.297	22.075.064.395	28.383.539.27
Net Satışların Yıllık Değişimi	%	6,5	31,0	50,2	40,9	33,5	28,2

2021 – 2023 döneminde çay grubu brüt satışları toplam brüt satışların ortalama %50,2'sini oluşturmaktadır. Projeksiyon döneminde çay grubu brüt satışları yıllık bileşik %43,2 büyüme ile toplam brüt satışların ortalama %60,9'unu oluşturacağı varsayılmıştır.

2021 – 2023 döneminde kömür grubu brüt satışları toplam brüt satışların ortalama %28,8'ini oluşturmaktadır. Projeksiyon döneminde kömür grubu brüt satışları yıllık bileşik %25,2 büyüme ile toplam brüt satışların ortalama %21,7'sini oluşturacağı varsayılmıştır.

2021 – 2023 döneminde gübre grubu brüt satışları toplam brüt satışların ortalama %16,3'ünü oluşturmaktadır. Projeksiyon döneminde gübre grubu brüt satışları yıllık bileşik %37,9 büyüme ile toplam brüt satışların ortalama %11,6'sını oluşturacağı varsayılmıştır.

2023 yılının 2. yarısı faaliyete geçmiş olan Samsun GES ve 2024 yılının 2. yarısında faaliyete geçmesi planlanan Malatya GES'in satışlarının projeksiyon döneminde toplam brüt satışların ortalama %0,5'ini oluşturacağı tahmin edilmiştir.

2024 yılının son 5 ayında satışlara başlanması hedeflenen kahve grubunun projeksiyon döneminde toplam brüt satışların ortalama %5,3'nü oluşturacağı varsayılmış olup 2024 – 2028 yılları 4 yıllık bileşik büyümesi %106,9 olarak hesaplanmıştır.

2021 – 2023 döneminde iade ve indirimler toplam brüt satışların ortalama %1,7'sini oluşturmuştur. Bu oran projeksiyon dönemi boyunca sabit bırakılmıştır. Brüt satışlardan iade ve indirimler düşülerek projeksiyon dönemi net satışlarına ulaşılmıştır.

Tablo 18 : Satışların Maliyeti

	Birim	2024 / 1Ç	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
1.Çay Grubu	TL	463.232.750	3.969.401.473	5.939.000.761	8.336.077.260	11.070.123.886	14.082.068.153
Toplam Satışların Maliyetindeki Payı	%	55,7	61,9	61,8	61,0	60,4	59,6
2.Kömür Grubu	TL	176.228.776	1.438.536.203	2.132.409.970	2.941.406.775	3.809.013.613	4.766.650.964
Toplam Satışların Maliyetindeki Payı	%	21,2	22,4	22,2	21,5	20,8	20,2
3.Gübre Grubu	TL	163.341.430	852.764.659	1.140.540.402	1.582.692.242	2.110.825.213	2.764.604.802
Toplam Satışların Maliyetindeki Payı	%	19,6	13,3	11,9	11,6	11,5	11,7
4.Çatı GES - Samsun	TL	315.178	2.833.065	3.320.960	3.642.806	3.917.502	4.202.449
Toplam Satışların Maliyetindeki Payı	%	0,04	0,04	0,03	0,03	0,02	0,02
5.Malatya GES	TL	-	9.159.551	21.473.910	23.555.024	25.331.261	27.173.775
Toplam Satışların Maliyetindeki Payı	%	-	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1
6.Kahve Grubu	TL	-	109.601.683	379.251.461	769.735.246	1.299.795.523	1.992.616.855
Toplam Satışların Maliyetindeki Payı	%	-	1,71	3,94	5,64	7,10	8,43
Toplam Satışların Maliyeti	TL	831.410.972	6.410.589.472	9.615.997.464	13.657.109.351	18.319.006.998	23.637.316.999

2021 – 2023 döneminde çay grubu satış maliyetleri toplam satış maliyetlerinin %48,9'unu oluşturmaktadır. Projeksiyon döneminde çay grubu satış maliyetleri yıllık bileşik %43,1 büyüme ile toplam satışların maliyetinin ortalama %60,9'unu oluşturacağı varsayılmıştır.

2021 – 2023 döneminde kömür grubu satış maliyetleri toplam satış maliyetlerinin %28,9'unu oluşturmaktadır. Projeksiyon döneminde kömür grubu satış maliyetleri yıllık bileşik %28,0 büyüme ile toplam satışların maliyetinin ortalama %21,4'ünü oluşturacağı varsayılmıştır.

2021 – 2023 döneminde gübre grubu satış maliyetleri toplam satış maliyetlerinin %17,3'ünü oluşturmaktadır. Projeksiyon döneminde gübre grubu satış maliyetleri yıllık bileşik %35,6 büyüme ile toplam satışların maliyetinin ortalama %12'sini oluşturacağı varsayılmıştır.

2023 yılının 2. yarısı faaliyete geçmiş olan Samsun GES ve 2024 yılının 2. yarısında faaliyete geçmesi planlanan Malatya GES'in satış maliyetlerinin projeksiyon döneminde toplam satışların maliyetinin ortalama %0,2'sini oluşturacağı tahmin edilmiştir.

