



Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
Fiyat Tespit Raporu

24 Şubat 2023

| | |
|---|-----------|
| RAPOR ÖZETİ | 6 |
| Raporun Amacı | 6 |
| Etik İlkeler | 6 |
| Sınırlayıcı Şartlar | 6 |
| Sorumluluk Beyanı | 7 |
| 1. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ | 8 |
| Genel Bakış | 8 |
| Tarihçe | 9 |
| Hissedarlık Yapısı | 9 |
| Kanal Bazında Satışlar | 9 |
| Ürün Bazında Satışlar | 12 |
| Üretim Süreçleri ve Tesisleri | 13 |
| Özet Mali Durum | 14 |
| 2. SEKTÖREL BİLGİLER | 20 |
| 3. ŞİRKET'İN AVANTAJLARI | 25 |
| 4. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ | 27 |
| İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi | 27 |
| Piyasa Çarpanları Analizi | 27 |
| 5. DEĞERLEMEYE İLİŞKİN ÖNEMLİ HUSUSLAR | 28 |
| Değerlemede Esas Alınan Finansal ve Operasyonel Veriler | 28 |
| Net Finansal Borç Pozisyonu | 28 |
| 1.1 Projeksiyonlar | 28 |
| 2. BENZER ŞİRKETLER | 34 |
| 3. EKSUN GIDA DEĞERLEMESİ | 35 |
| 3.1 Piyasa Çarpanları Analizi | 35 |
| 3.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi | 38 |
| 4. SONUÇ | 39 |

Tablolar

| | |
|---|----|
| Tablo 1: Şirket'in Güncel Pay Sahipliği | 9 |
| Tablo 2: Toplam Satışların (Tutar- Milyon TL) Kanal Bazlı Oransal Dağılım | 11 |
| Tablo 3: Toplam Satışların (Miktar-Ton) Kanal Bazlı Oransal Dağılımı | 12 |
| Tablo 4: Toplam Satışların (Tutar-TL) Ürün Bazlı Oransal Dağılımı | 12 |
| Tablo 5: Üretim Tesisleri 2019-2020-2021-2022 Yılları Kapasite Kullanım Oranları | 14 |
| Tablo 6: Şirketin Özet Finansalları I | 14 |
| Tablo 7: Şirketin Özet Finansalları II | 15 |
| Tablo 8: Faaliyet Gelir ve Giderleri | 16 |
| Tablo 9: Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler | 17 |
| Tablo 10: Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler | 17 |
| Tablo 11: FAVÖK | 17 |
| Tablo 12: Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler ve Giderler | 18 |
| Tablo 13: Finansman Geliri ve Giderleri | 18 |
| Tablo 14: Türkiye Ekim & Hasat ve Üretim Miktarı | 23 |
| Tablo 15: Türkiye (Ekmeklik/Kızıl ve Durum Buğday Unu) Üretim (Ton) | 24 |
| Tablo 16: Türkiye Perakende Un Pazarı | 24 |
| Tablo 17: FAVÖK Hesaplaması | 28 |
| Tablo 18: Şirket'in Net Borç Pozisyonu (30.09.2022) | 28 |
| Tablo 19: Makro Varsayımlar | 29 |
| Tablo 20: Şirket Satış Hacmi Projeksiyonu | 30 |
| Tablo 21: Hasılat Projeksiyonu | 30 |
| Tablo 22: Faaliyet Giderleri | 31 |
| Tablo 23: Gelir Tablosu | 31 |
| Tablo 24: İşletme Sermayesi | 32 |
| Tablo 25: Yatırımlar | 33 |
| Tablo 26: Elektrik Üretimi ve Tüketimi | 33 |
| Tablo 27: Amortisman | 33 |
| Tablo 28: Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti | 34 |
| Tablo 29: Yabancı Benzer Şirket Açıklamaları | 34 |
| Tablo 30: Yabancı Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanı | 35 |
| Tablo 31: Yabancı Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı | 35 |
| Tablo 32: Yerli Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanı | 36 |
| Tablo 33: Yerli Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı | 36 |
| Tablo 34: FD/FAVÖK Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri | 36 |
| Tablo 35: Yabancı Benzer Şirketler FD / Satışlar Çarpanı | 37 |
| Tablo 36: Yabancı Benzer Şirketler FD / Satışlar Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı | 37 |
| Tablo 37: Yerli Benzer Şirketler FD / Satışlar Çarpanı | 37 |
| Tablo 38: Yerli Benzer Şirketler FD / Satışlar Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı | 38 |
| Tablo 39: FD/Satışlar Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri | 38 |
| Tablo 40: Piyasa Çarpanları Analizi Özet | 38 |
| Tablo 41: İndirgenmiş Nakit Analizi | 38 |
| Tablo 42: Değerleme Yöntemleri Sonuçları | 39 |
| Tablo 43: Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı | 39 |

KISALTMALAR

| KISALTMA | TANIM |
|--|---|
| ABD Doları, USD | Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi |
| Albaraka - Eksim GYF | Albaraka Portföy Yönetimi A.Ş. Eksim Gayrimenkul Yatırım Fonu |
| Altınapa Değirmencilik | Altınapa Değirmencilik Ticaret ve Sanayi A.Ş. |
| Aracı Kurum veya Yapı Kredi Yatırım | Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. |
| AR-GE | Araştırma geliştirme |
| Atılım Unlu Mamuller | Atılım Unlu Mamuller Sanayi ve Ticaret A.Ş. |
| Big Bag | Sanayi tipi büyük çuval |
| Borsa İstanbul | Borsa İstanbul A.Ş. |
| Covid-19 | Aralık 2019'da başlayan Çin'in Hubei bölgesinin başkenti olan Vuhan kökenli SARS-CoV- olarak adlandırılan yeni tip korona virüsün neden olduğu ve 11 Mart 2020'de Dünya Sağlık Örgütü tarafından ilan edilen Covid-19 pandemisi |
| EDT | Ev Dışı Tüketim Kanalı |
| Eksim Yatırım Holding | Eksim Yatırım Holding A.Ş. |
| Elektrik Piyasası Kanunu | 14.03.2013 tarihli ve 28603 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 6446 sayılı Elektrik Piyasası Kanunu |
| Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı | T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı |
| Esas Sözleşme | Eksun Gıda Tarım Sanayi Ve Ticaret A.Ş.'nin Esas Sözleşmesi |
| FAVÖK | Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar |
| GES | Güneş Enerjisi Santrali |
| Halka Arz Edilecek Paylar | Yeni Paylar olmak üzere toplam 20.042.502 TL nominal değerli 20.042.502 adet B Grubu pay |
| HoReCa | Hotel – Restaurant - Cafe |
| IGC | Uluslararası Tahıl Konseyi |
| ISO 9001 | ISO 9001 Kalite Yönetim Sistem Belgesi |
| Kg/kg | Kilogram |
| Kraft | Mukavemetli kağıt çuval |
| Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliği | 12.05.2019 tarihli ve 30772 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Elektrik Piyasasında Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliği |
| Merkez Ofis | Şirket'in Fahrettin Kerim Gökay Cad. No:36, Altunizade, Üsküdar/İstanbul'da bulunan merkez ofisi |
| Muratlı Fabrika Buğday İşleme Tesisi | Şirket'in, İstiklal Kurtpınar OSB Mah. Atatürk Cad. No: 10/1 Muratlı/Tekirdağ adresinde bulunan üretim tesisi |
| Muratlı Fonksiyonel Un Karışımlar Tesisi | Şirket'in İstiklal Kurtpınar OSB Mah. Atatürk Cad. No: 21/1 Muratlı/Tekirdağ adresinde bulunan üretim tesisi |
| MT | Metrik Ton |
| MWm | Mekanik Güç |
| Nielsen IQ Raporu | Şirket'in talebi üzerine 20.01.2023 tarihli Nielsen'den istenilen 2022 Ocak-Eylül dönemi un sektörüne ilişkin pazar payı raporu |
| RES | Rüzgar Enerji Santrali |
| Selçuklu Fabrika Buğday İşleme Tesisi | Şirket'in Horozluhan Mah. Ankara Cad. No: 159/1 Selçuklu/Konya adresinde bulunan üretim tesisi |
| Şirket/İhraççı/ | Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi |

| KISALTMA | TANIM |
|---------------------|--|
| Eksun Gıda | |
| TL veya Türk Lirası | Türk Lirası |
| TMO | Toprak Mahsulleri Ofisi |
| Ümraniye Şubesi | Şirket'in Şerifali Mah. Burhan Sok. No: 1, İç Kapı No: 3, Ümraniye/İstanbul adresinde bulunan şubesi |
| ÜR-GE | Ürün geliştirme |

RAPOR ÖZETİ

Raporun Amacı

Bu rapor, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Yapı Kredi Yatırım") ile Eksun Gıda Tarım Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Şirket") arasında 09.09.2022 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi 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 ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarihli ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesine uygun olarak belirlenmesi amacıyla 15.01.2016 tarih ve G-028 (286) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Ayrıca Yapı Kredi Yatırım, 13.01.2022 tarihli ve 2/56 sayılı Kurul kararı uyarınca Sermaye Piyasası Mevzuatı kapsamındaki Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar Listesi'nde yer almak amacıyla başvurusunu gerçekleştirmiş olup, rapor tarihi itibarıyla, 06.10.2022 tarihli ve 58/1477 sayılı Kurul kararı uyarınca Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar Listesi'nde yer almaktadır.

İşbu fiyat tespit raporunu hazırlayan ekip, 8 yılın üzerinde Kurumsal Finansman tecrübesi, 4 yılın üzerinde İş Geliştirme tecrübesi olmak üzere 12 yılın üzerinde tecrübesi olan ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge No: 206621) sahibi, Boğaziçi Üniversitesi Elektrik-Elektronik Mühendisliği lisans mezunu Yapı Kredi Yatırım Kurumsal Finansman Müdürü Gökhan Köroğlu tarafından yönetilmiştir.

Etik İlkeler

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

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- 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 görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına Vezin Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından 30 Eylül 2022, 2021, 2020, 2019 hesap dönemleri için hazırlanan bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin iş planı, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ve Yapı Kredi Yatırım'ın analizlerine dayanmaktadır.

Yapı Kredi Yatırım değerlendirme 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 Yapı Kredi Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuk olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

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

Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Sorumluluk Beyanı

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

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

1. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Genel Bakış

Şirket, 1996 yılında, Tekirdağ'da Eksun Tarım Ürünleri Hayvancılık Gıda Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi olarak kurulmuştur. Şirket ünvanı, 2001 yılında anonim şirkete dönüştürülmüştür.

Şirket'in temel faaliyet alanı, her türlü un ve unlu mamuller, katkılı un, her türlü en alt müsli, miks unlar, tam karışım veya premiksler, nişasta, pişirme yardımcıları, her türlü katkıları ve pastacılık mamullerini imal etmek, alıp satmak, ithal ve ihraç etmek, transit ticaretini yapmaktır.

Şirket'in merkezi İstanbul ili, Üsküdar ilçesi, Altunizade'dedir. Şirket, Tekirdağ'da 2 adet ve Konya'da 1 adet olmak üzere toplamda 3 tesis ile üretim faaliyetlerinde bulunmaktadır.

Şirket, yaklaşık 600 bin mt/yıl kurulu üretim kapasitesiyle, yaklaşık 500 bin mt/yıl yerli ve ithal buğdayın tedariki, depolanması, üretimi ve un haline getirilerek, hem kendi markaları hem de özel markalı olarak paketlenmesi, sevkiyatı, satışı, tahsilatı, satış sonrası kalite destek operasyonlarıyla iç ve dış piyasaya ürünlerinin arzını gerçekleştirmektedir.

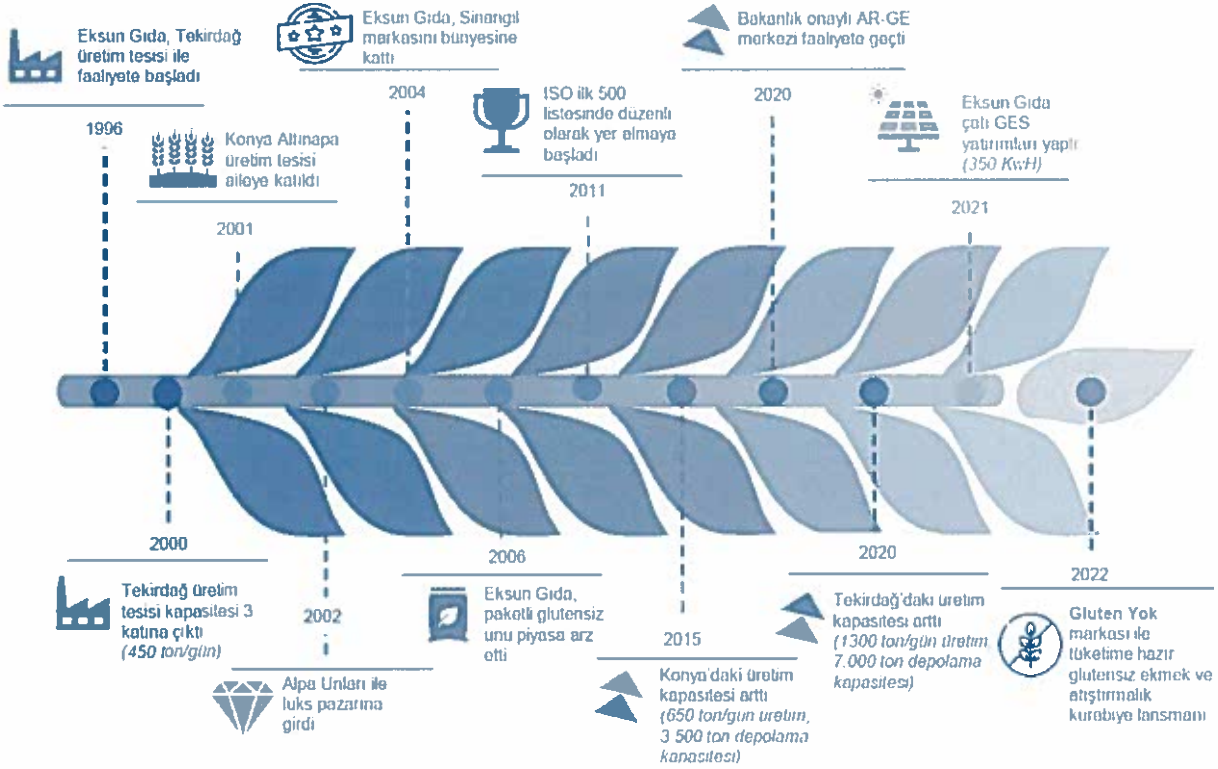
Şirket, ürettiği tüm ürünlerin hammaddesini yıl boyunca planlı tedarik etmekte, yurt içi ve yurt dışı pazarda verdiği satış sonrası uygulamaları ile imalathaneler (fırınlara, pide salonları, pastane, baklava ve börekçiler, oteller vb.) ve tüketicilere destek vermektedir.

Şirket, 2021 yılı ISO ilk 500 listesi içerisinde, üretimden satışlara göre 324. sırada yer almaktadır. Şirket, Nielsen 2022 Eylül Perakende Araştırma Raporu'na göre, Ocak-Eylül arası 9 aylık dönemde Toplam Perakende Un Pazarı'nda %8,1 tonaj payı ve %9,7 hasılat payı ile (market markaları toplamı hariç tutulmaktadır) pazar lideri konumundadır.

Şirket'in merkez ve üretim tesis bilgileri aşağıda yer almaktadır:

- **İstanbul:**
 - Şirket'in genel merkezi Üsküdar ilçesi, Altunizade'dedir.
- **Tekirdağ:**
 - Muratlı Fabrika Buğday İşleme Tesisi, 1.280 mt/gün buğday kırım kapasitesine sahiptir.
 - Muratlı Fonksiyonel Un (pastacılık ürünleri, ekme karışımları glutensiz un karışımları, irmik, çavdar vb.) Karışımlar Tesisi yaklaşık 12 mt/gün kapasiteye sahiptir.
- **Konya:**
 - Selçuklu Fabrika Buğday İşleme Tesisi, 600 mt/gün buğday kırım kapasitesine sahiptir.

Tarihçe



Hissedarlık Yapısı

Şirket'in 15.11.2022 tarihinde gerçekleştirilen son genel kurul toplantısı itibarıyla, Şirket'in sermayedeki payları doğrudan %5 ve fazlası olan pay sahiplerinin bilgilerine aşağıdaki tabloda yer verilmektedir. Şirket'in dolaylı pay sahibi bulunmamaktadır.

