



**Ofis Yem Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin
Analist Raporu**



08/08/2023

İÇİNDEKİLER

1. Raporun Amacı.....	1
2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi.....	1
3. Şirket Hakkında.....	2
4. Ortaklık Yapısı	2
5. Finansal Tablolar.....	3
6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	5
7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri	5
8. Görüş	10

1. Raporun Amacı

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

2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	Ofis Yem Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Talep Toplama Tarihleri	10-11 Ağustos 2023
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Satış Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	130.000.000 TL
Sermaye Artırımı (Nominal)	16.250.000 TL
Ortak Satışı	6.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	146.250.000 TL
Toplam Halka Arz Büyüklüğü	618.800.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%15,56
Tahsisat	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: %80 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %20
Halka Arz İskontosu	%23,1
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	27,2 TL
Fiyat İstikrarı	30 gün süreyle
Taahhütler	İhraççı ve Ortaklar için 1 yıl süreyle satmama taahhüdü

Kaynak: Ofis Yem İzahnamesi

3. Şirket Hakkında

Şirket'in ana faaliyet konusu, her türlü canlı hayvan için vitaminli ve normal yemlerin imalatı, yem imalatı için gerekli olanlar başta olmak üzere işlenmiş veya işlenmemiş ham maddelerin toptan veya perakende alımı, satımı, ithalatı ve ihracatıyla iştigal etmektedir. Şirket, 1997 yılında Ankara'da 75 ton/saat üretim kapasitesine sahip Çubuk fabrikasını satın alarak faaliyetlerine başlamıştır. 2010 yılında Kars'ta 35 ton/saat üretim kapasitesine sahip ikinci bir yem fabrikası alınıp üretime başlanmıştır. 2012 yılında ise Manisa Salihli'de üçüncü yem fabrikası satın alınmış olup yenileme ve kapasite artışı amacıyla yapılan yatırımlar ile beraber Salihli'deki fabrikanın kapasitesi 40 ton/saat'e ulaşmıştır. Söz konusu fabrikanın şu anki üretim kapasitesi 60 ton/saat seviyesindedir. Talep karşılanması adına 2015 yılında Sincan OSB'de, 2017 yılında ise Adana ilinde fason üretime başlanmıştır. Sincan OSB'deki fason yem üretimi kapasitesi 36 ton/saat, Adana'daki fason yem üretimi kapasitesi ise 45 ton/saat seviyesindedir.

Ankara Çubuk fabrikasında 15.178 m2 alan üzerine kurulu 6.100 m2 kapalı alanda 9.000 ton ham madde stoklanıp saatte 75 ton/saat üretim yapılmaktadır. Tesiste 4 adet pelet pres hattında 3 farklı ürün aynı anda üretilmekte ve 3 paketleme hattı ve bir dökme hattından üretilen ürünlerin sevkiyatı sağlanmaktadır.

Kars fabrikasında 35 ton/saat üretim yapılmaktadır. 2 pelet pres hattında 2 farklı ürün aynı anda üretilmekte ve 3 paketleme hattından sevkiyat yapılmaktadır.

Manisa Salihli fabrikasında 13.895 m2 alanda 5.500 ton ham madde stoklanabilmekte ve saatte 60 ton/saat üretim yapılmaktadır. Fabrikada 4 adet pelet pres hattından 4 farklı ürün aynı anda üretilmekte, 3 paketleme hattı ve bir dökme hattından üretilen ürünlerin sevkiyatı sağlanmaktadır.

Adana Yüreğir'deki 45 ton/saat sevkiyat kapasitesine sahip tesiste 10.000 ton ham madde stoklanabilmektedir. Adana OSB'de devam eden yatırım faaliyete geçtiğinde bu fason fabrikadaki üretim sonlandırılacaktır.

2020 yılından itibaren Ankara Sincan'da fason üretim yaptırılmaktadır. Tesiste 25.000 ton ham madde stok alanı bulunmaktadır. 36 ton/saat üretim ve sevkiyat kapasitesine sahiptir.

2022 yıl sonu itibarıyla Şirket'te beyaz yaka çalışan sayısı 98, mavi yaka çalışan sayısı 160 olmak üzere toplamda 258 kişi çalışmaktadır.