2024 yılının son 5 ayında satışlara başlanması hedeflenen kahve grubunun projeksiyon döneminde toplam satış maliyetlerinin ortalama %5,4'ünü oluşturacağı varsayılmış olup 2024 – 2028 yılları 4 yıllık bileşik büyümesi %106,5 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 19 : Brüt Kar

	Birim	2024 / 1Ç	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Brüt Satışlar	TL	1.001.056.401	7.952.165.707	11.942.935.122	16.828.406.764	22.458.237.761	28.876.213.543
Brüt Satışlardan İade ve İndirimler (-)	TL	9.460.191	135.676.634	203.765.527	287.119.467	383.173.366	492.674.272
Net Satışlar	TL	991.596.210	7.816.489.074	11.739.169.595	16.541.287.297	22.075.064.395	28.383.539.271
Yıllık Değişim	%	6,5	31,0	50,2	40,9	33,5	28,6
Satışların Maliyeti (-)	TL	831.410.972	6.410.589.472	9.615.997.464	13.657.109.351	18.319.006.998	23.637.316.999
Yıllık Değişim	%	1,7	28,2	50,0	42,0	34,1	29,0
Brüt Kar	TL	160.185.238	1.405.899.602	2.123.172.131	2.884.177.945	3.756.057.397	4.746.222.273
Yıllık Değişim	%	41,5	45,7	51,0	35,8	30,2	26,4
Brüt Kar Marjı	%	16,2	18,0	18,1	17,4	17,0	16,7

2021 – 2024 / 03 döneminde ortalama %13,7 olan brüt kar marjının, 2024 yılında faaliyete geçmesi hedeflenen ürün grupları ile birlikte, projeksiyon döneminde ortalama %17,4 seviyelerine çıkacağı tahmin edilmiştir.

Tablo 20 : Faaliyet Giderleri

	Birim	2024 / 1Ç	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Pazarlama Giderleri (-)	TL	22.392.473	176.071.377	255.960.860	348.729.479	449.464.474	557.427.111
Net Satışlara Oran	%	2,3	2,3	2,2	2,1	2,0	2,0
Genel Yönetim Giderleri (-)	TL	41.302.508	182.543.208	274.151.944	386.298.710	515.532.361	662.857.999
Net Satışlara Oran	%	4,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Toplam Faaliyet Gideri (-)	TL	63.694.981	358.614.585	530.112.804	735.028.188	964.996.835	1.220.285.109
Net Satışlara Oranı	%	7,7	5,6	5,5	5,4	5,3	5,2

2021 – 2024 / 03 döneminde Şirket'in pazarlama satış ve dağıtım giderleri ile genel yönetim giderlerinin net satışlar ile olan ilişkisi incelenmiştir. Pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin net satışlara olan oranının ortalaması 2021 – 2024 / 03 dönemi için %2,0 iken, genel yönetim giderleri tarafında bu oran %2,3 olarak hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi tahminleri yapılırken Şirket'in ürün çeşitlendirmesi ve yeni iş kollarına girmesi göz önünde bulundurulmuştur. Bu bağlamda pazarlama satış ve dağıtım giderlerinde ilk etapta artış yaşanacağından 2024 yılı için pazarlama, satış ve dağıtım giderinin net satışlara oranı geçmiş dönemde en yüksek olan %2,3 alınmış, ancak daha sonra 2021-2024 / 03 dönemi seviyelerine yakınsayacağı varsayılmıştır. Genel yönetim giderlerinde ise 2021 – 2024 / 03 döneminde net satışlara oranlarının ortalaması alınmış ve projeksiyon döneminde %2,3 oranı sabit bırakılmıştır. Böylelikle 2021 – 2024 / 03 döneminde toplam faaliyet giderlerinin net satışlara olan oranının ortalaması %5,0 iken, projeksiyon dönemi ortalaması %5,4 olarak tahmin edilmiştir.

Tablo 21 : Amortisman

	Birim	2024 / 1Ç	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Amortisman Tutarı	TL	13.377.937	66.489.442	99.856.960	140.705.239	187.777.236	241.439.049
Net Satışlar	TL	991.596.210	7.816.489.074	11.739.169.595	16.541.287.297	22.075.064.395	28.383.539.271
Net Satışlara Oranı	%	1,3	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9

Şirket'in 2021 – 2024 / 03 dönemi amortisman tutarlarının net satışlara olan oranının ortalaması %0,9 olarak hesaplanmaktadır. Projeksiyon dönemi için amortisman tutarı tahmin edilirken de bu oran net satışların fonksiyonu olarak kullanılmıştır.

Tablo 22 : Yatırımlar

Yatırımlar	Birim	2024 / 1Ç	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Tokat / Erbaa Üretim ve Depolama Tesisi	TL	22.488.500	81.052.000	49.000.000	56.000.000	44.800.000	40.600.000
Malatya / Arapgir GES Tesisi Kurulum	TL	9.600.000	81.375.000	98.425.000	44.640.000	35.960.000	32.240.000
Samsun / Tekkeköy Gübre Üretim Ekipman Alımı	TL		18.930.089	17.633.508	12.447.182	-	-
Toplam Yatırım	TL	32.088.500	181.357.089	165.058.508	113.087.182	80.760.000	72.840.000
Net Satışlar	TL	991.596.210	7.816.489.074	11.739.169.595	16.541.287.297	22.075.064.395	28.383.539.271
Net Satışlara Oranı	%	3,2	2,3	1,4	0,7	0,4	0,3