Tablo 1: Şirket'in Güncel Pay Sahipliği

| Ortağın Ticaret Unvanı | Sermaye Payı | | | |
|----------------------------|-------------------------|------------|-------------------------|------------|
| | 15/11/2022 ¹ | | 09/12/2022 ² | |
| | (TL) | (%) | (TL) | (%) |
| Eksim Yatırım Holding A.Ş. | 49.957.498 | 100 | 49.957.498 | 100 |
| TOPLAM | 49.957.498 | 100 | 49.957.498 | 100 |

Kanal Bazında Satışlar

Şirket'in ürettiği ve sattığı ürün grupları 3 ana kategoride değerlendirilebilmektedir. Bunlar, ev dışı tüketim ürünleri, ihracat ürünleri ve perakende satış ürünleridir.

Lojistik operasyonlar açısından Şirket, ihracatının önemli bir bölümünü deniz yoluyla yapmaktadır. Kalanını ise, karayolu taşımacılığı ile gerçekleştirmektedir.

Pazarlama faaliyetleri olarak Şirket, ihracat kanalında mevcut pazarlardaki payını artırmak için, düzenli olarak katılım sağladığı fuarlar (Gulfood Dubai, IME/Manufacturing Dubai, SIAL Paris, Anuga KOELNMESE) olduğu

¹ Söz konusu tarih Şirket'in son genel kurul tarihini işaret etmektedir.

² Söz konusu tarih, bu tarih itibarıyla son durumu işaret etmektedir.

gibi, Şirket, yeni pazarlara girmek için hedefe uygun farklı fuarlara da katılım gerçekleştirmektedir. Ayrıca ihracat pazarlama ekibi tarafından yerinde gözlem, risk analiz ve müşteri ilişkilerini geliştirmek amacıyla, müşteri ziyaretleri de gerçekleştirilmektedir.

1. Ev Dışı Tüketim Ürünleri:

Ev Dışı Tüketim (EDT) kanalı; otel, hastane, okul, pastane, fırın, fast food, restoran, kafe, büfe, çay bahçesi, üretim tesisi, ofis gibi ev dışı olarak tarif edilen yerlerde yapılan tüketimleri kapsayan satış kanalıdır.

| | KATEGORİ | SEGMENT | GRAMAJ | ÜRÜN GÖRSELLERİ |
|-----------------|---------------------------------------|---|--------------|--|
| EV DIŞI TÜKETİM | EKMEKLİK, ENDÜSTRİYEL VE HOReCA | PROFESYONEL EKMEKLİK, ÖZEL AMAÇLI | 25 kg, 50 kg |  |

Şirket, yurt içinde belirtilen ev dışı tüketim noktalarına, 81 ilde hizmet vermektedir. Şirket, geleneksel toptancılara, üreticilere doğrudan da satış gerçekleştirmektedir. Geleneksel toptancılar, bölge ya da il bazında mal alıp satan tacir işletmelerdir.

EDT, kendi içinde 4 ana kategoriyi barındırmaktadır. Bu kategoriler, ekmeçlik un, endüstriyel un, HoReCa un ve Tali Ürünler kategorileri olarak adlandırılmaktadır.

Şirket, ekmeçlik un satışlarını, ekmeç üretimini olan fırınlar, pide, simit ve unlu mamüller üreten işletmelere yapmaktadır.

Şirket, endüstriyel un kanalında satışlarını, paketlenmiş ekmeç, bisküvi, gofret, pizza gibi ürünlerde unu hammadde olarak kullanan, kurumsal çapta faaliyet gösteren, un ve unlu mamül ve/veya yarı mamül üretimini yapan, büyük fabrika ve işletmelere yapmaktadır. Şirket, endüstriyel ürünlerini, silobaslı, 25 kg ve 50 kg çuval, kağıt ve Big Bag ambalajlarda, müşterilerinin ihtiyaçlarına göre satmaktadır. Şirket, endüstriyel müşterilerinin ihtiyaçlarına göre, müşterilerinin belirlediği spesifikasyonlar çerçevesinde verdikleri özel siparişler için imalat yapabilmektedir.

Şirket, HoReCa un kanalında satışlarını baklava, börek, lavaş, yufka ve türevi ürünlerin üretildiği imalathane, fabrika ve endüstriyel mutfaklara yapmaktadır.

Tali ürünler, buğday unu üretimini yapılırken ortaya çıkan ve sürecin doğal bir çıktısı olan kısımlarını (kırık buğday, kepek, razmol gibi) içermektedir. Gıda ve yem üreticileri tarafından talep edilen tali ürünler, büyük oranda, kanatlı, küçük-büyük baş hayvan, sokak hayvanları, su ürünleri canlıları için yem ya da mama yapımında girdi olarak kullanılmaktadır.

2. Perakende Ürünleri:

Şirket, perakende ürünleri ile Türkiye'de 14 organize perakende müşterisinde ve bunlar arasında ağırlıklı olarak Sinangil markası ile ulusal zincir marketlerde bulunmakta olup, indirim marketler özelinde ise Sinangil Alpa, Sinangil Doruk markalı ürünleri ile de raflarda yer almaktadır.

| | KATEGORİ | SEGMENT | GRAMAJ | URUN GÖRSELLERİ |
|----------|-----------------------|--|--|-----------------|
| PERAKEDE | PAKETLİ ÜRÜNLER | ÇOK AMAÇLI UNLAR | 1 kg, 2 kg, 5 kg, 8 kg, 9 kg, 10 kg | |
| | | ÖZEL AMAÇLI UNLAR | 340 g, 1 kg, 2 kg | |
| | | GLUTENSİZ UNLAR | 500 g, 1 kg, 5 kg | |
| | | GELENEKSEL UNLAR | 500 g | |
| | HAZIR PAKETLİ ÜRÜNLER | PİŞİRME YARDIMCILARI VE PASTACILIK MALZEMELERİ | 5 g, 10 g, 140 g, 150 g, 250 g, 350 g, 500 g | |
| | | TATLI SERİSİ | 220 g, 245 g | |
| | | GLUTEN YOK | 45 g, 110 g, 120 g, 240 g, 285 g, 350 g, 360 g | |

3. İhracat Ürünleri:

Şirket, ihracat satış hedeflerine bağlı olarak, ihracat pazarlarında satışlarını gerçekleştirmektedir. İhracat hedef pazarları dönemsel olarak değişebilmektedir. İhracat kanalında, Şirket, en yüksek satışını Orta Doğu pazarına yapmaktadır.

İhracat kanalındaki ürünler hakkında özet bilgiler aşağıda sunulmuştur:

| | KATEGORİ | SEGMENT | GRAMAJ | URUN GÖRSELLERİ |
|---------|----------|-----------------------------------|--------|-----------------|
| İHRACAT | İHRACAT | PROFESYONEL EKMEKLİK, ÖZEL AMAÇLI | 50 kg | |

Şirket'in ana ürün kategorilerindeki satışlarının, toplam net satışlarına oranları aşağıdaki gibidir:

Tablo 2: Toplam Satışların (Tutar- Milyon TL) Kanal Bazlı Oransal Dağılım

| Net Satışlar (Milyon TL) | 2019 | | 2020 | | 2021 | | 2021/9 | | 2022/9 | |
|--------------------------|--------------------------|-------------|--------------------------|-------------|--------------------------|-------------|--------------------------|-------------|--------------------------|-------------|
| | 01.01.2019 31.12.2019 | Satış Payı | 01.01.2020 31.12.2020 | Satış Payı | 01.01.2021 31.12.2021 | Satış Payı | 01.01.2021 30.09.2021 | Satış Payı | 01.01.2022 30.09.2022 | Satış Payı |
| EDT | 600 | %64,8 | 612 | %58,8 | 1.014 | %65,5 | 619 | %63,2 | 1.626 | %57,8 |
| Perakende | 124 | %13,4 | 196 | %18,8 | 242 | %15,6 | 133 | %13,6 | 308 | %10,9 |
| İhracat | 201 | %21,7 | 233 | %22,4 | 293 | %18,9 | 227 | %23,2 | 878 | %31,2 |
| Genel Toplam | 926 | %100 | 1.041 | %100 | 1.549 | %100 | 979 | %100 | 2.812 | %100 |

Şirket'in 2019-2021 döneminde toplam satışlarının (Tutar – Milyon TL) ürün bazlı dağılımına bakıldığında;

- Toplam satışlar 2019-2021 döneminde ciro bazda %29,3 YBBO ile büyüme kaydetmiştir.
- 30.09.2022 tarihi itibarıyla toplam satışlar içinde ciro olarak en fazla payı % 57,8 pay ile Ev Dışı Tüketim ürün grubunun aldığı görülmektedir.

- 2019-2021 döneminde toplam satışlar içinde cirosu en fazla artış gösteren ürün grubu perakende grubu olmuştur. Perakende grubu ciro bazında, 2019-2021 yılları arasında %40,0 YBBO ile büyüme kaydetmiştir. Dönem içerisinde müşteriler tarafından bu alana ilginin yoğunlaşması ve Şirket'in bu gruba ağırlık vermesi bu büyüme oranında etkilidir.

Satışların miktar cinsinden ürün gruplarında dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 3: Toplam Satışların (Miktar-Ton) Kanal Bazlı Oransal Dağılımı

| Net Satışlar (Ton) | 01.01.2019 31.12.2019 | 2019 Satış Payı | 01.01.2020 31.12.2020 | 2020 Satış Payı | 01.01.2021 31.12.2021 | 2021 Satış Payı | 01.01.2021 30.09.2021 | 2021/9 Satış Payı | 01.01.2022 30.09.2022 | 2022/9 Satış Payı |
|---------------------|--------------------------|-----------------------|--------------------------|-----------------------|--------------------------|-----------------------|--------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------|
| EDT | 320.208 | %68,9 | 319.268 | %67,1 | 342.233 | %70,8 | 235.941 | %68,1 | 289.115 | %69,0 |
| Perakende | 46.299 | %10,0 | 58.992 | %12,4 | 52.853 | %10,9 | 33.564 | %9,7 | 30.442 | %7,3 |
| İhracat | 98.521 | %21,2 | 97.382 | %20,5 | 88.391 | %18,3 | 77.040 | %22,2 | 99.577 | %23,8 |
| Genel Toplam | 465.027 | %100 | 475.642 | %100 | 483.477 | %100 | 346.545 | %100 | 419.134 | %100 |

Şirket'in 2019-2021 döneminde toplam satışlarının (Miktar (Ton) bazlı) ürün bazlı dağılımına bakıldığında;

- Toplam satışlar 2019-2021 döneminde miktar bazında %2 YBBO ile büyüme kaydetmiştir.
- 30.09.2022 tarihi itibarıyla toplam satışlar içinde tonaj olarak en fazla payı %69,0 pay ile Ev Dışı Tüketim ürün grubunun aldığı görülmektedir.
- 2019-2021 döneminde toplam satışlar içinde tonaj miktarı en fazla artış gösteren ürün grubu Perakende grubu olmuştur. Perakende grubu satışlar kaleminde 2019-2021 döneminde miktar bazında %7 YBBO ile büyüme kaydetmiştir.

Ürün Bazında Satışlar

Tablo 4: Toplam Satışların (Tutar-TL) Ürün Bazlı Oransal Dağılımı

| Net Satışlar (milyon TL) | 01.01.2019 31.12.2019 | 2019 Satış Payı | 01.01.2020 31.12.2020 | 2020 Satış Payı | 01.01.2021 31.12.2021 | 2021 Satış Payı | 01.01.2021 30.09.2021 | 2021/9 Satış Payı | 01.01.2022 30.09.2022 | 2022/9 Satış Payı |
|---------------------------|--------------------------|-----------------------|--------------------------|-----------------------|--------------------------|-----------------------|--------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------------|
| Ekmeklik Un | 293 | 48,80% | 327 | 53,50% | 475 | 46,90% | 298 | 48,20% | 764 | 47,00% |
| Horeca Un | 116 | 19,30% | 117 | 19,10% | 190 | 18,70% | 119 | 19,20% | 300 | 18,50% |
| Endüstriyel Un | 35 | 5,90% | 48 | 7,90% | 102 | 10,00% | 56 | 9,00% | 212 | 13,00% |
| Tali Ürünler | 156 | 26,00% | 120 | 19,50% | 248 | 24,40% | 146 | 23,60% | 349 | 21,50% |
| EDT | 600 | 100% | 612 | 100% | 1.014 | 100% | 619 | 100% | 1.626 | 100% |
| Paketlenmiş Un | 120 | 96,20% | 189 | 96,30% | 236 | 97,50% | 128 | 96,40% | 295 | 96,00% |
| Hazır Paketlenmiş Ürünler | 5 | 3,80% | 7 | 3,70% | 6 | 2,50% | 5 | 3,60% | 12 | 4,00% |
| Perakende | 124 | 100% | 196 | 100% | 242 | 100% | 133 | 100% | 308 | 100% |
| İhracat (milyon TL) | 201 | 100% | 233 | 100% | 293 | 100% | 227 | 100% | 878 | 100% |
| Genel Toplam | 926 | 21,71% | 1.041 | 22,38% | 1.549 | 18,92% | 979 | 23,19% | 2.812 | 31,22% |

Üretim Süreçleri ve Tesisleri

Hammadde Tedariki

Şirket, tarım sektöründeki gelişmelerden doğrudan etkilenmektedir. Sektör, tarımsal hammadde fiyatlarındaki artış ve azalışlardan, iklim koşullarından ve hastalık/haşerelenme gibi etkenlerden, ürün çeşitliliği, rekolte ve verimlilik açısından önemli ölçüde etkilenmektedir. Hammaddenin temini konusunda, üretim tesislerinin bulunduğu coğrafi konumlar, tedarik açısından avantajlı bölgelerdir. Un üretiminde ana hammadde, buğdaydır. Şirket, ticari strateji ve hedeflerine uygun, yurt içinden ve yurt dışından hammadde tedarikini sağlamaktadır.

Buğday çeşitlerinin kendi karakteristik nitelikleri bulunmaktadır. Hammadde yığınının türdeşliği, nihai üründeki sonucuna etkisi açısından büyük öneme sahiptir. Analiz yöntemleri uygulanarak, buğdaylar kendi kalite gruplarında tasnif edilirler. Fiziksel ve kimyasal değerler analiz edilerek; hammadde ölçümlenir, farklı sınıflara ayrılır ve kıyaslanır. Satın alma süreci, analiz sonuçlarının değerlendirilmesiyle başlamaktadır.

Yurt içi tedarik kapsamında, Şirket, alımlarını bölgesel ve dönemsel etkilere bağlı olarak, müstahsil, tüccar, TMO ve buğday borsalarından gerçekleştirebilmektedir. TMO, yurt içinde hububat politikalarını belirleyen en önemli aktördür. Şirket, ürün portföyü gereği, T.C. Tarım ve Orman Bakanlığı'nın ilgili düzenlemelerine tabidir. Şirket, ürettiği ürünlerin satın alma faaliyetlerinde TMO uygulamalarına, dış ticaret ve gümrük mevzuatı dinamiklerine bağlıdır. Yurt içindeki buğday fiyatları, TMO regülasyonlarından etkilenebilmektedir. Bu bakımdan, hammadde stok politikası oluşturulurken; regülasyonlar, kur ve uluslararası emtia fiyatlarındaki diğer dolaylı değişiklikler, büyük bir öneme sahiptir ve aynı zamanda yön vericidir.

Yurt dışı tedarik kapsamında, Şirket, mevzuata uygun olarak, ihrac edeceği unun buğdayını yurt dışından ithal etmektedir. Şirket, ithal edeceği buğdayı, bölgesel avantajı kullanarak Karadeniz havzasındaki Rusya, Ukrayna ve Romanya ülkelerinden tedarik etmektedir. Bu bölgedeki buğday fiyatlarının, dünyadaki diğer bölgelerden daha rekabetçi olması, coğrafi yakınlık sebebiyle denizyolu/karayolu/demiryolu lojistik maliyetlerinin rekabetçi olması ve taşıma süresinin kısa olması hammadde tedarikinde avantaj sağlamaktadır.