4. Ortaklık Yapısı

İhraççı tarafından gerçekleştirilen son genel kurul toplantı tarihi olan 17.03.2023 tarihi ve İzahname tarihi itibarıyla, İhraççı'nın sermayesinde veya toplam oy hakkı içinde payları doğrudan ve dolaylı olan gerçek ve tüzel kişiler aşağıda gösterilmiştir:

Ortağın Ticaret Ünvanı/ Adı Soyadı	Sermave Pavı			
	Son Genel Kurul (17.03.2023)		Son Durum (İzabname tarihi itibarıyla)	
	(TL)	(%)	(TL)	(%)
Ofis Holding A.S.	19.500.000	15	19.500.000	15
Galip Yeşilbaş	26.000.000	20	32.500.000	25
Bekir Taşkaldıran	16.250.000	12,5	16.250.000	12,5

Muzaffer Daskın	13.000.000	10	1.300.000	1
Agah Mamaloğlu	16.250.000	12,5	21.450.000	16,5
Salih Yeşilbaş	26.000.000	20	26.000.000	20
Selim Yeşilbaş	13.000.000	10	13.000.000	10
Toplam	130.000.000	100	130.000.000	100

2021 yılında şirket sermayesi, 20.000.000 TL'den 130.000.000 TL'ye artırılmıştır. Bahsi geçen sermaye artırımını 30.06.2021 tarihinde tescil edilmiş ve 30.06.2021 tarihli ve 10360 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.

Kaynak: Ofis Yem İzahname

5. Finansal Tablolar

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.03.2023 dönemleri bağımsız denetimden geçmiş finansal durum tablosu aşağıda sunulmuştur;

ÖZEL BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ FİNANSAL DURUM TABLOSU				
Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Nakit ve Nakit Benzerleri	11.467.115	75.672.382	329.881.794	114.680.319
Finansal Yatırımlar	367.193	694.303	207.940.438	213.742.815
Ticari Alacaklar	310.338.844	600.262.539	1.176.666.671	1.542.191.364
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	37.385.748	55.864.325	152.082.078	262.042.066
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	272.953.096	544.398.214	1.024.584.593	1.280.149.298
Diğer Alacaklar	31.174.625	44.230.793	46.689.436	55.057.288
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	18.103.365	27.879.813	11.807.589	19.440.096
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	13.071.260	16.350.980	34.881.847	35.617.192
Stoklar	155.562.866	246.496.094	295.897.569	475.803.426
Canlı Varlıklar	113.742	-	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	24.030.935	41.311.352	125.071.174	235.206.717
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	46.792	-	60.243
Diğer Dönen Varlıklar	11.478.936	23.292.240	37.232.521	24.878.876
Toplam Dönen Varlıklar	544.534.256	1.032.006.495	2.219.379.603	2.661.621.048
Diğer Alacaklar	18.821	118.821	4.200	4.200
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	37.636.042	36.900.464	18.346.000	18.346.000
Maddi Duran Varlıklar	45.319.530	102.824.649	272.713.703	280.990.901
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	53.528	29.619	78.357	71.441
Ertelenmiş Vergi Varlığı	4.467.896	6.155.350	59.361.535	38.054.929
Toplam Duran Varlıklar	87.495.817	146.028.903	350.503.795	337.467.471
TOPLAM VARLIKLAR	632.030.073	1.178.035.398	2.569.883.398	2.999.088.519
Kısa Vadeli Borçlanmalar	229.488.770	400.450.347	927.626.008	942.549.425
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	5.918.097	36.269.380	184.097.465	260.160.886
Ticari Borçlar	101.395.081	315.684.148	431.473.939	681.438.868
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	11.910.318	20.724.098	16.354.202	112.5/0.552
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	89.484.763	294.959.650	415.119.737	568.928.316
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.342.871	2.036.394	4.715.089	8.599.549
Diğer Borçlar	14.084.002	28.683.497	9.836.364	5.306.382
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	14.084.002	28.480.694	9.836.364	5.306.382
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borç/ar	-	202.803	-	-
Ertelenmiş Gelirler	39.158.018	34.413.434	100.552.721	105.745.704
- İlişkili Taraflara Ertelenmiş Gelirler	-	-	3.746.382	313.025

- İlişkili Olmayan Taraflara Ertelemiş Gelirler	39.158.018	34.413.434	96.806.339	105.432.679
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	4.068.780	6.088.718	2.442.348	2.004.434
Kısa Vadeli Karşılıklar	240.564	385.192	1.456.237	1.756.566
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	240.564	318.192	1.112.509	1.412.838
- Diğer Kısa Vadeli Karşılık/ar	-	67.000	343.728	343.728
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	125.517	366.131	1.846.259	3.440.361
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	395.821.700	824.377.241	1.664.046.430	2.011.002.175
Uzun Vadeli Borçlanmalar	48.869.902	21.482.843	256.693.383	255.014.053
Diğer Borçlar	-	11.325	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.696.451	2.117.201	8.763.286	5.286.719
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	1.696.451	2.117.201	8.763.286	5.286.719
Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü	5.716.799	11.134.943	-	-
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	56.283.152	34.746.312	265.456.669	260.300.772
Ödenmiş Sermaye	20.000.000	130.000.000	130.000.000	130.000.000
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletme Birleşmelerinin Etkisi	-	-23.590.906	-23.590.906	-23.590.906
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	14.664.739	46.020.527	72.346.293	74.418.663
Maddi Duran Varlıkları Değerleme Artış / (Azalışları)	14.976.337	46.170.167	76.675.975	76.675.975
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazanç / (Kayıpları)	- 311.598	- 149.640	-4.329.682	-2.257.312
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	5.334.419	12.532.243	12.540.171	27.994.901
Diğer Yedekler	-	27.864.817	-	-
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	84.776.450	22.728.239	107.374.995	404.011.304
Net Dönem Karı/Zararı	55.149.613	85.531.415	312.091.039	80.951.953
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	17.825.510	29.618.707	33.999.657
Toplam Özkaynaklar	179.925.221	318.911.845	640.380.299	727.785.572
TOPLAM KAYNAKLAR	632.030.073	1.178.035.398	2.569.883.398	2.999.088.519