Şirket, Tokat ili Erbaa ilçesinde bitki ve meyve çayları, soğuk çay ile kahve üretim ve depolama tesisi yatırımına devam etmektedir. Malatya ili Arapgir ilçesinde yapacağı GES yatırımı için ise arsa alımını gerçekleştirmiş ve tesis kurulumu çalışmalarına başlamıştır. Ek olarak Şirket, Samsun ili Tekkeköy ilçesinde de gübre üretimi için ekipman yatırımı yapmaktadır. Tüm bu yatırımlar için projeksiyon dönemi nakit çıkışları Şirket'ten temin edilmiş ve değerlemeye dahil edilmiştir. Bu bağlamda, 2021 – 2024 / 03 döneminde yatırımların net satışlara olan oranının ortalaması %4,3 iken, projeksiyon dönemi ortalaması %1,0 olarak tahmin edilmiştir.

Tablo 23 : İşletme Sermayesi İhtiyacı

	Birim	2024 / 1Ç	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi	TL	1.182.519.577	1.314.403.791	1.979.760.744	2.397.106.411	2.675.219.479	2.766.209.392
Net Satışlara Oranı	%	119,3	19,2	16,9	14,5	12,1	9,7
Nakit Dışı Net İşletme Sermayesi Değişimi	TL	303.295.201	25.387.088	665.356.953	417.345.666	278.113.068	90.989.913

Şirket'in işletme sermayesi ihtiyacı tahmin edilirken 2021 – 2024 / 03 dönemi nakit dışı dönen varlıkları ile faiz yükü olmayan kısa vadeli yükümlülükleri incelenmiştir. Şirket'in ürünlerinin dönerselliği nedeniyle ilk çeyrekte yüksek olan nakit dışı net işletme sermayesi yıl sonuna doğru daha düşük seyrettiği görülmüştür. Bundan dolayı 2024 / 03 dönemi oranı dahil edilmeden 2021 - 2023 dönemi aralığında net işletme sermayesinin net satışlara olan oranının ortalaması %9,7 olan oran esas alınmıştır. 2023 yılında %21,6 olan bu oranın, tedrici olarak 5 yılda 2021 – 2023 dönemi ortalamasına yakınsayacağı varsayılmıştır.

Bu bağlamda net işletme sermayesinin net satışlara olan oranının projeksiyon dönemi ortalaması %14,50 olarak tahmin edilmiştir.

Tablo 24 : Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T
Risksiz Faiz Oranı	%31,47	%29,47	%27,47	%25,47	%23,47
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi	%7,0	%7,0	%7,0	%7,0	%7,0
Özkaynak Maliyeti	%38,47	%36,47	%34,47	%32,47	%30,47
Kaldıraç Oranı	%37,89	%37,89	%37,89	%37,89	%37,89
Borçlanma Maliyeti	%36,47	%34,47	%32,47	%30,47	%28,47
Finansal Vergi Oranı	%23,00	%23,00	%23,00	%23,00	%23,00
Düzeltilmiş Borçlanma Maliyeti	%28,08	%26,54	%25,00	%23,46	%21,92
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	%34,53	%32,70	%30,88	%29,05	%27,23

- Risksiz getiri oranı için referans olarak Türkiye 5 yıl vadeli TL tahvilinin 02.01.2024 – 03.06.2024 tarihleri arasındaki ortalama getiri oranı kullanılmıştır. Mevcut durumdaki makroekonomik beklentiler de göz önünde bulundurularak 2025 yılından itibaren kademeli olarak azaltılmıştır.
- Beta hesaplaması için pratikte alternatif yaklaşımlar kurgulanabilmekle birlikte, Şirket'in hisseleri henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan, istatistiki olarak hisseye özgü standart beta hesabı yapılamamaktadır. Buna bağlı olarak değerlendirme çalışmasında beta katsayısı 1 olarak kabul edilmiştir.
- Şirket'in 31.03.2024 tarihli finansal tabloları itibarıyla finansal kaldıraç¹ %37,89 olarak hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca sabit bırakılmıştır.
- Borçlanma maliyeti, Şirket'e özgü risk ve finansman koşulları göz önünde bulundurularak risksiz getiri oranı üzerine 500 baz puan risk primi eklenerek hesaplanmıştır.