Değişen piyasa koşullarında, buğday fiyatlarının Karadeniz havzasına göre avantajlı olması durumunda, Avrupa'dan ve diğer buğday ihracatçısı ülkelerden, hammadde tedariki yapılabilmektedir. Karadeniz Bölgesi'ndeki ülkeler dışında diğer ülkelerden buğday tedariki, gerekli koşulların oluşması durumunda tercih edilebilmektedir. Ülkeler arası gerilen ilişkilere bağlı olarak, ticaretin yavaşlaması, olası yaptırımlar, kota ve sınırlandırmalar, teşviklerin ortadan kaldırılması, yasaklar, ekstra vergiler, deniz ticaret yollarının kapanması, savaş, ambargo vb. nedenler, hammaddenin Karadeniz havzası dışındaki Avrupa ve Amerika'dan tedarik edilmesinin şartlarını oluşturmaktadır.

Stok Yönetimi

Şirket, kalite politikası gereği, farklı kalite gruplarındaki hammaddeleri, kendi sınıflarında olmak üzere, farklı saklama koşullarında muhafaza etmekte, üretim reçetelerine göre tasniflemekte ve sipariş uyarınca üretime alarak buğdayı işlemektedir. Buğday işlenmesi sonucunda, un ve buğday türevi ürünler (kepek, razmol, bonkalite, ruşeym, kavuz) halini almaktadır. Buğday türevi ve tali ürünler, yem sanayisinin hammaddesi olarak kullanılmaktadır.

Üretim Tesisleri

Şirket, faaliyetlerini Tekirdağ (2 tesis) ve Konya (1 tesis) illerinde yer alan 3 üretim tesisinde, tam otomasyon sistemleriyle bütünleşik, Türk Gıda Kodeksi'ne ve kalite standartlarına uygun bir şekilde yürütmektedir. Fabrikalarımızın yerleşkeleri, hammaddeye ve pazara yakınlık olarak avantajlı bir noktadadır. Şirket bünyesinde, bütün üretim süreçlerinde kriterleri belirleyen ve devamlılığını sağlayan, T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı onaylı AR-GE Merkezi ve üniversitelerle ortak çalışmalar yürüten, son teknoloji ve dünya standartlarında analiz sonuçları verebilen 2 adet laboratuvar bulunmaktadır.

Un üretim aşamaları özetle aşağıdaki gibidir:

- **Buğday temini:** Unun (ekmeklik, çeşitlik, endüstriyel, perakende, ihracat ve istenilen kalite nitelikleri) karışım reçetesi uyarınca işleme alınması, sistemin beslenmesi süreçleridir.

- **Temizlenmesi:** Boyut, şekil, yoğunluk, vb. kriterler bakımından hammaddenin yabancı maddelerden (taş, toprak, sap, saman vb.) ayrıştırılması süreçleridir.
- **Rutubetlendirme:** Gıda mevzuatına uygun şekil ve şartlarda; yüksek randımanda, kepeğin etkin bir şekilde ayrılması için rutubetin, hammaddenin tamamına, kabuğundan özüne kadar dengeli yayılma süreçleridir.
- **İşlenmesi:** Buğdayın öğütülme sürecidir. Bu süreçte, un ve buğday türevi ürünler (kepek, razmol, bonkalite, ruşeym, kavuz) olarak nihai halini almaktadır.
- **Ambalajlama:** Talebe uygun bir şekilde paketlenme süreçleridir.
- **Sevkiyat:** Lojistik operasyonlarıdır.

Tablo 5: Üretim Tesisleri 2019-2020-2021-2022 Yılları Kapasite Kullanım Oranları

| Muratlı Fabrika Buğday İşleme Tesisi - Üretim Kapasitesi | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 30.09.2021 | 30.09.2022 |
|--|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Kapasite Kullanım Oranı | %102,0 | %106,0 | %77,0 | %72,1 | %91,3 |
| Buğday İşleme Kapasitesi (Yıllık-kg) | 212.500.000 | 212.500.000 | 400.000.000 | 300.000.000* | 300.000.000* |

| Muratlı Fonksiyonel Un Karışımlar Tesisi - Üretim Kapasitesi | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 30.09.2021 | 30.09.2022 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|
| Kapasite Kullanım Oranı | %46,0 | %58,0 | %44,0 | %38,6 | %32,9 |
| Fonksiyonel Un (pastacılık ürünleri, ekmek karışımları glutensiz un karışımları, ırmik, çavdar vb.) Karışımlar vb. Üretim Kapasitesi (Yıllık-kg) | 3.646.608 | 3.646.608 | 3.646.608 | 2.734.956* | 2.734.956* |

| Selçuklu Fabrika Buğday İşleme Tesisi - Üretim Kapasitesi | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 30.09.2021 | 30.09.2022 |
|---|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Kapasite Kullanım Oranı | %77,0 | %78,0 | %92,0 | %85,0 | %92,0 |
| Buğday İşleme Kapasitesi (Yıllık-kg) | 189.500.000 | 189.500.000 | 189.500.000 | 142.125.000* | 142.125.000* |

*9 aylık kapasite

Muratlı Fabrika Buğday İşleme Tesisi'nde; 36.894 m² açık alan, 18.137 m² kapalı alan, 35.000 ton buğday depolama alanı, 7.000 ton un silosu stok kapasitesi, 850 ton paketlenmiş ürün depolama alanı bulunmaktadır.

Muratlı Fonksiyonel Un Karışımlar Tesisi'nde; 9.150 m² açık alan, 2.279 m² kapalı alanı bulunmaktadır. Fabrika Buğday İşleme Tesisi'yle depolama alanları ortak kullanılmaktadır.

Selçuklu Fabrika Buğday İşleme Tesisi; 16.919 m² açık alan, 12.959 m² kapalı alan, 16.766 ton buğday depolama alanı, 3.500 ton un silosu depolama kapasitesi, 1.000 ton paketlenmiş ürün depolama alanı bulunmaktadır.

Özet Mali Durum

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 30.09.2022 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarından seçilen önemli finansal bilgiler aşağıda yer almaktadır:

Tablo 6: Şirketin Özet Finansalları I

| Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tabloları | | | | |
|--|--------------------|--------------------|----------------------|----------------------|
| Varlıklar (TL) | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 30.09.2022 |
| Toplam dönen varlıklar | 364.906.113 | 551.924.766 | 1.177.445.036 | 1.686.566.506 |
| Toplam duran varlıklar | 71.041.100 | 185.359.033 | 163.451.503 | 118.044.836 |
| Toplam Varlıklar | 435.947.213 | 737.283.799 | 1.340.896.539 | 1.804.611.342 |
| Kaynaklar (TL) | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 30.09.2022 |
| Kısa vadeli yükümlülükler | 448.047.293 | 639.936.679 | 1.182.470.842 | 1.471.922.192 |
| Uzun vadeli yükümlülükler | 12.439.342 | 24.329.226 | 73.684.546 | 46.682.689 |
| Ana ortaklığa ait özkaynaklar | -24.529.398 | 73.017.894 | 84.741.151 | 286.006.461 |

| | | | | | |
|-----------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Finansman giderleri (-) | -33.061.118 | -72.782.141 | -255.872.837 | -119.986.847 | -247.621.245 |
| Vergi öncesi kar / (zarar) | 9.947.750 | 11.102.344 | -6.099.230 | 3.244.193 | 251.179.868 |
| Dönem vergi gideri | - | - | -675.432 | - | -28.446.220 |
| Ertelenmiş vergi geliri/ (gideri) | 1.686.428 | 484.156 | 14.459.547 | -635.858 | -20.942.957 |
| Dönem karı / (zararı) | 11.634.178 | 11.586.500 | 7.684.885 | 2.608.335 | 201.790.691 |
| Dönem karı marjı | 1,3% | 1,1% | 0,5% | 0,3% | 7,2% |

Hasılat ve Satışların Maliyeti:

Şirketin bağımsız denetiminden geçmiş mali tablolarında, 2019 yılında 925.935.187 TL olan satış hasılatı, 2020 yılında %12,4 artış ile 1.040.949.662 TL olarak; 2021 yılında %48,8 artışla 1.549.398.092 TL olarak, 2022/9 tarihinde 12 aylık artışa bakıldığında ise %187,1 artışla 2.811.679.098 TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirketin bağımsız denetiminden geçmiş mali tablolarında, 2019 yılında 794.599.832 TL olan satışların maliyeti, 2020 yılında %10,1 artış ile 874.937.318 TL olarak; 2021 yılında %45,8 artışla 1.275.825.625 TL olarak, 2022/9 tarihinde 12 aylık artışa bakıldığında ise %166,9 artışla 2.165.835.709 TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirketin bağımsız denetiminden geçmiş mali tablolarında, 2019 yılında %14,2 olan brüt kâr marjı, 2020 yılında %15,9; 2021 yılında ise %17,7 olarak gerçekleşmiştir. Devam eden cari dönemde ise 2022/9 itibarıyla brüt kâr marjı %23,0'tür.

Faaliyet Gelir ve Giderleri: Aşağıdaki tabloda Faaliyet Gider ve Gelirleri ve yıllar içerisindeki değişimlerine yer verilmiştir.

Tablo 8: Faaliyet Gelir ve Giderleri

| (TL) | 1.01.2019 - 31.12.2019 | 1.01.2020 - 31.12.2020 | 1.01.2021 - 31.12.2021 | 1.01.2021 - 30.09.2021 | 1.01.2022 - 30.09.2022 |
|---|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Genel yönetim giderleri (-) | -14.511.291 | -20.157.732 | -15.386.860 | -10.390.435 | -19.072.276 |
| Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-) | -74.636.741 | -81.841.589 | -102.385.197 | -71.066.896 | -198.880.553 |
| Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-) | - | -840 | -11.022 | -10.784 | -392.272 |
| Esas faaliyetlerden diğer gelirler | 39.216.157 | 70.544.970 | 218.247.118 | 89.898.824 | 113.459.488 |
| Esas faaliyetlerden diğer giderler (-) | -39.445.112 | -73.152.624 | -170.936.979 | -62.738.227 | -112.908.150 |

Genel Yönetim Giderleri:

Şirketin bağımsız denetiminden geçmiş mali tablolarında, 2019 yılında 14.511.291 TL olan Genel Yönetim Giderleri, 2020 yılında %38,9 artış ile 20.157.732 TL olarak; 2021 yılında %23,7 azalışla 15.386.860 TL olarak; 2022/9'da ise bir yıllık süreçte %83,6 artarak 19.072.276 TL olarak gerçekleşmiştir.

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri:

Şirketin bağımsız denetiminden geçmiş mali tablolarında, 2019 yılında 74.636.741 TL olan Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri, 2020 yılında %9,7 artış ile 81.841.589 TL olarak; 2021 yılında %25,1 artışla 102.385.197 TL olarak; 2022/9'da ise bir yıllık süreçte %179,8 artış ile 198.880.553 TL olarak gerçekleşmiştir. Pazarlama, Satış Dağıtım giderleri, hasılatındaki artışa paralel olarak artmıştır.

Araştırma ve Geliştirme Giderleri:

Eksun Gıda Ar-Ge Merkezi 2020 yılında faaliyete geçmiştir. Yeni kurulan merkez farklı tüketici eğilimlerine cevap verme amacıyla çeşitli ürünlerin geliştirildiği bir merkez konumuna gelmiştir. Şirket'in bağımsız denetiminden geçmiş mali tablolarında, Araştırma ve Geliştirme Giderleri 2022/9'da 392.272 TL olarak gerçekleşmiştir. Eksun Gıda Ar-Ge Merkezi 2020 yılında faaliyete geçmiştir. Yeni kurulan merkez farklı tüketici eğilimlerine cevap verme

amacıyla çeşitli ürünlerin geliştirildiği bir merkez konumuna gelmiştir. Bu çerçevede Araştırma, geliştirme giderleri artış göstermiştir.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler:

Şirket'in esas faaliyetlerindeki diğer gelirleri; Banka kredileri dışında varlık ve yükümlülüklerden kaynaklanan kur farkı gelirleri, reeskont faiz gelirleri, komisyon gelirleri, konusu kalmayan şüpheli alacaklar, kira gelirleri ve diğer gelirlerden oluşmaktadır. Şirketin bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarında, 2019 yılında 39.216.157 TL olan Esas faaliyetlerden diğer gelirler, 2020 yılında %79,9 artış ile 70.544.970 TL olarak; 2021 yılında %209,4 artışla 218.247.118 TL olarak; 2022/9'da bir yıllık süre içerisinde %26,2 artışla 113.459.488 TL olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda Esas faaliyetlerden diğer gelirler kaleminin kırılımı yer almaktadır.

Tablo 9: Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

| (TL) | 01.01.2019 31.12.2019 | 01.01.2020 31.12.2020 | 01.01.2021 31.12.2021 | 01.01.2021 30.09.2021 | 01.01.2022 30.09.2022 |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Banka kredileri dışında varlık ve yükümlülüklerden kaynaklanan kur farkı gelirleri | 30.055.256 | 66.079.039 | 177.463.481 | 42.038.549 | 101.360.325 |
| Reeskont faiz gelirleri | 3.314.371 | - | 31.480.975 | 42.290.427 | 1.954.791 |
| Komisyon gelirleri | 1.256.784 | 104.509 | 263.691 | 166.746 | 630.992 |
| Konusu kalmayan şüpheli alacaklar | 1.349.431 | 1.045.147 | 727.389 | 344.553 | 95.434 |
| Kira gelirleri | 112.133 | 168.333 | 251.475 | 81.075 | - |
| Diğer gelirler | 3.128.182 | 3.147.942 | 8.060.107 | 4.977.474 | 9.417.946 |
| Toplam | 39.216.157 | 70.544.970 | 218.247.118 | 89.898.824 | 113.459.488 |

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler:

Şirketin bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarında, 2019 yılında 39.445.112 TL olan Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler, 2020 yılında %85,5 artış ile 73.152.624 TL olarak; 2021 yılında %133,7 azalışla 170.936.979 TL olarak; 2022/9'da ise bir önceki yılın ilk dokuz ayına göre %80,0 artışla 112.908.150 TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 ve 2021 yılında yaşanan artışlar banka kredileri dışında varlık ve yükümlülüklerden kaynaklanan kur farkı giderlerinden kaynaklanmıştır.

Tablo 10: Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (TL) | 01.01.2019 31.12.2019 | 01.01.2020 31.12.2020 | 01.01.2021 31.12.2021 | 01.01.2021 30.09.2021 | 01.01.2022 30.09.2022 |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Reeskont faiz giderleri | 158.107 | 3.478.409 | 4.337.931 | 745.413 | 68.408.714 |
| Banka kredileri dışında varlık ve yükümlülüklerden kaynaklanan kur farkı giderleri | 33.428.821 | 62.242.756 | 159.866.385 | 56.345.236 | 37.420.392 |
| Şüpheli alacak karşılık giderleri | 5.486.628 | 7.388.648 | 5.558.375 | 4.717.011 | 2.996.400 |
| Diğer giderler | 371.556 | 42.811 | 1.174.288 | 930.567 | 3.707.523 |
| Dava karşılığı giderleri | 0 | 0 | 0 | 0 | 375.121 |
| Toplam | 39.445.112 | 73.152.624 | 170.936.979 | 62.738.227 | 112.908.150 |

FAVÖK (Esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler hariç)

Aşağıdaki tabloda, Şirket'in FAVÖK ve FAVÖK marjı gelişimi yer almaktadır. Dönemler itibarıyla, brüt kâr marjındaki iyileşme, FAVÖK marjına da yansımıştır. Faaliyet giderlerinin hasılat oranının, 2021 yılında 2020 yılına göre ve 2022 yılının ilk 9 aylık döneminde, 2021 yılının aynı dönemine göre azalması, FAVÖK marjını artıran bir diğer etken olmuştur.

2021 yılının ilk 9 ayında, %9,2 olarak gerçekleşen FAVÖK marjı, 2022 yılının aynı döneminde %15,5 seviyesine yükselmiştir.