Kaynak: Ofis Yem İzahnamesi

Şirket'in 2020, 2021 ve 2022 yıllık, 2022 ve 2023 yılı 3 aylık bağımsız denetimden geçmiş özet kar veya zarar tablosu aşağıda sunulmuştur;

Özet Kar veya Zarar Tablosu (TL)	01.01.2020	01.01.2021	01.01.2022	01.01.2022	01.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Hasılat	1.299.205.241	3.169.029.240	7.609.085.750	1.544.704.167	2.254.090.063
Satışların Maliyeti (-)	-1.198.404.713	-2.879.977.080	-6.945.937.268	-1.394.492.671	-2.053.740.444
Brüt Kar	100.800.528	289.052.160	663.148.482	150.211.496	200.349.619
Brüt Kar Marjı	7,76%	9,12%	8,72%	9,72%	8,89%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-9.172.193	-13.108.728	-25.704.337	-4.590.121	-10.152.521
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	-32.737.315	-58.013.475	-128.899.526	-30.069.976	-38.213.955
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	47.331.593	28.379.300	54.306.813	24.585.784	29.051.553
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-41.194.878	-87.851.671	-53.029.213	-31.679.082	-16.775.560
Esas Faaliyet Karı	65.027.735	158.457.586	509.822.219	108.458.101	164.259.136
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	47.682.620	41.448.897	56.024.996	11.218.188	11.977.537
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-18.289	-1.118.698	-46.348		-81.705

TIRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü Kazançları (Zararları) ve Değer Düşüklüğü Zararlarının İptalleri			-6.709.003		-1.340.069
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların (Zararlarındaki) Paylar	-10.647.747				
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı / Zararı	102.044.319	198.787.785	559.091.864	119.676.289	174.814.899
Finansman Gelirleri	2.440.960	10.946.224	12.876.841	2.448.021	3.015.627
Finansman Giderleri (-)	-36.324.021	-87.862.086	-262.533.679	-33.579.431	-70.348.874
Vergi Öncesi Karı/Zararı (-)	68.161.258	121.871.923	309.435.026	88.544.879	107.481.652
Dönem Vergi Gideri (Geliri)	- 10.322.170	- 29.099.934	- 54.768.565	- 17.431.297	- 2.012.582
Ertelenmiş Vergi Geliri	-2.689.475	- 7.009.310	66.703.905	- 3.350.356	- 20.658.044
Net Dönem Karı (Zararı)	55.149.613	85.762.679	321.370.366	67.763.226	84.811.026
Kar Marjı	4,24%	2,71%	4,22%	4,39%	3,76%

Kaynak: Ofis Yem İzahnamesi

6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Fonun Yatırım Konusu	Halka Arz Gelirine Oranı
Finansal Borçların Kapanması	%50-60
Net İşletme Sermayesi	%10-20
Yatırım Harcamaları	%15-20

Kaynak: İzahname ve Fon Kullanım Raporu

Şirket'in kısa ve orta vadeli banka borçları başta olmak üzere ihtiyaç duyulan her türlü finansal yükümlülüklerin ödenmesi amacıyla net halka arz gelirisinin %50-60'ına tekabül eden kısmın ise Şirket borçlarının kapatılması amacıyla kullanılması planlanmaktadır. Şirket'in öncelikle kısa vadeli finansal yükümlülüklerinin ödenerek daha güçlü bir finansal yapı elde edilmesi planlanmaktadır.

Özellikle stok finansmanı ve hammadde tedariki alanlarında sermaye ihtiyacı karşılanarak üretim ve satış hacmini artırmak üzere net halka arz gelirisinin %10-20'sine tekabül eden kısmın işletme sermayesi olarak kullanılması planlanmaktadır. Şirket'in işletme sermayesini güçlendirerek sektöründe sahip olduğu payını ve Şirket'in rekabet gücü arttırmak hedeflenmektedir.