Tablo 25 : İndirgenmiş Nakit Akımları

TL	2024T 3Ç	2025T	2026T	2027T	2028T	Devamı Eden Değer
Net Satışlar	6.832.512.292	11.739.169.595	16.541.287.297	22.075.064.395	28.383.539.271	
Satışların Maliyeti (-)	5.579.178.500	9.615.997.464	13.657.109.351	18.319.006.998	23.637.316.999	
Brüt Kar	1.253.333.792	2.123.172.131	2.884.177.945	3.756.057.397	4.746.222.273	
Brüt Kar Marjı	%18,34	%18,09	%17,44	%17,01	%16,72	
Faaliyet Gideri (-)	294.919.604	530.112.804	735.028.188	964.996.835	1.220.285.109	
FVÖK	958.414.188	1.593.059.328	2.149.149.757	2.791.060.562	3.525.937.163	
Amortisman	53.111.505	99.856.960	140.705.239	187.777.236	241.439.049	
FAVÖK	1.011.525.693	1.692.916.288	2.289.854.996	2.978.837.798	3.767.376.213	
FAVÖK Marjı	%14,80	%14,42	%13,84	%13,49	%13,27	
Vergi (-)	220.435.263	366.403.645	494.304.444	641.943.929	810.965.548	
NİS Değişimi	(277.908.113)	665.356.953	417.345.666	278.113.068	90.989.913	
Yatırımlar	149.268.589	165.058.508	113.087.182	80.760.000	72.840.000	
Serbest Nakit Akımı	919.729.953	496.097.182	1.265.117.704	1.978.020.801	2.792.580.752	13.192.249.989
AOSM	%34,5	%32,7	%30,9	%29,1	%27,2	%27,2
İndirgeme Dönemi	0,38	1,38	2,38	3,38	4,38	4,38
İndirgeme Faktörü	0,89	0,69	0,53	0,41	0,32	0,32
İndirgenmiş Nakit Akımları	822.912.503	344.167.491	665.976.049	801.201.535	882.763.305	4.170.204.993
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	3.517.020.883					
Devamı Eden Değer Büyüme Oranı	%5,00					

¹ [Finansal Borçlar / (Özkaynaklar + Finansal Borçlar)] formülasyonu ile finansal kaldıraç hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Devam Eden Değer	4.170.204.993
Firma Değeri	7.687.225.876
+ Nakit ve Nakit Benzerleri	72.188.504
- Finansal Borçlar	1.301.233.899
Özkaynak Değeri @31.03.2024	6.458.180.481
Özkaynak Değeri @03.06.2024	6.837.435.099

Projeksiyon dönemi boyunca AOSM ile indirgenmiş nakit akımları üzerinden Şirket'in 31.03.2024 tarihindeki firma değeri bulunmuş ve firma değerine nakit ve nakit benzerleri eklenip finansal borçlar çıkarılarak Şirket'in 31.03.2024 tarihindeki özsermaye değeri 6.458.180.481 TL olarak hesaplanmıştır. 31.03.2024 tarihli özsermaye değeri, değerlendirme tarihi olan 03.06.2024 tarihindeki karşılığına 2024 yılı özkaynak maliyeti kullanılarak getirilmiş ve özsermaye değeri 6.837.435.099 TL olarak hesaplanmıştır.

Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca Pazar Yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu yaklaşımda UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar madde 50.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

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

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yönteminde, Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler incelenmektedir. Burada emsal olarak alınacak şirketlerin benzer ürün veya hizmetleri üretmesi beklenmektedir. Bu yöntemde Şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin (Net Kar, Net Satışlar, Özkaynak, FAVÖK vb.) katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanılmasındaki en büyük zorluk, bire bir karşılaştırılabilir şirket bulunmasıdır. Çarpan analizi yönteminde kullanılan başlıca değerlendirme çarpanları aşağıda yer almaktadır.

- Firma Değeri / FAVÖK (FD / FAVÖK)
- Firma Değeri / Net Satışlar (FD / NS)
- Fiyat / Kazanç (F / K)
- Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD / DD)

Pazar yaklaşımı uygulaması üç ana süreçten meydana gelmektedir:

- Pazar yaklaşımı uygulanacak uygun benzer şirket ya da işlemlerin tespiti
- Uygun çarpanların / değerlerin tespiti
- Çarpanların tespit edilmiş baz değerlere uygulanarak şirket değeri tespiti.

düzeltilmiş FAVÖK'e ulaşılmıştır. Düzeltilmiş net kara ulaşabilmek için de yine aynı şekilde net kar tutarından esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerin net etkisi düşülmüş, daha sonra yatırım faaliyetlerinden gelir ve giderlerin net etkisi de elimine edilmiştir. Böylelikle 2023 / 03 ve 2024 /03 döneminin yıllıklandırılmış düzeltilmiş FAVÖK, düzeltilmiş net karı ve 31.04.2024 döneminin özkaynak tutarları baz / gösterge değerler olarak değerlendirilmiştir.

Tablo 27: BİST Sınai Endeksi Şirket Çarpanları

BİST SINAI			
Şirket Kodu	FD / FAVÖK	F / K	PD / DD
AVOD	11,6	56,5	1,0
ACSEL	74,8	42,1	4,2
ADEL	27,4	35,6	11,3
AFYON	6,8	5,1	1,1
AGROT	84,9	14,6	3,3
AKCNS	7,5	15,1	1,7
ATEKS	0,0	0,0	1,7
AKSA	8,9	19,3	2,1
ALCAR	213,6	0,0	8,8
ALKA	10,1	57,2	4,1
ALKIM	7,7	20,2	2,1
ALMAD	24,5	0,0	2,5
ALVES	20,6	33,1	10,3
AEFES	5,8	5,7	1,7
ASUZU	18,0	15,6	2,4
ANGEN	45,3	0,0	2,2
ARCLK	8,5	17,6	2,0
ARSAN	0,0	6,6	0,8
ARTMS	22,7	647,3	5,2
ASTOR	14,4	19,5	6,7
ATAKP	9,5	21,9	2,1
AYGAZ	29,9	7,5	1,0
BAGFS	0,0	0,0	0,7
BAKAB	14,3	82,3	1,7
BNTAS	6,2	6,4	1,7
BANVT	9,0	17,2	5,2
BARMA	14,4	41,7	2,5
BTCIM	17,4	13,3	2,2
BSOKE	26,7	12,1	2,8
BAYRK	161,8	123,1	19,7
BRKSN	9,3	15,9	3,0
BIENY	11,4	114,2	1,4
BLCYT	6,7	4,7	0,9
BMSTL	22,9	272,3	2,7