Tablo 11: FAVÖK

| milyon TL | 01.01.2019 31.12.2019 | 01.01.2020 31.12.2020 | 01.01.2021 31.12.2021 | 01.01.2021 30.09.2021 | 01.01.2022 30.09.2022 |
|-----------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Brüt Kar | 131.335.355 | 166.012.344 | 273.572.467 | 167.680.784 | 645.843.389 |

| | | | | | |
|-----------------------|------------|------------|-------------|------------|-------------|
| <i>Brüt Kar Marjı</i> | 14,1% | 16,0% | 17,6% | 17,1% | 23,0% |
| FVÖK | 42.187.323 | 64.012.183 | 155.789.388 | 86.212.669 | 427.498.288 |
| <i>FVÖK Marjı</i> | 4,5% | 6,2% | 10,0% | 8,8% | 15,2% |
| Amortisman | 2.624.672 | 3.899.916 | 6.011.846 | 3.860.976 | 8.078.523 |
| FAVÖK | 44.811.995 | 67.912.099 | 161.801.234 | 90.073.645 | 435.576.811 |
| <i>FAVÖK Marjı</i> | 4,7% | 6,5% | 10,4% | 9,2% | 15,5% |

Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler ve Giderler:

Şirket'in, 2021 yılında 33.750.000 TL olarak gerçekleşen menkul kıymet satış karı, Şirket'in, bağlı ortaklığı olan Atılım Unlu Mamuller'in paylarını, 2021 yılı içerisinde Eksim Yatırım Holding'e satmasından kaynaklanmıştır. Şirket, Tekirdağ Üretim Tesisi binası ve arazisini 2022 yılının ilk 9 aylık döneminde Albaraka - Eksim GYF'ye satmıştır. Bu satış neticesinde, 62.425.328 TL maddi duran varlık satış karı oluşmuştur. Şirket, Konya Üretim Tesisi binası ve arazisini 2021 yılında Albaraka - Eksim GYF'ye satmıştır. Bu satışla ilişkili olarak, 4.187.303 TL maddi duran varlık zararı gerçekleşmiştir.

Tablo 12: Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler ve Giderler

| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler (TL) | 1.01.2019 31.12.2019 | 1.01.2020 31.12.2020 | 1.01.2021 31.12.2021 | 1.01.2021 30.09.2021 | 1.01.2022 30.09.2022 |
|--|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Menkul kıymet satış karları | - | - | 33.750.000 | - | - |
| Maddi duran varlık satış karları | 29.703 | - | - | - | 62.425.328 |
| Toplam | 29.703 | - | 33.750.000 | - | 62.425.328 |

| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (TL) | 1.01.2019 31.12.2019 | 1.01.2020 31.12.2020 | 1.01.2021 31.12.2021 | 1.01.2021 30.09.2021 | 1.01.2022 30.09.2022 |
|--|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Menkul kıymet satış zararları | - | - | - | - | 1.024.162 |
| Maddi duran varlık satış zararları | 13.226 | - | 4.187.303 | 5.939.869 | 987.092 |
| Toplam | 13.226 | - | 4.187.303 | 5.939.869 | 2.011.254 |

Finansman Gelir ve Giderleri:

Şirket'in finansal gelirleri, 2019, 2020, 2021 yıl sonları ve 2022/9 tarihi itibarıyla, sırasıyla; 1.034.023 TL, 22.479.956 TL, 17.111.383 TL ve 10.337.413 TL'dir. Finansal Gelirler 2020 yıl sonunda, 2019 yıl sonuna göre %2074,0 artmış, 2021 yıl sonunda 2020 yıl sonuna göre %23,9 azalmış, 2022/9 tarihinde ise bir yıllık sürede %34,6 azalmıştır.. Azalışın temel nedeni Banka kredilerinden kaynaklanan kur farkı gelirlerinin azalmasıdır.

Tablo 13: Finansman Geliri ve Giderleri

| Finansman Gelirleri (TL) | 1.01.2019 31.12.2019 | 1.01.2020 31.12.2020 | 1.01.2021 31.12.2021 | 1.01.2021 30.09.2021 | 1.01.2022 30.09.2022 |
|---|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Vadeli mevduat faiz gelirleri | 108.411 | 1.439.998 | 3.250.199 | 1.509.755 | 8.725.343 |
| Banka kredilerinden kaynaklanan kur farkı gelirleri | 925.612 | 21.039.958 | 13.861.184 | 14.287.888 | 1.612.070 |
| Toplam | 1.034.023 | 22.479.956 | 17.111.383 | 15.797.643 | 10.337.413 |

| Finansman Giderleri (TL) | 1.01.2019 31.12.2019 | 1.01.2020 31.12.2020 | 1.01.2021 31.12.2021 | 1.01.2021 30.09.2021 | 1.01.2022 30.09.2022 |
|---|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Banka kredilerinden kaynaklanan kur farkı giderleri | 2.248.879 | 26.949.157 | 165.161.365 | 50.980.239 | 95.341.750 |
| Kredi faiz giderleri | 14.735.356 | 43.102.088 | 82.760.508 | 64.737.303 | 137.710.501 |
| Teminat mektubu komisyon giderleri | 382.311 | 166.608 | 361.958 | 222.468 | 902.026 |
| Banka komisyonu giderleri | 686.947 | 1.965.784 | 3.871.992 | 947.558 | 9.021.111 |

| | | | | | |
|---------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Adat faiz giderleri | 14.661.450 | 105.494 | 2.643.693 | 2.285.248 | 3.143.434 |
| Diğer finansman giderleri | 346.175 | 493.010 | 1.073.321 | 814.031 | 1.502.423 |
| Toplam | 33.061.118 | 72.782.141 | 255.872.837 | 119.986.847 | 247.621.245 |

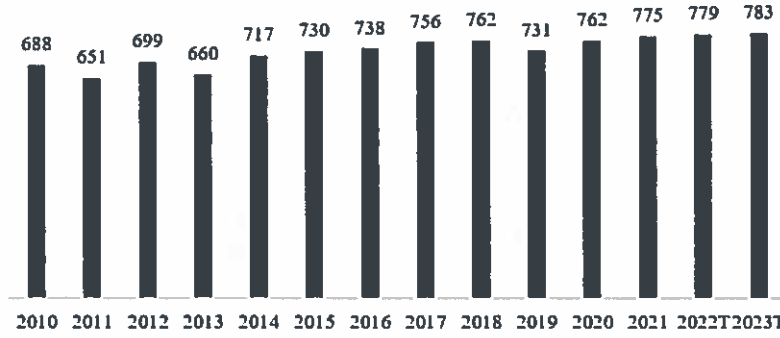
Şirket'in finansal giderleri, 2019, 2020, 2021 yıl sonları ve 2022/9 itibarıyla, sırasıyla; 33.061.118 TL, 72.782.141 TL, 255.872.837 TL ve 247.621.245 TL'dir. Finansal Giderler 2020 yıl sonunda, 2019 yıl sonuna göre %120,1 artmış, 2021 yıl sonunda 2020 yıl sonuna göre %251,6 artmış, 2022/9 tarihinde son on iki aylık değerlere göre %106,4 artmıştır. Artışın temel nedeni banka kredilerinden kaynaklanan kur farkı giderleri ve kredi faiz giderlerinin artmasıdır.

2. SEKTÖREL BİLGİLER

2.1. Global Buğday Pazarı

Bloomberg verilerine göre, Dünya toplam buğday üretimi, 2021 yılında, bir önceki yıla göre, %1,7 artarak, 775 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Aşağıda, 2010 yılından 2021 yılına kadar, Dünya toplam buğday üretimi ve 2022 ile 2023 yılı tahmini verileri gösterilmiştir.

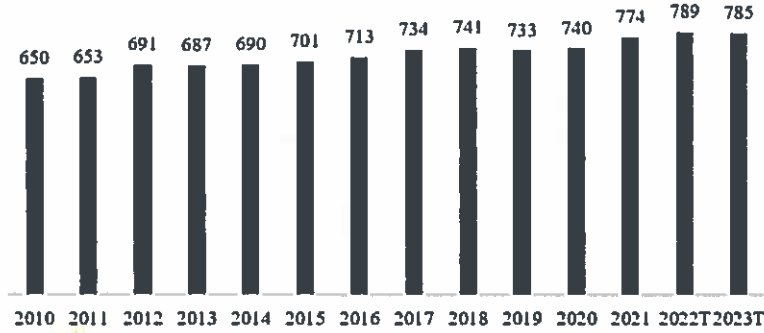
Dünya Toplam Buğday Üretimi (milyon ton)



Kaynak: Bloomberg, US46PRWR Index (USDA, Dünya Toplam Buğday Üretimi)

Bloomberg verilerine göre, Dünya toplam buğday tüketimi, 2021 yılında, bir önceki yıla göre, %4,6 artarak, 774 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Aşağıda, 2010 yılından 2021 yılına kadar, Dünya toplam buğday tüketimi ve 2022 ile 2023 yılı tahmini verileri gösterilmiştir.

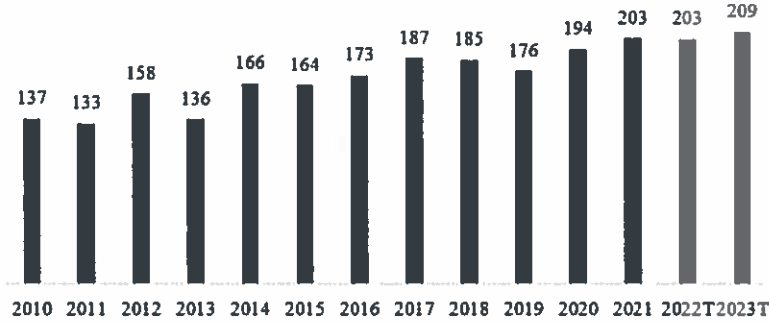
Dünya Toplam Buğday Tüketimi (milyon ton)



Kaynak: Bloomberg, US46COWR Index (USDA, Dünya Toplam Buğday Tüketimi)

Bloomberg verilerine göre, Dünya toplam buğday ihracatı, 2021 yılında bir önceki yıla göre %4,8 artarak 203 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Aşağıda, 2010 yılından 2021 yılına kadar, Dünya toplam buğday ihracatı ve 2022 ile 2023 yılı tahmini verileri gösterilmiştir.

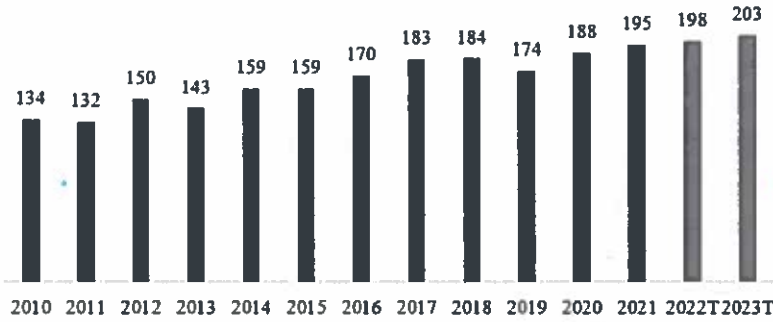
Dünya Toplam Buğday İhracatı (milyon ton)



Kaynak: Bloomberg, US46EXWR Index (USDA, Dünya Toplam Buğday İhracatı)

Bloomberg verilerine göre, Dünya toplam buğday ithalatı, 2021 yılında bir önceki yıla göre %3,7 artarak 195 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Aşağıda, 2010 yılından 2021 yılına kadar, Dünya toplam buğday ithalatı, ve 2022 ile 2023 yılı tahmini verileri gösterilmiştir.

Dünya Toplam Buğday İthalatı (milyon ton)

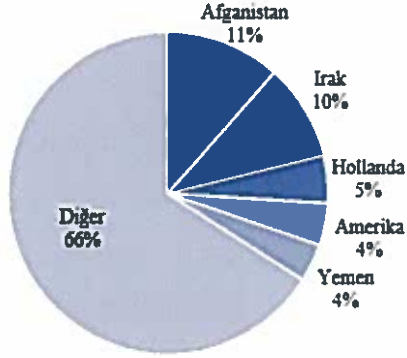


Kaynak: Bloomberg, US46IMWR Index (USDA, Dünya Toplam Buğday İthalatı)

Uluslararası Tahıl Konseyi ("IGC", "International Grains Council")'nin Buğday Görünümü 2025/26 verilerine³ göre, hem gıda, hem de yem tüketimindeki artışa paralel olarak, Dünya buğday tüketiminin, tahmin dönemi boyunca, yıllık %2 artacağı öngörülmüştür. IGC verilerine göre, Uzak Doğu Asya ve Afrika'daki yüksek ithalat sayesinde, Dünya buğday ticaretinin de artacağı beklenmektedir.

³ <https://www.igc.int/en/markets/marketinfo-forecasts.aspx>

Dünya Un İthalatı (2021)

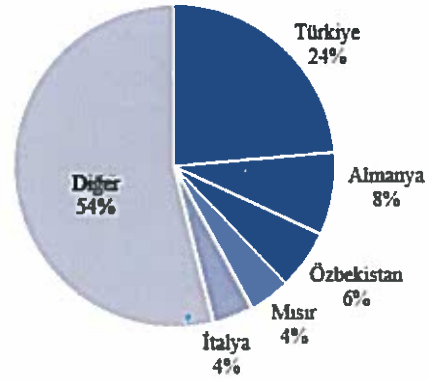


Kaynak: Trademap, ürün kodu: 1101

Trademap verilerine göre, 2021 yılında Dünya un karışımı ithalatında, ilk 5 ülke sırasıyla, Afganistan, Irak, Hollanda, ABD ve Yemen olmuştur. Aşağıda, 2021 yılında Dünya un karışımı ithalatı verileri, ülke kırılımıyla gösterilmiştir.

Trademap verilerine göre, 2021 yılında Dünya un karışımı ihracatı, ilk 5 ülke sırasıyla, Türkiye, Almanya, Özbekistan, Mısır ve İtalya olmuştur. Türkiye, buğday üretiminin yoğun olduğu Rusya, Ukrayna gibi ülkelere yakın konumu sayesinde, Dünya un ticaretinde önemli yere sahiptir. Aşağıda, 2021 yılında Dünya un karışımı ihracatı verileri, ülke kırılımıyla gösterilmiştir.

Dünya Un İhracatı (2021)

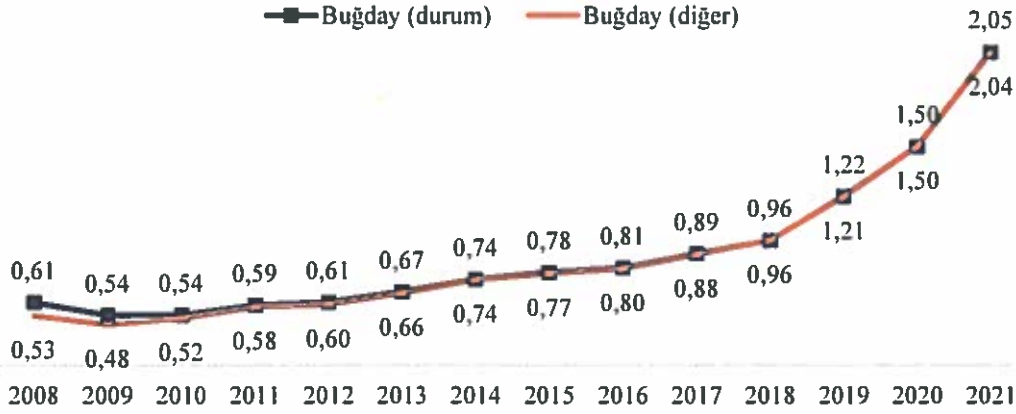


Kaynak: Trademap, ürün kodu: 1101

2.2. Türkiye Buğday Pazarı

Yurt içindeki buğday özelinde, ekim alanlarında, yıllar itibarıyla gözlenen değişimin nedeni, ikame ürünlere (Mısır, Pamuk, Ayçiçek, Arpa, vb) geçişlerin yaşanmış olması şeklinde açıklanabilmektedir. Çiftçi, cari dönemdeki gelir beklentisine göre, hangi ürünü ekeceğine karar vermektedir. Dolayısıyla, hububat ve yağlı tohumlarda, fiyat uygulamaları ve teşvik paketleri, devlet politikaları, ekim alanlarının seyrini doğrudan etkilemektedir. Aşağıda, 2008 yılından 2021 yılına buğday fiyatı gösterilmiştir.

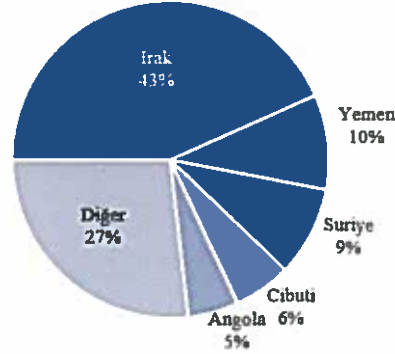
Buğday Fiyatı (TL/kg)



Kaynak: TÜİK

Trademap verilerine göre, 2021 yılında Türkiye %24 ile Dünya buğday ve un karışımı ihracatında ilk sırada yer almıştır. Türkiye'nin buğday ve un karışımı ihracatı yaptığı ilk 5 ülke sırasıyla, Irak, Yemen, Suriye, Cibuti ve Angola olmuştur.

Türkiye Buğday/Un Karışımı İhracat (2021)



Kaynak: Trademap, ürün kodu: 1101

Yurt içinde buğday üretim miktarı, içerdeki tüketime yetecek seviyelerdedir. 2022'de, buğday ekim alanlarında artış olduğu tahmin edilmektedir.

Tablo 14: Türkiye Ekim & Hasat ve Üretim Miktarı

| Türkiye (Buğday ve Durum Buğdayı) | 01.01.2019 | 01.01.2020 | 01.01.2021 |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|
| Ekim & Hasat ve Üretim Miktarı | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 |
| Ekilen Alan - Dekar | 68.463.271 | 69.222.364 | 67.446.655 |
| Hasat Edilen Alan - Dekar | 68.318.535 | 69.146.321 | 66.230.607 |
| Üretim Miktarı - Ton | 19.000.000 | 20.500.000 | 17.650.000 |

Kaynak: TÜİK

Buğday ve durum buğdayı bazında Türkiye'de ekilen alan değeri, 2019 yılında 68.463.271 dekar iken, bu değer, 2021 yılında 67.446.655 dekara gerilemiştir. Aynı bazda, hasat edilen alan ise, 2019 yılında 68.318.535 dekar iken, bu değer, 2021 yılında 66.230.607 dekara gerilemiştir. 2019 yılında 19.000.000 ton olan üretim miktarı ise, 2021 yılında 17.650.000 ton olarak gerçekleşmiştir.

A. Türkiye Un Pazarı

Aşağıdaki değerler, yurt içindeki un sanayisinin yıllık toplam üretim verilerini göstermektedir. Bu veriler; ihracat buğday unu hariç, yurt içi buğday unu (ekmeklik, HoReCa, endüstriyel, perakende/paketli, makarnalık un) toplam tonaj değişimini göstermektedir.

Tablo 15: Türkiye (Ekmeklik/Kızıl ve Durum Buğday Unu) Üretim (Ton)

| Türkiye (Ekmeklik/Kızıl ve Durum Buğday Unu) Üretim (Ton) | 01.01.2019 31.12.2019 | 01.01.2020 31.12.2020 | 01.01.2021 31.12.2021 |
|---|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Buğday Unu | 9.480.874 | 9.971.880 | 9.916.130 |

Kaynak: TÜİK

Türkiye ekmeklik ve kızıl buğday unu üretim miktarı, 31.12.2019 tarihinde 9.480.874 ton iken, bu değer 31.12.2021 tarihinde 9.916.130 tona ulaşmıştır.

Perakende Un Pazarı

Türkiye paketli un sektörü, perakende kanalda Nielsen Perakende Eylül Araştırma Raporu'na göre, 2021 yılında 330.083 tonluk büyüklüğe sahiptir. Aynı rapora göre, 2022 yılının ilk 9 ayında bu değer 248.960 ton olmuştur.

Tablo 16: Türkiye Perakende Un Pazarı

| Toplam Perakende Un | | Hacim (kg) | | | Ciro (bin TL) | | |
|--------------------------|---|--------------------|--------------------|--------------------|------------------|------------------|-------------------|
| | | 2020 | 2021 | 2022 Oca - Eyl | 2020 | 2021 | 2022 Oca - Eyl |
| Satış Hacmi (kg) | İndirim Marketleri (BİM, A101, ŞOK) Hariç Türkiye | 131.655.563 | 112.166.185 | 78.950.566 | 547.663 | 600.082 | 841.054 |
| | İndirim Marketleri (BİM, A101, ŞOK) | 246.438.931 | 217.917.500 | 170.009.033 | 783.322 | 951.231 | 1.566.318 |
| | Toplam Türkiye | 378.094.494 | 330.083.684 | 248.959.598 | 1.330.985 | 1.551.313 | 2.407.372 |
| Kanal Satış Payı % | İndirim Marketleri (BİM, A101, ŞOK) Hariç Türkiye | %35,0 | %34,0 | %31,7 | %41,0 | %39,0 | %34,9 |
| | İndirim Marketleri (BİM, A101, ŞOK) | %65,0 | %66,0 | %68,3 | %59,0 | %61,0 | %65,1 |
| | Toplam Türkiye | %100,0 | %100,0 | %100,0 | %100,0 | %100,0 | %100,0 |

Kaynak: Nielsen Perakende Eylül Araştırma Raporu

Şirket'in perakende kanalı kapsamında, 2021 yılında, üretim içerisinde kendi markalarının tonaj payı %83, market markalı ürünlerin payı ise %17'dir. 2022 yılının ilk 9 aylık döneminde ise, market markalı ürünlerin payı %10'a gerilemiştir. Şirket, karlılığı artırmak amacı ile alınan stratejik karar doğrultusunda, market markalı üretim oranını yıllar içinde azaltmıştır.

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 Oca - Eyl |
|--|-------|-------|-------|-------------------|
| Şirket'in Kendi Markalı Üretim Tonajı % | %67,0 | %77,0 | %83,0 | %90,0 |
| Eksun Gıda Market Markalı (Private Label) Üretim % | %33,0 | %23,0 | %17,0 | %10,0 |

Kaynak: Şirket

Türkiye un pazarı, 500'den fazla fabrika ve 220'den fazla markanın yer aldığı, rekabetin yoğun olduğu bir pazardır (Kaynak: https://sanayi.tobb.org.tr/kitap_son3.php?kodu=1061210002). Nielsen verilerine göre, 2022 yılının ilk 9 ay toplamında, perakende kanalında un pazar tonajının %65,4'ü ve cirosunun %62,0'si, market markalarından (private label) gelmektedir. Aynı dönemde Şirket, Türkiye'de %8,1 tonaj payı ve %9,7 ciro payı ile (market markaları toplamı hariç tutulmaktadır) pazar lideri konumundadır.

| Türkiye Toplam Perakende Un Pazarı | Tonaj Payı (%) | | | | Ciro Payı (%) | | | |
|------------------------------------|----------------|------|-------------------|-------------------|---------------|------|-------------------|-------------------|
| | 2020 | 2021 | 2021 Oca - Eyl | 2022 Oca - Eyl | 2020 | 2021 | 2021 Oca - Eyl | 2022 Oca - Eyl |
| | | | | | | | | |

| | | | | |
|----------------------------------|------|------|------|------|
| Eksun Gıda | 6,3 | 7,0 | 6,9 | 8,1 |
| Rakip 1 | 9,6 | 7,6 | 8,1 | 6,9 |
| Rakip 2 | 2,1 | 2,0 | 2,0 | 1,9 |
| Market Markaları (Private Label) | 62,1 | 68,8 | 68,4 | 65,4 |
| Diğer Markalar Toplamı | 19,9 | 14,6 | 14,6 | 17,6 |

| | | | |
|------|------|------|------|
| 8,7 | 8,9 | 9,1 | 9,7 |
| 13,0 | 10,3 | 11,4 | 8,9 |
| 2,1 | 2,0 | 2,0 | 1,9 |
| 55,7 | 63,2 | 61,5 | 62,0 |
| 20,6 | 15,7 | 15,9 | 17,6 |

Kaynak: Nielsen 2022 Eylül Perakende Araştırma Raporu

3. ŞİRKET'İN AVANTAJLARI

Gıda Krizi ile Tarım Ekonomisinin ve Temel Gıdalara Erişimin Artan Önemi

Buğdayın öğütülmesi ile elde edilen un, yerleşik hayata geçiş sürecinden itibaren insanlığın temel besin maddesi olmuş ve besin piramidinin en altındaki yerini korumuştur.



Türkiye, buğday üretimi konusunda kendi kendine yetebilen ülkeler arasındadır. Ayrıca, Türkiye Dünya'da en çok ekmek tüketimine sahip ülkelerden biridir. Son yıllarda, özellikle pandemi ile birlikte nitelikli ekmek tüketim eğiliminin arttığı görülmekte, ekmek çeşitliliği dolayısı ile farklı içeriklerde unlara olan talep her geçen gün artmaktadır. Un ve unlu mamüller sektörü, temel gıda ürünü olması sebebiyle, salgın hastalıklar ve savaş gibi etkenlere karşı dirençlidir.

Stratejik Konumlandırılan Donanımlı Üretim Tesisleri

Şirket, buğday üretiminin en yoğun yapıldığı Trakya ve İç Anadolu Bölgesi'nde sahip olduğu 3 üretim tesisi sayesinde, geniş ürün gamına ve yüksek üretim kapasitesine sahiptir. Şirket, yüksek kapasite kullanım oranına sahiptir, bu durum operasyonel verimliliği ve karlılığı olumlu etkilemektedir. Şirket'in üretim tesisleri tam otomasyon sistemleriyle entegre, Türk Gıda Kodeksi'ne ve kalite standartlarına uygun donanıma sahiptir. Fabrikaların yerleşkeleri, hammaddeye ve pazara yakınlık olarak avantajlı bir noktadadır.

Uzun Yıllara Dayanan Sektör Tecrübesi

1996 yılından beri sektördeki faaliyetlerini sürdürmekte olan Şirket, Türkiye'de paketli un sektörünün bilinen markalarından biri olan Sinangil markasına sahip olması ile tanınmaktadır. Şirket, 2011 yılından beri, ISO ilk 500 listesinde düzenli olarak yerini korumaktadır.

AR-GE ve Tedarik Gücü

Şirket'in un üretimindeki kalitesi ve ürün arzının arkasında tecrübesi, AR-GE ve kalite standartları ile tedarik gücü bulunmaktadır. Şirket'in geniş buğday tedarik ağı, buğday cinsleri ve nihai ürüne dönüştürme süreçlerindeki bilgisi ve uzmanlığı ile standart kalitede ürünleri, sürdürülebilir şekilde üretmesine olanak sağlamaktadır.

Şirket, AR-GE merkezi vasıtası ile un kategorisine katma değeri olan, pazara, tüketiciye ve Şirket'e değer katan ürünler geliştirerek, çalışmalarını bu yönde sürdürmektedir.

Şirket, FSSC 2000, ISO 9001, TS 4500, Gimdes Helal ve TSE sertifikalarına sahiptir. Bu sayede, geniş bir coğrafyaya ürün satabilecek yeterliliği bulunmaktadır.

Bununla birlikte, Türkiye'de glutensiz unu tüketicilerine sunan, "Gluten Yok" markası ile glutensiz ekmek ve atıştırmalık ürünleri, düşük proteinli un gibi ürünleri ile farklı tüketici eğilimlerine ve ihtiyaçlarına cevap verebilen, AR-GE ve üretim yeteneğine sahiptir.

Satış Kanalları ve Ürün Çeşitliliği

Şirket, çoklu kanalda satış modeli ve geniş ürün portföyü ile, kanallardan birinde talebin azalması durumunda, bu azalışı, diğer kanallardaki taleplerle dengeleyebilecek bir yapıya sahiptir. Şirket'in ürettiği ürün, temel besin maddesi olması sebebi ile olası krizlerde, çoklu kanallı satış modeli sayesinde, satışların olumsuz etkilenme ihtimalini azaltmaktadır.

Ayrıca, Şirket kendi bünyesindeki dağıtım ağı ve lojistik iş ortakları ile yurt içinde, ülkenin her noktasına ürünlerini ulaştırabilecek kapasiteye sahiptir. Şirket, çok sayıda yurt içi ve yurt dışı fuara katılarak, farklı ülkelerde, farklı pazarlarda genişleme ve büyüme hedefi doğrultusunda gerekli aksiyonları almaktadır.

Pazar Lideri Olması

Şirket, Nielsen 2022 Eylül Perakende Araştırma Raporu'na göre, Ocak-Eylül arası 9 aylık dönemde Toplam Perakende Un Pazarı'nda %8,1 tonaj payı ve %9,7 hasılat payı ile (market markaları toplamı hariç tutulmaktadır) pazar lideri konumundadır.

Şirket'in yerel ve zincir marketlerle uzun yıllara dayanan ilişkisi, Sinangil markasının yüksek marka bilinirliliği ve ürün kalitesinin, sektör kalite standartlarına uygun olması, satış hacmi ve pazar payını etkileyen önemli faktörlerdir.

Yenilenebilir Enerji Yatırımları

Şirket, Eksim Yatırım Holding'in bünyesindeki enerji uzmanlığından faydalanarak, üretim tesisleri için yaptığı ve yapmayı planladığı GES ve RES yatırımları ile sürdürülebilir enerji kullanımını artırarak, çevreye duyarlı tesisler haline getirmek için çalışmalarını sürdürmektedir.

4. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Eksun Gıda'nın pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
- **Pazar Yaklaşımı:** Piyasa Çarpanları Analizi
 - Firma Değeri / Satışlar (FD / Satışlar)
 - Firma Değeri / FAVÖK (FD / FAVÖK)

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş nakit akımları (INA) analizi, şirketlerin gelecekte yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi çeşitli varsayımlara dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır. Bu yöntem şirketlerin uzun vadeli potansiyelini değerlendirmeye yansıtırken; şirket ve sektör özelindeki bazı riskleri de belirli bir çerçevede hesaplamaya dahil eder. Bu yöntemin varsayımlara çok duyarlı olması en önemli dezavantajdır.

Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları en güncel finansal tablolarındaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanır ve görece nesnel bir yöntem olması itibarıyla değerlendirmelerde en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerinin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan, farklı dönemlerdeki değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlendirmeler oynaklık gösterir.

Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören şirketlerin işlem gördükleri fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolardan seçilen finansal göstergelerin birbirine oranlanması ile hesaplanan çeşitli çarpanlara dayanmaktadır. Bu çarpanlar şirketin içinde bulunduğu sektöre göre değişkenlik gösterebilmektedir.

Bu değerlendirme yönteminde karşılaştırma bazında kullanılacak benzer şirketlerin Firma Değeri / Satışlar (FD/Satışlar) çarpanları ile Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır. Firma Değeri / Net Kar çarpanları yöntemi benzer şirketlerin bilanço yapılarındaki farklılıklar da göz önünde bulundurularak değerlendirme çalışmasında kullanılmamıştır.

- Şirket'in 30.09.2022 tarihinde sona eren yıla ait satış ("Satışlar") tutarı, benzer şirketlere bakılarak tespit edilen FD/Satışlar ile çarpılarak firma değeri hesaplanmıştır. Sonraki adımda 30.09.2022 tarihli net borç hesaplanan firma değerinden düşülerek Şirket'in FD/Satışlar çarpanına göre özkaynak değeri hesaplanmıştır.
- Şirket'in 30.09.2022 tarihinde sona eren yıla ait faiz, amortisman ve vergi öncesi kar ("FAVÖK") tutarı, benzer şirketlere bakılarak tespit edilen FD/FAVÖK ile çarpılarak firma değeri hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları da karşılaştırılabilirlik açısından aynı FAVÖK yaklaşımı kullanılarak hesaplanmıştır. Sonraki adımda 30.09.2022 tarihli net borç hesaplanan firma değerinden düşülerek Şirket'in FD/FAVÖK çarpanına göre özkaynak değeri hesaplanmıştır.

5. DEĞERLEMEYE İLİŞKİN ÖNEMLİ HUSUSLAR

Değerlemede Esas Alınan Finansal ve Operasyonel Veriler

FD/Satışlar çarpan analizinde kullanılan Satışlar ve FD/FAVÖK çarpan analizinde kullanılan FAVÖK hesaplaması aşağıda yer almaktadır.

Tablo 17: FAVÖK Hesaplaması⁴

| mİn TL | 2019 | 2020 | 2021 | 2021/9 | 2022/9 | S12A* |
|---------------------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|
| Hasılat | 926 | 1.041 | 1.549 | 979 | 2.812 | 3.382 |
| artış | | 12,5% | 48,8% | | 187,2% | |
| Satışların Maliyeti | 795 | 875 | 1.276 | 812 | 2.166 | 2.630 |
| artış | | 10,1% | 45,8% | | 166,9% | |
| Brüt Kar | 131 | 166 | 273 | 167 | 646 | 752 |
| Brüt Kar Marjı | 14,1% | 16,0% | 17,6% | 17,1% | 23,0% | 22,2% |
| Faaliyet Giderleri | 89 | 102 | 118 | 81 | 218 | 255 |
| FVÖK | 41 | 64 | 155 | 86 | 428 | 497 |
| FVÖK Marjı | 4,5% | 6,2% | 10,0% | 8,8% | 15,2% | 14,7% |
| Amortisman | 3 | 4 | 6 | 4 | 8 | 10 |
| FAVÖK** | 45 | 68 | 161 | 90 | 436 | 507 |
| FAVÖK Marjı | 4,8% | 6,5% | 10,4% | 9,2% | 15,5% | 15,0% |

*30.09.2022 itibarıyla son 12 ay

**Esas faaliyetlerden diğer gelir giderler hariç

Net Finansal Borç Pozisyonu

Net Finansal Borç, Şirket'in kısa ve uzun vadeli mali borçlardan nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır. Özkaynak Değeri hesaplanırken Net Finansal Borç, Firma Değeri'nden düşülmektedir. Şirket'in 30 Eylül 2022 tarihli Net Finansal Borç pozisyonu, aşağıdaki tabloda hesaplanmaktadır.