BMSCH	11,4	35,9	1,2
BOBET	5,2	8,4	2,0
BORSK	7,7	8,1	4,5
BRSAN	14,6	22,6	2,5
BFREN	374,8	0,0	218,5
BOSSA	25,9	9,6	2,2
BRISA	8,4	8,8	2,2
BURCE	23,4	48,8	4,1
BURVA	0,0	328,0	22,5
BUCIM	4,6	6,7	1,4
BVSAN	10,5	16,3	3,9
CCOLA	12,5	10,1	4,6
CVKMD	25,4	61,5	5,3
CELHA	32,3	56,5	6,2
CEMAS	56,4	0,0	1,0
CEMTS	4,5	23,2	1,2
CMBTN	30,1	68,8	15,2
CIMSA	9,5	11,6	1,4
CUSAN	50,9	0,0	2,1
DAGI	10,7	10,4	1,0
DARDL	0,0	0,0	0,9
DMSAS	25,7	11,0	1,7
DERIM	14,7	215,4	11,5
DESA	7,9	14,4	4,4
DEVA	12,5	5,7	1,3
DNISI	40,1	130,2	2,6
DITAS	0,0	0,0	4,9
DMRGD	20,2	20,7	2,0
DOFER	30,7	20,1	3,7
DGNMO	4,8	7,1	2,3
DOGUB	0,0	0,0	10,8
DOKTA	10,7	25,9	2,1
DURDO	9,1	13,0	1,4
DYOBY	9,0	15,6	1,4
EGEEN	40,6	57,4	9,9
EGGUB	6,4	11,5	1,0
EGPRO	6,5	32,2	3,6
EGSER	1,8	0,0	1,2
EPLAS	19,2	19,4	0,7
EKOS	44,9	69,5	5,5
EKSUN	13,2	0,0	2,2
ELITE	22,6	29,1	4,6
EMKEL	99,2	0,0	3,1

ENSRI	37,2	15,2	4,2
ERBOS	11,7	0,0	2,1
ERCB	19,1	95,6	2,9
EREGL	10,5	18,2	0,8
ERSU	55,8	0,0	2,9
TEZOL	16,5	332,3	2,8
EUREN	23,4	17,3	2,6
EUPWR	15,8	33,5	4,3
FADE	39,2	10,1	1,3
FMIZP	94,9	113,3	18,5
FROTO	10,8	7,6	4,2
FORMT	39,7	0,0	1,8
FRIGO	6,4	0,0	2,1
GEDZA	5,4	14,7	2,0
GENTS	4,4	18,5	1,5
GEREL	163,4	0,0	7,3
GIPTA	25,6	32,8	2,8
GOODY	3,7	0,0	1,8
GOKNR	7,9	26,9	1,7
GOLTS	6,9	4,7	1,5
GUBRF	23,2	0,0	3,8
HATEK	0,0	0,0	0,7
HATSN	22,5	17,1	4,6
HEKTS	0,0	0,0	5,0
HKTM	20,0	0,0	4,3
ISKPL	13,1	20,9	1,8
IHEVA	8,0	0,0	1,3
IMASM	14,7	229,9	3,2
IPEKE	0,2	56,4	1,5
ISDMR	11,3	11,4	1,1
ISSEN	7,6	17,1	1,4
IZINV	0,0	0,0	4,7
IZMDC	14,7	8,9	0,6
IZFAS	50,9	0,0	15,1
JANTS	17,4	42,2	5,9
KLKIM	10,3	25,9	4,6
KLSEK	96,5	85,4	3,3
KAPLM	80,6	0,0	5,9
KRDMA	8,0	17,8	0,8
KRDMB	7,4	16,5	0,7
KRDMD	10,0	21,9	0,9
KARSN	18,9	17,2	2,1
KRTEK	9,2	8,2	1,0

KARTN	0,0	0,0	7,3
KATMR	0,0	0,0	0,7
KAYSE	13,8	4,7	1,4
KERVT	5,4	15,5	1,3
KRVGD	11,2	21,6	1,8
KMPUR	10,6	23,0	5,2
KLMSN	38,3	39,3	0,8
KCAER	16,3	29,2	4,9
KOCMT	11,4	114,6	1,8
KLSYN	4,9	121,3	2,1
KNFRT	12,8	21,1	2,9
KONYA	64,0	61,2	16,8
KONKA	27,8	20,3	1,3
KORDS	13,8	98,6	1,3
KRPLS	16,9	0,0	2,3
KOZAL	23,5	168,3	3,3
KOZAA	4,0	53,7	1,5
KOPOL	10,5	19,1	2,5
KRSTL	10,8	0,0	2,0
KBORU	16,2	37,0	4,8
KUTPO	8,8	87,2	1,6
KTSKR	9,2	14,2	1,2
LILAK	9,2	78,3	3,5
LMKDC	9,1	9,4	6,8
LUKSK	46,7	25,9	4,3
MAKIM	11,8	22,4	5,4
MAKTK	12,7	13,3	1,9
MRSHL	60,9	0,0	29,0
MEDTR	9,6	149,8	2,6
MEGMT	10,5	22,3	2,9
MEGAP	4,3	9,9	2,0
MEKAG	19,6	34,9	4,5
MNDRS	9,0	3,5	0,5
MERCN	11,4	37,9	1,8
MERKO	3,7	36,1	1,9
MNDTR	14,8	10,2	3,0
NIBAS	669,3	28,6	2,3
NUHCM	12,9	19,4	2,9
OBAMS	23,2	13,3	3,9
OFSYM	7,0	44,1	3,4
ONCSM	0,0	0,0	14,9
ORCAY	9,8	0,0	2,8
OTKAR	45,5	33,2	8,7