Tablo 18: Şirket'in Net Borç Pozisyonu (30.09.2022)⁵

| mİn TL | 2022/9 |
|---------------------------|--------|
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 46 |
| Kısa Vadeli Borçlar | 1.166 |
| Uzun Vadeli Borçlar | 33 |
| Net Borç | 1.153 |

1.1 Projeksiyonlar

İNA'ya esas teşkil eden projeksiyonlar Şirket'in 5 yıllık iş planı baz alınarak 2022 yılı son çeyrek ve 2023-2027 periyodu için hazırlanmıştır.

a. Makro Varsayımlar

Projeksiyonlarda kullanılan ABD \$/TL tahminleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. 2023 yılında Şubat ayı Merkez Bankası Piyasa Katılımcıları Anketi'nde cari yılsonu yıllık enflasyon oranı %35,8 olarak tahmin edilmiştir. Bu oran yıllık ortalama enflasyon oranı olarak çalışmada kullanılmıştır. İlerleyen yıllarda ilgili oranın 2024 yılında %20'ye düşeceği ve ilerleyen yıllarda kademeli olarak azalarak 2027 yılında %10,0'a düşeceği varsayılmıştır.

⁴ Bağımsız Denetim Raporunda yer alan 2019, 2020, 2021 yılları ve 30.09.2021 ve 30.09.2022 9 aylık verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

⁵ Bağımsız Denetim Raporunda yer alan 30.09.2022 tarihli bilanço verileri kullanılarak hesaplanmıştır.

İlgili ankette yer alan cari yılsonu kuru (22,84 TL) 2023 yılı ortalama kuru olarak baz alınmış ve ilerleyen yıllarda yıllık enflasyon oranına bağlı olarak artacağı öngörülmüştür.

Tablo 19: Makro Varsayımlar

| | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| TÜFE (Yıllık Ortalama) | 35,8% | 20,0% | 16,7% | 13,3% | 10,0% |
| USDTRY (ortalama) | 22,84 | 27,40 | 31,97 | 36,23 | 39,86 |

b. Gelirlerin ve Giderlerin Projeksiyonu

Şirket gelirleri projeksiyonu 7 kategoride, EDT, perakende, hububat ve diğer ürünler, donuk ürünler, ihracat, tali ürünler ve enerji olarak yapılmıştır.

- EDT satış hacmi 2022 yılı için 9 aylık gerçekleştirmeler ve Şirket'in 2022 yılı iş planı baz alınarak 2022 yılı satış hacmi 255 bin ton (2021: 225 bin ton, 2022 ilk 9 ay: 188 bin ton) varsayılmıştır.
- Perakende satış hacmi 2022 yılı için 9 aylık gerçekleştirmeler ve Şirket'in 2022 yılı iş planı baz alınarak 2022 yılı satış hacmi 44 bin ton (2021: 52 bin ton, 2022 ilk 9 ay: 30 bin ton) varsayılmıştır.
- İhracat satış hacmi varsayımı için 2022 ilk 9 ay satış hacimleri değişimlerine bağlı olarak ve Şirket'in 2022 yılı iş planı baz alınarak 2022 yılı satış hacmi 127 bin ton (2021: 88 bin ton, 2022 ilk 9 ay: 100 bin ton) varsayılmıştır.
- Tali ürünler satış hacmi 2022 yılı satış hacmi 9 aylık gerçekleştirmeler ve Şirket'in 2022 yılı iş planı baz alınarak 2022 yılı satış hacmi 135 bin ton (2021: 117 bin ton, 2022 ilk 9 ay: 101 bin ton) varsayılmıştır.

Projeksiyon dönemi içerisinde izleyen yıllarda;

- EDT kanalında satış miktarının (ton cinsinden) 2023, 2024 ve 2025 yıllarında geçmiş yıl performansları değerlendirilerek yıllık %5,0, ilerleyen yıllarda kademeli olarak azalarak 2026 yılında %4,0, 2027 yılında %3,0,
- Perakende kanalında satış miktarının (ton cinsinden) geçmiş yıllardaki satış hacim seviyeleri dikkate alınarak 2023, 2024 ve 2025 yılında sırasıyla %15, %15 ve %10 artarak geçmiş yıllardaki satış hacimlerine ulaşacağı ve 2026 ve 2027 yıllarında %1,5,
- Hububat ve diğer ürünlerde (tali ürünlerin yanı sıra müşteri taleplerini karşılamak amacıyla yem sanayisinde kullanılan buğday, ayçiçek, mısır, arpa vb. ticareti) satış miktarının (ton cinsinden) 2023 yılında 31 bin ton satış yapılacağı, 2024 yılında satış miktarının (ton cinsinden) %80 artacağı ve ilerleyen yıllarda %15,
- Donuk ürünlerde (simit, tatlı, pizza, börek vb.) Atılım Unlu Mamüller'in geçmiş yıllardaki marketlere yapmış olduğu satış hacmi baz alınarak Eksun Gıda bünyesinde Sinangil Çeşidim markası altında 2023 yılında 3 bin ton satış yapılacağı ve 2024 yılında satış miktarının (ton cinsinden) %20 ve ilerleyen yıllarda %5 artış göstereceği varsayılmıştır.
- İhracat kanalında Şirket'in iş planı dikkate alınarak 2022 yılındaki satış hacmine göre izleyen yıllarda satış miktarının (ton cinsinden) yıllar itibarıyla %5 azalacağı varsayılmıştır.
- Tali ürünler Şirket tesislerinde işlenen buğdayın çıktısı (yaklaşık %25) olması sebebiyle EDT, perakende ve ihracat kanallarındaki satış hacimlerine bağlı olarak projekte edilmiştir.
- Enerji geliri, Şirket'in 2024 yılının ortasında devreye almayı planladığı 28 MW'lık yenilenebilir enerji santrallerinde üretilen elektriğinin satılmasına bağlı olarak projekte edilmiştir.
- Ürün satış fiyatlarının TL cinsinden enflasyona bağlı artış göstereceği varsayılmıştır. 2024 yılında EDT kanalında TMO'nun un regülasyonu programı kapsamındaki sübvansiyonlarının azalmasına bağlı olarak satış fiyatında %1 ek artış olacağı varsayılmıştır.

Tablo 20: Şirket Satış Hacmi Projeksiyonu

| bin ton | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Satış Hacimleri | 562 | 612 | 657 | 684 | 704 | 721 |
| Büyüme | 16% | 9% | 7% | 4% | 3% | 3% |
| EDT | 255 | 268 | 281 | 295 | 307 | 316 |
| Perakende | 44 | 50 | 58 | 64 | 65 | 66 |
| Hububat ve Diğer Ürünler | - | 31 | 55 | 64 | 73 | 84 |
| Donuk Ürünler | - | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| İhracat | 127 | 121 | 115 | 109 | 104 | 98 |
| Tali Ürünler | 135 | 140 | 144 | 149 | 151 | 153 |

2022-2027 periyoduna ilişkin Şirket tarafından sağlanan iş planı baz alınarak hazırlanan satış hacmi ve birim satış fiyatları projeksiyonları kullanılarak 2022-2027 periyodu hasılatı hesaplanmıştır.

Tablo 21: Hasılat Projeksiyonu

| milyon TL | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Hasılat | 3.926 | 5.987 | 7.762 | 9.453 | 10.933 | 12.272 |
| Büyüme | 153% | 52% | 30% | 22% | 16% | 12% |
| EDT | 1.594 | 2.272 | 2.891 | 3.542 | 4.175 | 4.730 |
| Perakende | 392 | 613 | 845 | 1.085 | 1.248 | 1.393 |
| Hububat ve Diğer Ürünler | - | 190 | 411 | 552 | 719 | 910 |
| Donuk Ürünler | - | 303 | 436 | 535 | 636 | 735 |
| İhracat | 958 | 1.236 | 1.409 | 1.562 | 1.681 | 1.757 |
| Tali Ürünler | 981 | 1.373 | 1.704 | 2.049 | 2.359 | 2.622 |
| Enerji | - | - | 65 | 129 | 115 | 125 |

Satılan malın maliyeti projeksiyonları hazırlanırken EDT, Perakende ve İhracat ürünleri için 2022 yılı itibarıyla enerji maliyeti hariç ilgili alt kalemlerin tahmin edilen yılsonu toplam maliyetlerinin 2022 yılı tahmin edilen satış hacimlerine bölünerek birim SMM maliyetleri hesaplanmıştır. İlgili birim maliyetler izleyen yıllarda enflasyon oranında arttırılmıştır. 2023 yılı birim maliyetleri ayrıca geçmiş yıllar birim maliyetleri gözönünde bulundurularak ihtiyatlılık gereği ek %4,75 oranında arttırılmıştır ve EDT kanalında maliyet TMO'nun un regülasyonu programı kapsamındaki sübvansiyonlarının azalmasına bağlı olarak da ek %2 oranında arttırılmıştır. Hesaplanan birim maliyetler yıllık satış hacimleriyle çarpılarak toplam maliyetler hesaplanmıştır. Hububat ticaretinin maliyetinin cironun %90'ı, donuk ürün maliyetinin cironun %80'i oranında olacağı varsayılmıştır. Tali ürünlerin EDT, perakende ve ihracat ürün gruplarının üretimi sırasında yan ürün olarak çıkması sebebiyle ayrıca maliyet hesaplanmamıştır.

Tüketilen enerjiye ilişkin birim maliyet 2023 yılında 2022 yılı gerçekleşmesine paralel olarak 150 \$/MWh olarak belirlenmiş ve 2024 yılında 120 \$/MWh, 2025 yılında 100 \$/MWh, 2026 ve 2027 yılında 80 \$/MWh olarak varsayılmıştır ve 2023 yılında yıllık 41 GWh'dan 2027 yılında 45 GWh'a artacak şekilde tüketim tahmin edilmiş olup birim fiyatla çarpılarak enerji maliyeti hesaplanmıştır.

Enerji tüketimine ve enerji santrali yapıldıktan sonra sisteme verilen enerjiye ilişkin dağıtım maliyetleri hesaplanırken 2023 yılı birim çekiş maliyeti 344 TL/MWh, birim veriş maliyeti 127 TL/MWh olarak alınmış ve enflasyon oranında arttırılmıştır. Projeksiyon döneminde ilgili tutarlar tüketilen enerji miktarı ve sisteme verilen enerji miktarı ile çarpılarak toplam dağıtım maliyetleri hesaplanmıştır. Ayrıca sistemden çekilerek tüketilen enerji için 2023 yılında 34 TL/MWh Belediye Tüketim Vergisi maliyete eklenmiştir. İlgili birim maliyet izleyen yıllarda enflasyon oranında arttırılmıştır.

Faaliyet giderleri için genel yönetim giderleri, pazarlama, satış ve dağıtım giderleri, araştırma ve geliştirme giderleri ve enerji tesislerinin operasyonel giderleri olmak üzere 4 ana kalemde projeksiyon hazırlanmıştır.

- Genel yönetim giderlerinin 2022 yılsonunda 26 mlyn TL olacağı varsayılmış olup projeksiyon dönemi boyunca yıllar itibarıyla enflasyon oranında artış yansıtılmıştır.

- Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri ihracata bağlı giderler, amortisman, sabit giderler ve değişken giderler olarak 4 ayrı kalemde projekte edilmiştir.

Ihracata bağlı giderler: Geçmiş yıllardaki yükleme ve boşaltma giderleri ve ihracat giderleri toplamının ihracat gelirlerine oranı ortalaması olan %4 seviyesinin projeksiyon döneminde aynı seviyede olacağı varsayılmıştır. İhracata bağlı giderler ihracat kanalında yapılan satışlara bağlı olarak artış göstermektedir.

Amortisman: Enflasyona bağlı olarak artacağı varsayılmıştır.

Sabit giderler: Personel, kira, bakım ve onarım, aidat, sigorta, dava ve icra, ofis, enerji ve yakıt, temsil ve ağırlama, denetim ve danışmanlık ve diğer kalemleri sabit giderler olarak dikkate alınmıştır. 2022 yılında 49 mln TL olacağı varsayılan sabit giderlerin enflasyona bağlı olarak yıllar itibarıyla artacağı varsayılmıştır.

Değişken giderler: Nakliye ve navlun, vergi, resim harç ve komisyon, taşıt, reklam ve seyahat giderleri değişken giderler olarak dikkate alınmıştır. 2022 yılında 199 mln TL olacağı varsayılan değişken giderlerin geçmiş yıllardaki değişken giderlerin hasılatı oranı da dikkate alınarak hasılatın %5'i oranında olacağı varsayılmıştır.

- AR-GE giderlerinin 2022 yılında 1,5 mln TL olacağı varsayılmış olup ilerleyen yıllarda enflasyona bağlı olarak artış göstereceği tahmin edilmiştir.
- Enerji santralleri işletme giderleri RES'lerin operasyonel giderlerine göre hesaplanmıştır. İlgili enerji santrallerinin yatırımına 2023 yılı içerisinde başlanacağı ve 2024 yılı ortasında tamamlanacağı varsayılmıştır. 2025 yılında RES'lerin bakım onarım giderlerinin 250 bin Avro olacağı varsayılmış olup santrallerin 2024 yılının ortasında devreye alınması planlandığı için 125 bin Avro bakım onarım gideri öngörülmüştür. 2026 ve 2027 yılları için yıllar itibarıyla %2 artış olacağı tahmin edilmiştir. Bakım onarım giderlerinin TL cinsine çevrimi 1,05 parite (EURUSD) üzerinden makro varsayımlarında yer alan yıllık ortalama USDTRY kuruna göre yapılmıştır. Santral yatırımlarının yıllar itibarıyla %0,3'ü kadar sigorta gideri olacağı öngörülmüştür. Santrallerin işletilmesi için 8 personel istihdam edileceği varsayımıyla yıllar itibarıyla personel gideri olacağı öngörülmüştür. Şirket'in santraller için ödeyeceği kira bedelleri projeksiyon dönemi boyunca santrallerin operasyonel giderlerine eklenmiştir.

Tablo 22: Faaliyet Giderleri

| (milyon TL) | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T |
|---------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Faaliyet Giderleri | 321 | 436 | 555 | 669 | 766 | 852 |
| Genel Yönetim gideri | 26 | 35 | 42 | 49 | 55 | 60 |
| Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri | 288 | 399 | 503 | 603 | 690 | 768 |
| Araştırma ve geliştirme giderleri | 1 | 2 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| Enerji santralleri işletme gideri | - | 0 | 8 | 15 | 17 | 21 |

Hasılat, brüt kar, faaliyet gideri ve amortisman projeksiyonlarına göre hazırlanan gelir tablosu aşağıdaki gibidir.