OYAKC	7,6	9,2	2,8
OYLUM	7,5	6,6	2,1
OZRDN	8,4	8,8	4,9
OZSUB	17,9	0,0	3,2
OZYSR	12,3	18,3	2,7
PNLSN	11,1	26,6	4,9
PRKME	12,6	10,3	1,3
PARSN	14,3	35,4	1,1
PENGD	57,3	0,0	0,5
PETKM	0,0	4,7	1,0
PETUN	25,2	7,9	0,8
PINSU	15,4	12,8	2,3
PNSUT	0,0	13,7	0,6
POLTK	680,0	0,0	292,1
PRZMA	235,8	19,2	3,5
QUAGR	7,2	22,1	1,2
RNPOL	14,0	0,0	1,7
RODRG	71,9	88,2	12,6
RTALB	0,0	0,0	1,0
RUBNS	5,9	21,0	1,3
SAFKR	8,8	13,6	2,5
SNICA	7,7	12,0	1,8
SANFM	21,5	44,4	6,8
SAMAT	0,0	287,4	5,4
SARKY	12,2	11,5	2,6
SASA	33,5	10,2	2,9
SAYAS	27,4	43,7	9,5
SEKUR	13,7	0,0	2,5
SELGD	61,2	23,7	8,8
SELVA	21,2	5,7	0,9
SEYKM	53,3	0,0	3,6
SILVR	0,0	0,0	2,3
SOKE	10,4	0,0	2,4
SKTAS	0,0	0,0	0,8
SUNTK	8,0	36,4	2,7
TARKM	28,0	0,0	7,9
TATGD	0,0	0,0	1,3
TMPOL	19,0	58,5	2,4
TETMT	0,0	210,2	149,0
TOASO	7,2	10,2	4,3
TUCLK	22,4	7,8	1,6
TUKAS	6,6	9,3	1,5
MARBL	13,6	26,1	2,3

TMSN	11,4	21,6	3,2
TUPRS	3,3	6,6	1,5
TRILC	17,1	44,7	3,8
PRKAB	25,5	0,0	8,2
TTRAK	6,9	10,7	7,5
ULUSE	42,4	203,9	36,5
ULUUN	5,5	0,0	0,8
USAK	10,5	11,9	0,8
ULKER	6,8	16,1	2,5
VANGD	0,0	0,0	3,5
VESTL	5,5	19,9	0,8
VESBE	5,4	8,1	1,8
VKING	0,0	0,0	7,4
YAPRK	29,7	40,3	15,0
YATAS	6,1	7,7	1,2
YYLGD	11,8	26,2	2,0
YKSLN	14,6	0,0	4,1
YUNSA	9,9	9,4	2,0

Kaynak: Finnet, 03.06.2024

	FD / FAVÖK	F / K	PD / DD
Medyan	11,5	14,9	2,4
Alt Sınır	5,8	7,4	1,2
Üst Sınır	23,0	29,8	4,8
Eliminasyon Sonrası Medyan	10,8	15,6	2,3

BİST Sınai Endeksi Şirketleri grubunda 224 şirket olup uç değer eliminasyonu öncesi medyan FD / FAVÖK, F / K ve PD / DD değerleri sırasıyla 11,5 – 14,9 – 2,4 olarak hesaplanmıştır. İlgili çarpanlar için medyan değerlerin yarısı alt sınır, iki katı ise üst sınır olarak belirlenip bu sınırlar dışarısında kalan değerler uç değer olarak kabul edilmiş ve değerlemeye dahil edilmemiştir. Bu bağlamda BİST Sınai Endeksi Şirketleri grubunda eliminasyon sonrası medyan değerler FD / FAVÖK, F / K ve PD / DD çarpanları için sırasıyla 10,8 – 15,6 – 2,3 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 28: BİST Sınai Endeksi Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

Çarpan	Katsayı	Gösterge (TL)	Değer (TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Değer (TL)
FD / FAVÖK	10,81	803.008.025	7.451.471.357	%33	2.458.985.548
F / K	15,62	230.467.383	3.599.900.526	%33	1.187.967.173
PD / DD	2,31	2.132.983.875	4.927.192.751	%33	1.625.973.608
TOPLAM				%100	5.272.926.329

BİST Sınai Endeks Şirketleri grubu çarpanlarına göre özsermaye değerini hesaplayabilmek için eliminasyon sonrası medyan çarpanlar Şirket'in değerlemeye konu ilgili finansal verisi ile çarpılmış ve daha sonra belirlenen ağırlıkta toplama dahil edilmiştir. FD / FAVÖK için hesaplanan değerlere 31.03.2024 dönemine ait net borç (nakit) düzeltilmesi yapılmıştır.

Tablo 29: BİST Ticaret Endeksi Şirket Çarpanları

BİST TİCARET			
Şirket Kodu	FD / FAVÖK	F / K	PD / DD
ARZUM	6,6	36,7	4,1
BIMAS	23,1	19,5	4,4
BIZIM	0,0	41,4	1,5
CRFSA	18,3	16,6	2,7
DOAS	2,7	3,7	1,2
EBEBK	8,7	44,0	2,3
GENIL	15,9	23,5	3,1
GMTAS	6,4	359,4	0,8
GRTRK	18,0	14,0	2,5
INTEM	14,1	58,1	10,3
KIMMR	5,0	7,3	1,5
KOTON	6,5	11,5	5,2
MAVI	7,4	21,5	6,1
MEPET	4,7	4,8	0,7
MGROS	30,8	11,6	2,1
MIPAZ	0,0	0,0	9,1
PSDTC	55,4	43,7	9,8
SANKO	0,0	9,9	2,8
SELEC	5,4	132,9	2,0
SUWEN	12,1	33,7	7,8
SOKM	16,0	10,5	1,4
TKNSA	7,3	19,4	2,5
TGSAS	21,2	43,5	8,2
VAKKO	8,1	9,4	3,5

Kaynak: Finnet, 03.06.2024

	FD / FAVÖK	F / K	PD / DD
Medyan	7,7	19,5	2,8
Alt Sınır	3,9	9,7	1,4
Üst Sınır	15,4	39,0	5,6
Eliminasyon Sonrası Medyan	7,0	18,0	2,5

BİST Ticaret Endeksi Şirketleri grubunda 24 şirket olup uç değer eliminasyonu öncesi medyan FD / FAVÖK, F / K ve PD / DD değerleri sırasıyla 7,7 – 19,5 – 2,8 olarak hesaplanmıştır. İlgili çarpanlar için medyan değerlerin yarısı alt sınır, iki katı ise üst sınır olarak belirlenip bu sınırlar dışarısında kalan değerler

uç değer olarak kabul edilmiş ve değerlemeye dahil edilmemiştir. Bu bağlamda BİST Ticaret Endeksi Şirketleri grubunda eliminasyon sonrası medyan değerler FD / FAVÖK, F / K ve PD / DD çarpanları için sırasıyla 7,0 – 18,0 – 2,5 olarak hesaplanmıştır.

Tablo 30: BİST Ticaret Endeksi Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

Çarpan	Katsayı	Gösterge (TL)	Değer (TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Değer (TL)
FD / FAVÖK	6,95	803.008.025	4.351.860.380	%33	1.436.113.925
F / K	18,00	230.467.383	4.148.412.898	%33	1.368.976.256
PD / DD	2,47	2.132.983.875	5.268.470.171	%33	1.738.595.157
TOPLAM				%100	4.543.685.338

BİST Ticaret Endeks Şirketleri grubu çarpanlarına göre özsermaye değerini hesaplayabilmek için eliminasyon sonrası medyan çarpanlar Şirket'in değerlemeye konu ilgili finansal verisi ile çarpılmış ve daha sonra belirlenen ağırlıkta toplama dahil edilmiştir. FD / FAVÖK için hesaplanan değerlere 31.03.2024 dönemine ait net borç (nakit) düzeltmesi yapılmıştır.

Tablo 31: Pazar Yaklaşımı Değer Özeti

Pazar Yaklaşımı Özet (TL)	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	Ağırlıklı Özsermaye Değeri
BİST Sınai Endeks Şirketleri	5.272.926.329	%40	2.109.170.532
BİST Ticaret Endeks Şirketleri	4.543.685.338	%60	2.726.211.203
Toplam		%100	4.835.381.735

Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi kapsamında BİST Sınai Endeksi Şirketleri ve BİST Ticaret Endeksi Şirketleri olmak üzere iki farklı çarpan grubu ve Şirket'in finansal bilgileri ile hesaplanan özsermaye değerleri yukarıdaki tabloda gösterilmektedir. İki grup için ayrı ayrı hesaplanan özsermaye değerlerine BİST Sınai Endeksi Şirketlerine %40, BİST Ticaret Endeksi Şirketlerine %60 ağırlık verilerek toplamda 4.835.381.735 TL ağırlıklı özsermaye değerine ulaşılmıştır.

6. SONUÇ

Yukarıda yer verilen değerleme sonuçlarının Şirket'in değerini makul bir şekilde yansıttığı düşünülmektedir.

Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı sonucunda bulunan özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 32: Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri

Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	Ağırlıklı Özsermaye Değeri
1.Gelir Yaklaşımı	6.837.435.099	%40	2.734.974.040
2.Pazar Yaklaşımı	4.835.381.735	%60	2.901.229.041
2.1. BİST Sınai Endeksi Şirketleri	5.272.926.329	%40	2.109.170.532
2.2. BİST Ticaret Endeksi Şirketleri	4.543.685.338	%60	2.726.211.203
Toplam (1+2)			5.636.203.080
3.Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller			685.228.667
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (1+2+3)			6.321.431.747

Yapılan ağırlıklandırma ile toplam özsermaye değeri 5.636.203.080 TL olarak hesaplanmış ve bulunan bu değere yatırım amaçlı gayrimenkullerin 31.03.2024 tarihi itibarıyla bilançoda kayıtlı değeri eklenerek² halka arz öncesi özsermaye değeri 6.321.431.747 TL olarak hesaplanmıştır. Halka arz pay fiyatı ve iskonto oranı aşağıda hesaplanmıştır.