Tablo 23: Gelir Tablosu

| milyon TL | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T |
|-------------------------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Satış Miktarı (bin ton) | 562 | 612 | 657 | 684 | 704 | 721 |
| artış | 16,3% | 9,0% | 7,3% | 4,1% | 2,8% | 2,5% |
| Hasılat | 3.926 | 5.987 | 7.762 | 9.453 | 10.933 | 12.272 |
| artış | 153,4% | 52,5% | 29,6% | 21,8% | 15,7% | 12,2% |
| Satışların Maliyeti | 3.144 | 5.079 | 6.412 | 7.683 | 8.921 | 10.024 |
| artış | 146,4% | 61,5% | 26,3% | 19,8% | 16,1% | 12,4% |
| Brüt Kar | 782 | 908 | 1.350 | 1.770 | 2.012 | 2.247 |
| Brüt Kar Marjı | 19,9% | 15,2% | 17,4% | 18,7% | 18,4% | 18,3% |

| | | | | | | |
|--------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Faaliyet Giderleri | 321 | 436 | 555 | 669 | 766 | 852 |
| artış | 172,5% | 35,7% | 27,5% | 20,5% | 14,4% | 11,3% |
| FVÖK | 461 | 473 | 795 | 1.101 | 1.246 | 1.395 |
| FVÖK Marjı | 11,7% | 7,9% | 10,2% | 11,6% | 11,4% | 11,4% |
| Amortisman | 12 | 21 | 57 | 63 | 68 | 73 |
| FAVÖK* | 473 | 494 | 852 | 1.164 | 1.315 | 1.468 |
| FAVÖK Marjı | 12,0% | 8,2% | 11,0% | 12,3% | 12,0% | 12,0% |

*Esas faaliyetlerden diğer gelir giderler hariç

c. İşletme Sermayesi

İşletme sermayesi hesaplamaları için;

- Ticari alacaklar için geçmiş dönemdeki ticari alacak vadelerine paralel olarak projeksiyon periyodunda ticari alacak vadesi 65 gün olarak kullanılmıştır.
- Stoklar için 70 gün ortalama stok süresi varsayılmıştır. Ancak buğday ve mamül ürünlerin fiyatının dövizle bağımlı olması sebebiyle projeksiyon döneminde gerekli stok değerleri dolara dönüştürülmüş, yıllar arasında dolar cinsinden stok değerinin değişimi işletme sermayesi değişimine yansıtılmıştır.
- Şirket'in 2021 yılı sonu itibarıyla, Grup şirketi olan Dicle Kök Enerji Yatırımları A.Ş.'ye vadeli buğday satın alma kapsamında 435.660.183 TL borcu bulunmaktadır. Söz konusu borcun büyük bir kısmı 2022 yılının içinde ödenmiş ve 30.09.2022 tarihi itibarıyla, bu borca ilişkin herhangi bir bakiye kalmamıştır. Ticari borçların ödeme süresi için Şirket'in ilişkili taraflara borçlarının güncel durumu dikkate alınarak projeksiyon periyodunda 30 gün olarak kullanılmıştır.

Stoklarda bulunan buğdayın ve işlenmiş ürünlerin dövizle bağımlı olması sebebiyle stok değişimi stokun ABD Doları cinsinden değerinin değişimi olarak hesaplanmıştır. 2022 yılsonu işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanırken 30.09.2022 itibarıyla olan işletme sermayesi ile 2022 yılsonu için tahmin edilen işletme sermayesi arasındaki fark alınmıştır.

Tablo 24: İşletme Sermayesi

| | 2022/9 | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T |
|----------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Ticari Alacak | 591 | 551 | 1.066 | 1.371 | 1.660 | 1.926 | 2.163 |
| Stok | 677 | 543 | 974 | 1.230 | 1.473 | 1.711 | 1.923 |
| Stok (ABD Doları) | - | 33 | 43 | 45 | 46 | 47 | 48 |
| Stok Değişimi (ABD Doları) | - | - | 10 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| Stok Değişimi (TL) | - | - | 226 | 61 | 39 | 41 | 41 |
| Ticari Borç | 169 | 50 | 417 | 527 | 631 | 733 | 824 |
| Net İşletme Sermayesi | 1.099 | 1.044 | 1.623 | 2.073 | 2.502 | 2.904 | 3.262 |
| İşletme Sermayesi Değişimi | - | -55 | 374 | 256 | 224 | 205 | 186 |

d. Yatırım Harcamaları ve Amortisman

05.03.2022 tarihli ve 7381 sayılı Kanun'un 27. maddesinin altıncı fıkrası uyarınca, belediyeler, sanayi tesisleri ve tarımsal sulama amaçlı tesisler için, bağlantı anlaşmasındaki sözleşme gücünün iki katına kadar, yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı üretim tesisi kurma imkanı verilmiştir.

Şirket'in Tekirdağ-Muratlı fabrikasındaki mevcut sözleşme gücü 8 MW ve Konya-Selçuklu fabrikasındaki mevcut sözleşme gücü 6 MW olup, toplam 14 MW'lık sözleşme gücü bulunmaktadır. Şirket'in iş planı kapsamında, 28 MW kurulu gücünde rüzgar enerji santrali yatırımı planlanmaktadır. Şirket tarafından, yatırımın toplam maliyeti yaklaşık 28 milyon Avro olarak öngörülmüşken, santrallerin 2024 Temmuz ayından itibaren tam kapasite üretim yapması hedeflenmektedir.

Yıllık yatırım harcaması olarak projeksiyon dönemi boyunca bakım ve onarım harcamalarının amortisman gideri kadar olacağı varsayılmıştır. Şirket'in iş planında yer alan 28 MW gücündeki RES'lerin 2024 yılı ortasında devreye alınacağı varsayılmıştır. Bu çerçevede %40'ı 2023 ve %60'ı 2024 yıllarında olmak üzere 28 mln Avro yatırım harcaması yapılacağı öngörülmüştür. Bu yatırım tutarlarının TL cinsine çevrimi 1,05 parite (EURUSD) üzerinden makro varsayımlarında yer alan yıllık ortalama USDTRY kuruna göre yapılmıştır.

Tablo 25: Yatırımlar

| (mn TL) | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T |
|---------------------------------|-----------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|
| Yıllık Yatırım Harcaması | 15 | 21 | 27 | 33 | 38 | 43 |
| Enerji Yatırım Harcaması | - | 269 | 483 | - | - | - |
| Toplam Yatırım Harcaması | 15 | 289 | 510 | 33 | 38 | 43 |

Tablo 26: Elektrik Üretimi ve Tüketimi

| | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Tüketim (MWh) | 20.496 | 43.942 | 44.629 | 45.099 |
| Üretim (MWh) | 40.320 | 84.352 | 84.352 | 84.352 |
| Fark (Elektrik Satışı) (MWh) | 19.824 | 40.410 | 39.723 | 39.253 |

Şirket'in, Tekirdağ ve Konya'daki fabrikalarının 2022 yılı toplam elektrik tüketimi 40 bin MWh olarak gerçekleşmiştir. Önümüzdeki yıllarda ise, un üretim miktarının artmasına bağlı olarak, yıllık elektrik tüketim miktarının projeksiyon dönemi boyunca işlenen buğday hacmine bağlı olarak 2025 yılında 44 bin MWh'dan 2027 yılında 45 bin MWh'a artacağı öngörülmüştür. Rüzgar enerji santralinin yıllık üretim kapasitesi ise 84 bin MWh olarak planlanmıştır.

2025 yılında üretilen elektriğin 44 bin MWh'ı, tüketimi karşılamada kullanılacakken, kalan 40 bin MWh, Elektrik Piyasasında Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliği kapsamında, görevli tedarik şirketine satılacaktır. Tüketimi karşılayacak 44 bin MWh'in, satışların maliyetini azaltması ve fazla üretilen 40 bin MWh'in satılarak, ilave gelir elde edilmesi planlanmaktadır. İlerleyen yıllar için tüketim, üretim ve üretilip satılacak (fark) elektrik miktarları tablo 26'da sunulmuştur.

Şirket'in geçmiş yıllardaki amortismanının satışlara oranı %0,3 olarak hesaplanmıştır, bu oran üzerinden projeksiyon dönemi boyunca satış tutarına bağlı olarak amortisman tahmin edilmiştir. Yapılması planlanan RES'ler için 25 yıl üzerinden amortisman ayrılmış olup 2024 yılından itibaren 30 mln TL'lik tutar projekte edilen amortisman üzerine eklenmiştir.

Tablo 27: Amortisman

| (mn TL) | 2022T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T |
|--------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Amortisman | 15 | 21 | 27 | 33 | 38 | 43 |
| Amortisman (Enerji) | | | 30 | 30 | 30 | 30 |
| Toplam Amortisman | 15 | 21 | 57 | 63 | 68 | 73 |

e. **Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)**

- Ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin projeksiyon dönemi içerisinde değişken olacağı varsayılmıştır.
- 2022 yılı risksiz getiri oranı için ihtiyatlı bir yaklaşımla, düşen tahvil getirilerini etkisi hesaba katılmayarak %20,0 olarak alınmış ve ilerleyen yıllar için uzun vadeli devlet tahvili getirisinin 2022 yılı başından bugüne ortalaması olan %17,5 seviyesinde olacağı varsayılmıştır.
- Türkiye hisse senedi risk primi 2021-2026 ve uç değer hesaplaması döneminde %5,5 olarak sabit tutulmuştur.
- Şirketin kaldıraçlı betası 1.0x olarak öngörülmüş ve sabit tutulmuştur.
- Vergi öncesi borç maliyetinin, risksiz getiri oranının %5 üzerinde olacağı varsayılmıştır.
- Borç/(Borç+Özkaynak) oranı, son dönemdeki bilançosu da dikkate alınarak 30.09.2022 itibarıyla gerçekleşen rakam olan %80 olarak sabit tahmin edilmiştir.
- Vergi hesaplamalarında yapılması planlanan RES'le kullanılacak yerli aksamlar baz alınarak vergi teşviği dikkate alınmıştır ve etkin vergi oranı hesaplanmıştır.

Tablo 28: Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Risksiz Getiri Oranı (TL) | 20,0% | 17,5% | 17,5% | 17,5% | 17,5% | 17,5% |
| Hisse Senedi Risk Primi | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% |
| Beta | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 1,00 |
| Borç / (Borç+Özkaynaklar) | 80% | 80% | 80% | 80% | 80% | 80% |
| Vergi Oranı | 23% | 13% | 13% | 19% | 19% | 19% |
| Sermaye Maliyeti | 25,5% | 23,0% | 23,0% | 23,0% | 23,0% | 23,0% |
| Borç Maliyeti (Vergi Öncesi) | 25,0% | 22,5% | 22,5% | 22,5% | 22,5% | 22,5% |
| AOSM | 20,5% | 20,3% | 20,4% | 19,2% | 19,2% | 19,2% |

2. BENZER ŞİRKETLER

Un ve unlu mamulleri, hazır ve donmuş gıda alanlarında faaliyet gösteren Şirket yerli ve yabancı benzer şirketlerle karşılaştırılmıştır. Şirketler seçilirken un, unlu mamulleri ve gıda üretimi alanlarında faaliyet göstermesine dikkat edilmiştir.

Tablo 29: Yabancı Benzer Şirket Açıklamaları

| Şirket İsmi | Ülke | Açıklama |
|------------------------------|---------------------------|--|
| Archer-Daniels-Midland Co | A.B.D | 1902'de kurulmuş Şikago merkezli çok uluslu bir gıda üretim ve satış firmasıdır. Şirket hem insan tüketimine hem de hayvan tüketimine yönelik ürünler üretmektedir. Ana ürün grupları arasında buğday ürünleri, süt ve süt ürünleri, tahıl ürünleri bulunmaktadır. |
| General Mills Inc | A.B.D | Şirket 1866'da kurulmuş Amerikan tahıl ürünleri piyasasının en eski kuruluşlarından biridir. Günümüz ana faaliyetleri arasında gelirinin büyük kısmını hızlı tüketim paketlenmiş ürünlerinden elde etmektedir. Bunun yanı sıra şirket donmuş ürünler, hazır yemek ve evcil hayvan yemi sektörlerinde de faaliyet göstermektedir. |
| Bunge Ltd | A.B.D | 1818 yılında Amsterdam'da kurulmuş, günümüzde ABD merkezli bir tarım ve gıda şirkettir. Ana faaliyet konusu yağlı tohum üretilip işleyerek tüketilebilir yağa dönüştürmek ve satışını yapmak olan şirket aynı zamanda un üretim değirmenleri de işletmektedir. |
| Nissin Foods Holdings Co Ltd | Japonya | Japonya'da ikinci dünya savaşı sırasında kurulan şirket hazır noodle ve ramen ilk üreten ve pazarlayan şirketler arasındadır. Günümüzde hala tek gelir kaynağı hazır noodle ve çeşitleri olan şirketin ürünleri Asya ve Amerika pazarlarında alanında güçlü ve lider pozisyonundadır. |
| Gruma S.A.B.-B | Meksika | Ana merkezi Meksika'da bulunan çok uluslu bir unlu mamulleri üretim firmasıdır. Şirket dünyanın en büyük mısır unu ve tortilla üreticileri arasındadır. Faaliyetlerini yoğunluklu olarak Kuzey ve Orta Amerika bölgelerinde sürdüren şirketin en bilinen markaları arasında Mission Foods, Maseca ve Guerrero bulunmaktadır. |
| Lancaster Colony Corp | A.B.D | Amerika merkezli un ve unlu mamulleri sektöründe faaliyet gösteren 1961 yılında kurulmuş bir şirkettir. Üretimini yaptıkları ana ürünleri üç marka altında pazarlayan şirketin ürünleri arasında dip soslar, donmuş ürünler ve kruton ekmecekler bulunmaktadır. |
| Nisshin Seifun Group Inc | Japonya | 1900 yılında Japonya'da kurulan Nisshin Seifun Group, öncelikle buğday unu üretimi ve satışı ile uğraşmaktadır. Şirketler grubunun iş alanları arasında işlenmiş gıdalar, hazır yemekler ve diğer hazır gıdalar yer almaktadır. Bunun yanı sıra şirket maya ve biyoteknoloji ve sağlık gıdaları alanlarında çalışmaktadır. |
| M Dias Branco Sa | Brezilya | Brezilya merkezli hazır paketlenmiş unlu mamulleri konusunda Güney Amerika bölgesinde güçlü bir konuma sahip çok uluslu üretim firmasıdır. Gelirlerinin büyük bir kısmı buğday unu ve margarin satışından kaynaklanmaktadır. Ana faaliyet konusunun yanında üretimini yaptığı ürünler kek, makarna, bisküvi ve atıştırmalıklardır. |
| Tiger Brands Ltd | Güney Afrika | Ticari faaliyetlerini yoğunluklu olarak Afrika kıtasında sürdüren şirket 1920 yılında kurulmuştur. Şirket'in ana gelir kaynağı unlu mamulleridir. Bunun yanı sıra çeşitli tahıl ürünleri, atıştırmalıklar ve bebek mamaları üretilip satılmaktadır. |
| Nippon Corp | Japonya | Nippon Corporation, gelirinin çoğunu öğütme undan elde eden ve erişte gibi unla ilgili ürünler üreten bir Japon şirkettir. 1896 yılında kurulmuştur ve Mitsui Keiretsu'nun bir üyesidir. Unlu mamul ve değirmencilik faaliyetleri gelirinin yaklaşık %30'unu oluşturmaktadır. |
| Agthia Group Pjsc | Birleşik Arap Emirlikleri | Abu Dhabi'de kurulmuş UAE'nin en büyük gıda firmalarından biridir. Şirketin varlıkları BAE, Suudi Arabistan, Kuveyt, Umman, Mısır, Türkiye ve Ürdün'de bulunmaktadır. Agthia, BAE, GCC, Türkiye ve yoğunlukla Orta Doğu'daki tüketiciler için yiyecek ve içecek ürünleri sağlayan bir firmadır. Gelirlerinin yaklaşık %40'a yakını un ve hayvan yemi satışı işlemlerinden kaynaklanmaktadır. |
| Samyang Corp | Güney Kore | Samyang Corporation, çeşitli alanlarda faaliyet göstermektedir. Şirket, endüstriyel etyaflar, plastik şişe, iyon değiştirici reçineler gibi ürünlerle mühendislik plastikleri dahil kimyasallar üretmektedir. Ayrıca şeker, un, fırıncılık karışımları, bitkisel yağlar, margarin ve katı yağ gibi gıda maddeleri sektörüne de odaklanmaktadır. Samyang Corporation, ürünlerini Güney Kore'de pazarlamaktadır. |

| | | |
|-----------------------------|---------|---|
| Nitto Fuji Flour Milling Co | Japonya | 1914'te kurulmuş Japon kökenli bir şirkettir. Ana faaliyetlerini bu bölgede sürdürmekle beraber Vietnam ve Tayland'da da unlu mamulleri üretim ve satışı yapmaktadır. Şirket aynı zamanda Mitsubishi Corporation üyesidir, holdingin unlu mamul ve değirmencilik alanında bağlı ortaklığı olarak faaliyet göstermektedir. |
| Oman Flour Mills | Umman | 1977'de Umman'da kurulan Şirket ülkenin en büyük un değirmenciligi işini yürütmektedir. Ana gelir kaynağı un ticareti ve hayvan yemi üretiminden elde edilen gelirlerdir. Satışlarını bölgesel olarak üç marka altında gerçekleştirmektedir. |
| Malayan Flour Mills Bhd | Malezya | Malezya merkezli Şirket alanında Malezya'nın kurulmuş ilk firmasıdır. Ana olarak değirmencilik faaliyetleri ile ülkede lider konumdadır. Bunun yanı sıra Vietnam'da da değirmencilik faaliyetlerini sürdürmektedir. |

3. EKSUN GIDA DEĞERLEMESİ

3.1 Piyasa Çarpanları Analizi

Şirket'in özkaynak değeri FD/FAVÖK ve FD/Satışlar analizleri sonucu hesaplanmış ve analiz sonucu hesaplanan değerlere eşit ağırlık verilerek Piyasa Çarpanları Analizi sonucu özkaynak değeri hesaplanmıştır.

a. FD / FAVÖK Çarpanı Yöntemi

Şirket'in firma değeri Yabancı FD / FAVÖK çarpanı ve Yerli FD/FAVÖK çarpanı yöntemi ile ayrı ayrı hesaplanmıştır. Hesaplanan firma değerlerinden 30.09.2022 tarihli net borç çıkartılarak her iki çarpan analizine istinaden nihai özkaynak değeri tespit edilmiş ve hesaplanan iki ayrı özkaynak değerlerinden yerli benzer şirketlere %50, yabancı benzer şirketlere %50 ağırlık verilerek Şirket'in FD/FAVÖK çarpanı analizine göre özkaynak değeri hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin çarpanları yabancı şirketler için 16.02.2023 kapanış itibarıyla "Bloomberg" platformundan, yerli şirketler için 16.02.2023 kapanış itibarıyla Rasyonet platformundan elde edilmiştir.