Tablo 33: Halka Arz Pay Fiyatı ve İskonto Hesabı

Halka Arz Senaryosu	(TL)
Çıkarılmış Sermaye	300.000.000
Sermaye Artırımı	63.000.000
Ortak Satışı	27.000.000
Yeni Sermaye	363.000.000
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	6.321.431.747
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Pay Değeri	21,07
Halka Arz İskontosu	%31,19
İskonto Sonrası Özsermaye Değeri	4.350.000.000
İskonto Sonrası 1 TL Nominal Pay Değeri	14,50
Halka Arza Konu Nominal Paylar	90.000.000
Halka Açıklık Oranı	%24,8
Halka Arz Büyüklüğü	1.305.000.000

Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi piyasa değerleri dikkate alındığında, halka arz öncesi pay başına değer üzerinden halka arz iskonto oranı %31,19 olarak hesaplanmaktadır.

Ek 1: Yetkinlik Beyanı

Ek 2: Sorumluluk Beyanı

Ek 3: Lisans Belgeleri

² Piyasa Yaklaşımı kapsamında yapılan çarpan analizinde yatırım amaçlı gayrimenkullerden elde edilen gelir ve giderler göz ardı edilmiştir. Gelir yaklaşımında ise, projeksiyon döneminde yatırım amaçlı gayrimenkullerden elde edilebilecek gelir ve giderler dahil edilmemiştir. Bu bağlamda 31.03.2024 dönemi itibarıyla Şirket'in bilançosunda gerçeğe uygun değeri ile muhasebeleştirilen yatırım amaçlı gayrimenkuller toplam değere eklenmiştir.

Ek 1: Yetkinlik Beyanı

T.C. SERMAYE PİYASASI KURULU Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı

3 Haziran 2024

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Efor Çay Sanayi Ticaret A.Ş.'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 3 Haziran 2024 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul Kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Kurul'ca geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş olarak, değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen en az 10 çalışana,
- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğumuzu;

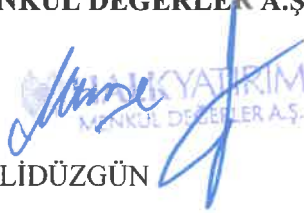
Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlamış olduğu III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

HALK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Menevşe ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN

Müdür



Zafer MUSTAFAOĞLU

Genel Müdür Yardımcısı

Ek 2: Sorumluluk beyanı

T.C. SERMAYE PİYASASI KURULU Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı

3 Haziran 2024

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden; Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 3 Haziran 2024 tarihli Efor Çay Sanayi Ticaret A.Ş.'nin Fiyat Tespit Raporumuzda 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,

HALK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.



Menevşe ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN

Müdür

Zafer MUSTAFAOĞLU

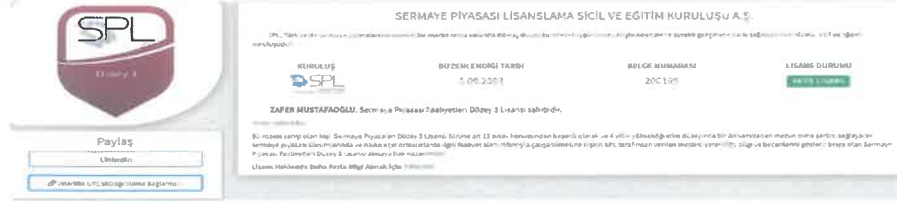
Genel Müdür Yardımcısı

Ek 3: Lisans Belgeleri

Zafer Mustafaoğlu

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

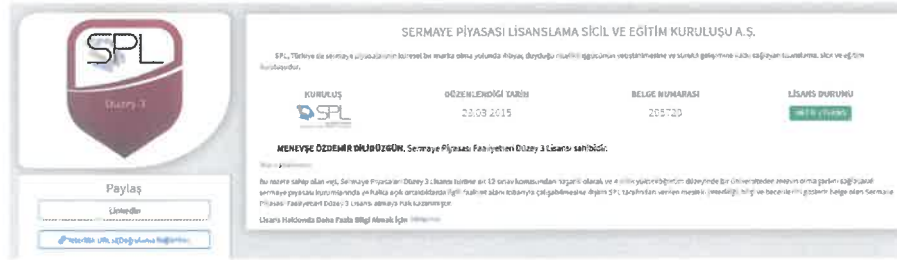
<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/8EEBF3F3-5FEB-48F0-9CD7-245411666572>



Menevşe Özdemir Dilidüzgün

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/534B8278-8DD9-4641-B749-86BF93FEFF0C>



SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/F15C3B95-56CE-40A5-BD60-BA43E7D2EFF1>



SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kredi Derecelendirme Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/B19B8FBD-D715-4813-963B-45E4915E31CA>



SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kurumsal Yönetim Derecelendirme Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/6B21CC6D-B5FD-41F6-87B2-707B83A9B3D7>



Gizem Ermiş

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/B752EF97-C6C2-455C-BB4B-64AB40C55C64>



SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/EA1D5641-17C3-41DD-B9F9-67069520ED27>