FD / FAVÖK çarpanı, halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin ilgili şirketlerin 30.09.2022 tarihinde sona eren 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK değerlerine bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

Tablo 30: Yabancı Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanı

| Yabancı Şirketler | FD/FAVÖK |
|------------------------------|----------|
| Archer-Daniels-Midland Co | 9,8x |
| General Mills Inc | 13,0x |
| Bunge Ltd | 7,1x |
| Nissin Foods Holdings Co Ltd | 15,2x |
| Gruma S.A.B.-B | 8,9x |
| Lancaster Colony Corp | 30,4x |
| Nisshin Seifun Group Inc | 8,7x |
| M Dias Branco Sa | 13,8x |
| Tiger Brands Ltd | 9,2x |
| Nippn Corp | 7,5x |
| Agthia Group Pjsc | 7,2x |
| Samyang Corp | 11,0x |
| Nitto Fuji Flour Milling Co | a d |
| Oman Flour Mills | 39,7x |
| Malayan Flour Mills Bhd | 8,9x |
| Medyan | 9,1x |

Kaynak: Bloomberg, 16 Şubat 2023

Yabancı benzer şirketlerin FD / FAVÖK çarpanı medyanı 9,1x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre, Eksun Gıda'nın firma değeri ve özkaynak değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 31: Yabancı Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı

| Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK | | 9,1x |
|-----------------------------------|--------|-------|
| FAVÖK* | mln TL | 507 |
| Şirket Değeri | mln TL | 4.596 |
| Net Borç | mln TL | 1.153 |

| | | |
|---|-----------|-------|
| Yabancı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri | milyon TL | 3.442 |
|---|-----------|-------|

*Esas faaliyetlerden diğer gelir giderler hariç

Tablo 32: Yerli Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanı

| Yerli Şirketler | FD/FAVÖK |
|-----------------|----------|
| Ülker | 5,4x |
| Tukaş | 7,6x |
| Yayla Gıda | 11,8x |
| Ulusoy Un | 4,8x |
| Söke Un | 17,5x |
| Kerevitaş | 5,4x |
| Tat Gıda | 14,1x |
| Kervan Gıda | 11,7x |
| Penguen | 8,6x |
| Pınar Süt | 8,9x |
| Dardanel | 16,2x |
| AVOD | 6,9x |
| Frijo | 5,6x |
| Selva Gıda | 10,3x |
| Oylum | 20,9x |
| Selçuk Gıda | a.d. |
| Medyan | 8,9x |

Kaynak: Rasyonet, 16 Şubat 2023

Yerli benzer şirketlerin FD / FAVÖK çarpanı medyanı 8,9x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre, Eksun Gıda'nın firma değeri ve özsermaye değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 33: Yerli Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı

| | | |
|---|-----------|-------|
| Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK | | 8,9x |
| FAVÖK* | milyon TL | 507,3 |
| Şirket Değeri | milyon TL | 4.511 |
| Net Borç | milyon TL | 1.153 |
| Yerli Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri | milyon TL | 3.358 |

*Esas faaliyetlerden diğer gelir giderler hariç

FD/FAVÖK çarpanlarına göre hesaplanan özkaynak değerlerinde, ihtiyatlılık gereği, yerli benzer şirket çarpanlarına %50, yabancı benzer şirket çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir.

Tablo 34: FD/FAVÖK Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri

| | | |
|---|-----------|-------|
| Yabancı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri | milyon TL | 3.442 |
| Yerli Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri | milyon TL | 3.358 |
| FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özkaynak Değeri | milyon TL | 3.400 |

Yabancı ve Yerli Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine, yerli şirketlere %50, yabancı şirketlere %50 ağırlık verilmiş ve analiz sonucunda 3.400.249.519 TL özkaynak değerine ulaşılmıştır.

b. FD / Satışlar Çarpanı Yöntemi

Şirket'in firma değeri Yabancı FD/Satışlar çarpanı ve Yerli FD/Satışlar çarpanı yöntemi ile ayrı ayrı hesaplanmıştır. Hesaplanan firma değerlerinden 30.09.2022 tarihli net borç çıkartılarak her iki çarpan analizine istinaden nihai özkaynak değeri tespit edilmiş ve hesaplanan iki ayrı özkaynak değerlerinden yerli benzer şirketlere %50, yabancı benzer şirketlere %50 ağırlık verilerek Şirket'in FD/Satışlar çarpanı analizine göre özkaynak değeri hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin çarpanları yabancı şirketler için 16.02.2023 kapanış itibarıyla

"Bloomberg" platformundan, yerli şirketler için 16.02.2023 kapanış itibarıyla Rasyonet platformundan elde edilmiştir.

FD / Satışlar çarpanı, halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin ilgili şirketlerin 30.09.2022 tarihinde sona eren 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri satış değerlerine bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

Tablo 35: Yabancı Benzer Şirketler FD / Satışlar Çarpanı

| Yabancı Şirketler | FD/Satış |
|------------------------------|----------|
| Archer-Daniels-Midland Co | 0,5x |
| General Mills Inc | 2,9x |
| Bunge Ltd | 0,3x |
| Nissin Foods Holdings Co Ltd | 1,8x |
| Gruma S.A.B.-B | 1,3x |
| Lancaster Colony Corp | 3,0x |
| Nisshin Seifun Group Inc | 0,6x |
| M Dias Branco Sa | 1,4x |
| Tiger Brands Ltd | 1,1x |
| Nippn Corp | 0,5x |
| Agthia Group Pjsc | 1,0x |
| Samyang Corp | 0,6x |
| Nitto Fuji Flour Milling Co | 0,6x |
| Oman Flour Mills | 1,3x |
| Malayan Flour Mills Bhd | 0,7x |
| Medyan | 1,0x |

Kaynak: Bloomberg, 16 Şubat 2023

Yabancı benzer şirketlerin FD / Satışlar çarpanı medyanı 1,0x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre, Eksun Gıda'nın firma değeri ve özkaynak değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 36: Yabancı Benzer Şirketler FD / Satışlar Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı

| | | |
|--|--------|-------|
| Yabancı Benzer Şirketler FD/Satışlar | | 1,0x |
| Satışlar | mln TL | 3 382 |
| Şirket Değeri | mln TL | 3 520 |
| Net Borç | mln TL | 1 153 |
| Yabancı Şirketler FD/Satışlar Çarpanına Göre Özkaynak Değeri | mln TL | 2.367 |

Tablo 37: Yerli Benzer Şirketler FD / Satışlar Çarpanı

| Yerli Şirketler | FD/Satış |
|-----------------|----------|
| Ulker | 1,0x |
| Tukaş | 3,1x |
| Yayla Gıda | 1,4x |
| Ulusoy Un | 0,3x |
| Söke Un | 2,2x |
| Kerevitaş | 1,0x |
| Tat Gıda | 2,2x |
| Kervan Gıda | 1,6x |
| Penguen | 2,0x |
| Pınar Süt | 0,7x |
| Dardanel | 1,4x |
| AVOD | 1,4x |
| Frigo | 1,9x |
| Selva Gıda | 1,7x |
| Oylum | 1,4x |
| Selçuk Gıda | 2,2x |
| Medyan | 1,4x |

Kaynak: Rasyonet, 16 Şubat 2023

Yerli benzer şirketlerin FD / Satışlar çarpanı medyanı 1,4x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre, Eksun Gıda'nın firma değeri ve özsermaye değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 38: Yerli Benzer Şirketler FD / Satışlar Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı

| | | |
|--|-----------|-------|
| Yerli Benzer Şirketler FD/Satışlar | | 1,4x |
| Satışlar | milyon TL | 3.382 |
| Şirket Değeri | milyon TL | 4.737 |
| Net Borç | milyon TL | 1.153 |
| Yerli Şirketler FD/Satışlar Çarpanına Göre Özkaynak Değeri | milyon TL | 3.584 |

FD/Satışlar çarpanlarına göre hesaplanan özkaynak değerlerinde, ihtiyatlılık gereği, yerli benzer şirket çarpanlarına %50, yabancı benzer şirket çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir.

Tablo 39: FD/Satışlar Çarpan Analizine Göre Ortalama Özkaynak Değeri

| | | |
|--|-----------|-------|
| Yabancı Şirketler FD/Satışlar Çarpanına Göre Özkaynak Değeri | milyon TL | 2.367 |
| Yerli Şirketler FD/Satışlar Çarpanına Göre Özkaynak Değeri | milyon TL | 3.584 |
| FD/Satışlar Çarpanına Göre Özkaynak Değeri | milyon TL | 2.976 |

Yabancı ve Yerli Benzer Şirketlerin FD/Satışlar çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine, yerli şirketlere %50, yabancı şirketlere %50 ağırlık verilmiş ve analiz sonucunda 2.975.730.760 TL özkaynak değerine ulaşılmıştır.

2 yöntemden FD/FAVÖK çarpanına %50, FD/Satışlar %50 eşit ağırlık verilmiştir. Çarpan analizi sonucu Şirket'in özkaynak değeri 3.187.990.140 TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 40: Piyasa Çarpanları Analizi Özet

| Değerleme Yöntemi | Hesaplanan Özkaynak Değeri (TL) | Ağırlık | Özkaynak Değeri (TL) |
|--|---------------------------------|---------|----------------------|
| Benzer Şirketler FD / FAVÖK Çarpanı Yöntemi | 3.400.249.519 | 50% | 1.700.124.760 |
| Benzer Şirketler FD / Satışlar Çarpanı Yöntemi | 2.975.730.760 | 50% | 1.487.865.380 |
| Özkaynak Değeri | | | 3.187.990.140 |

3.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

- Şirket'in değerlendirme çalışmasında Şirket'in 2022 yılı için 9 aylık gerçekleştirmeler ve Şirket İş Planı baz alınarak projeksiyonlar hazırlanmıştır. Ürün grupları bazında satış hacmi artışı tahminleri kullanılmış ve ürün grupları birim satış fiyatlarının yıllar itibarıyla enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır.
- Uç değer hesaplaması için büyüme oranı %5 olarak varsayılmıştır.
- RES'lerin devreye alınması ile elde edilen gelir "Enerji" olarak nakit akışına yansıtılmıştır, Şirket'in tesislerinde kullanılacak elektrik 2024 yılının ortasından sonra kurulması planlanan RES'lerden sağlanacağı öngörülmüştür.
- Nakit akışlarına göre Şirket Değeri 30.09.2022 itibarıyla hesaplanmış, ilgili tarihteki net borç düşülerek özkaynak değeri hesaplanmıştır.
- İndirgenmiş nakit analizine göre özkaynak değeri 2.992.080.009 TL olarak hesaplanmıştır.

Hazırlanan projeksiyonlara göre nakit akışı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 41: İndirgenmiş Nakit Analizi

| | 2022 4.Ç T | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T | 2027T | Nihai Dönem |
|---------------|------------|-------|-------|-------|--------|--------|-------------|
| Net Satışlar | 1.114 | 5.987 | 7.762 | 9.453 | 10.933 | 12.272 | 12.885 |
| yıllık büyüme | | 52% | 30% | 22% | 16% | 12% | 5% |

| | | | | | | | |
|--------------------------------------|--------------|-------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| FVÖK | 39 | 473 | 795 | 1.101 | 1.246 | 1.395 | 1.465 |
| FVÖK marjı | 3% | 8% | 10% | 12% | 11% | 11% | 11% |
| (-) Vergi Ödemeleri | 9 | 62 | 100 | 206 | 236 | 267 | 293 |
| Vergi Sonrası Faaliyet Karı | 30 | 411 | 695 | 895 | 1.010 | 1.128 | 1.172 |
| (+) Amortisman | 4 | 21 | 57 | 63 | 68 | 73 | 77 |
| (-) NİS'teki Artış | -55 | 374 | 256 | 224 | 205 | 186 | 67 |
| (-) Yatırım Harcamaları | 4 | 289 | 510 | 33 | 38 | 43 | 77 |
| Serbest Nakit Akışı (SNA) | 85 | -232 | -14 | 701 | 835 | 972 | 1.105 |
| İndirgeme Oranı (AOSM) | 4,8% | 20,3% | 20,4% | 19,2% | 19,2% | 19,2% | |
| İndirgeme Faktörü | 104,8% | 126,0% | 151,6% | 180,8% | 215,6% | 256,9% | |
| SNA'nın 30.09.2022 itibarıyla değeri | 81 | -184 | -9 | 387 | 387 | 378 | |
| SNA Toplamı | 1.041 | | | | | | |
| Terminal büyüme oranı | 5,0% | | | | | | |
| Terminal AOSM | 19,2% | | | | | | |
| Terminal Değer (TD) | 7.792 | | | | | | |
| TD'nin Bugünkü Değeri | 3.033 | | | | | | |
| Firma Değeri | 4.073 | | | | | | |
| Net Borç (30.09.2022) | 1.153 | | | | | | |
| Özsermaye Değeri | 2.920 | | | | | | |

4. SONUÇ

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ve Piyasa Çarpan Analizi %50-%50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarının ağırlığı sırasıyla %50-%50 olarak belirlenirken her bir çarpan kendi içerisinde de yerli şirketlerin çarpanları %50, yabancı şirket çarpanları %50 ile ağırlıklandırılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi ve Piyasa Çarpan Analizi sonucunda bulunan özkaynak değerleri aşağıda yer almaktadır.

Tablo 42: Değerleme Yöntemleri Sonuçları

| Değerleme Yöntemi | Hesaplanan Özkaynak Değeri (TL) | Ağırlık | Piyasa Katkısı (TL) |
|--|---------------------------------|---------|----------------------|
| İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi | 2.920.366.829 | 50% | 1.460.183.415 |
| Piyasa Çarpanları Yöntemi | 3.187.990.140 | 50% | 1.593.995.070 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri | | | 3.054.178.485 |

%50 – %50 ağırlıklandırma ile Şirket'in ortalama halka arz öncesi özkaynak değeri 3.054.178.485 TL olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 43: Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı

| (TL) | Sonuç |
|--|---------------|
| Nominal Sermaye Tutarı | 49.957.498 |
| Değerleme Yöntemleri ile Hesaplanan Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri | 3.054.178.485 |
| Halka Arz İskonto Oran | 20,0% |
| Halka Arz İskontolu Piyasa Değeri | 2.442.921.652 |
| Halka Arz Fiyatı (TL/Pay) | 48,90 |

Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden, %20,0 halka arz öncesi iskonto oranı uygulanarak, halka arz fiyatı hisse başına 48,90 TL olarak hesaplanmaktadır.

Ek: Sorumluluk beyanı
Ek: Sorumluluk beyanı

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

24.02.2023

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;
"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,
Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.


YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL
DEĞERLER A.Ş.
Levent Mahallesi - Cümhuriyet Bulvarı No: 1A
Kat: D-11 - 22. Kat - 34398 - 75 - 27
3. Levent - Beşiktaş / İSTANBUL
Sicil No: 257689 / Mersis No: 0388-0023-1910-0018
www.yk Yatirim.com.tr

Sadık ÇULCUOĞLU
Genel Müdür Yardımcısı

Gökhan KÖROĞLU
Müdür