Şirket'in halen yapımı devam eden Adana fabrika yatırımı ve Şirket'in kendi öz tüketimi için Ankara ili, Bala ilçesinde yapımına başlamış olduğu güneş enerjisi yatırımı tamamlayarak elektrik maliyetlerinin tamamını karşılayarak geriye kalan fazla üretiminde piyasa satışı hedeflenmektedir.

7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında "Piyasa Çarpanları" ve "İndirgenmiş Nakit Akımları" yöntemleri kullanılmıştır.

7.1. "Çarpan Analizi" Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Çarpan Analizi yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında; Firma Değeri/FAVÖK ("FD/FAVÖK") çarpanı kullanılmıştır. Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda yurt içi benzer şirketlerin piyasa çarpanları ve yurt dışı benzer şirketlerin piyasa çarpanları, kullanılmıştır.

Özet Veriler (TLmn)

31.03.2023
Son 12 Ay

Net Borç	1,111
FAVÖK	546

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.1.1. Yurt Dışı Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Değerleri

Benzer yurt dışı çarpanlar arasında İD/FAVÖK için uç değer (5x'ten küçük ve 15x'den büyük olan) olan Feedone Co., Ltd., Godrej Agrovet Limited, Hanil Feed Co., Ltd., KSE Limited, Lee Feed Mili Public Company ve Aman Feed Limited çarpanları hesaplamaya dahil edilmemiştir. Bu şirketler çıkarıldığında İD/FAVÖK için çarpan değeri **10,40x** olarak hesaplanmıştır.

Şirket - TLmn	Piyasa Değeri	Firma Değeri	FAVÖK	FD/FAVÖK
Farmsco	2.889	12.477	963	12,96x
Feedone Co. Ltd.	5.163	9.481	611	15,51x
Godrej Agrovet Limited	28.080	32.304	1.315	24,56x
Hanil Feed Co. Ltd.	4.529	5.918	66	89,92x
KSE Limited	1.517	1.384	7	191,91x
Lee Feed Mill Public Company	1.558	1.020	38	27,08x
Vitarich Company	917	1.134	109	10,40x
Charoen Pokphand Enterprise (Taiwan) Co. Ltd.	22.620	30.940	2.061	15,00x
Astral Foods Limited	8.233	9.071	950	9,55x
Prima Agro Limited	41	24	4	5,55x
ForFarmers N.V.	7.031	9.168	1.088	8,43x
Aman Feed Limited	1.053	1.877	87	21,54x
Phibro Animal Health Corporation	15.138	23.337	1.918	12,17x
Medyan				10,40x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Değerleri

Şirket' in piyasa değerinin tespit edilebilmesi için yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan çarpan analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir:

Yöntem - TLmn	31.03.2023 S12A Düzeltilmiş FAVÖK	Çarpan	Firma Değeri	Düzeltilmiş Net Borç	İskonto Öncesi Piyasa Değeri	Pay Başına Değer
FD/FAVÖK	546	10,4x	5.682	1.111	4.571	35,16

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.1.2. Yurt İçi Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı Değerleri

Benzer yurt içi çarpanlar arasında İD/FAVÖK için uç değer (5x'ten küçük ve 15x'den büyük olan) olan Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii Anonim Şirketi, Banvit Bandırma Vitaminli Yem Sanayii Anonim Şirketi, Dardanel Önentaş Gıda Sanayi A.Ş., Ersu Meyve ve Gıda Sanayii A.Ş., Fade Gıda Yatırım Sanayi Ticaret Anonim Şirketi, Kerevitaş Gıda Sanayi ve Ticaret AŞ., Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Ticaret A.Ş., Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş., Selçuk Gıda Endüstri İhracat İthalat AŞ., Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş., Tetamat Gıda Yatırımları AŞ., Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. ve Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret Anonim Şirketi çarpanları hesaplamaya dahil edilmemiştir. Bu şirketler çıkarıldığında İD/FAVÖK için çarpan değeri **10,65x** olarak hesaplanmıştır.

Şirket - TLmn	Piyasa Değeri	Firma Değeri	FAVÖK	FD/FAVÖK
Anadolu Efes Biracılık ve Malt	42.099	58.290	18.397	3,17x
A.V.O.D Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri	867	963	84	11,46x
Banvit Bandırma Vitaminli Yem	8.322	10.135	358	28,31x
Coca-Cola İçecek	67.892	76.035	11.269	6,75x
Dardanel Önentaş	2.714	3.765	191	19,68x
Eksun Gıda	4.435	1.908	460	10,66x
Elite Natural	2.409	2.437	218	11,17x
Ersu Meyve ve Gıda	247	247	-	m.d.
Fade Gıda Yatırım	945	968	23	41,68x
Friigo-Pak Gıda Maddeleri	777	797	126	6,31x
Göknur Gıda Maddeleri	5.383	6.572	449	14,63x
Kayseri Şeker Fabrikası	14.078	15.682	2.168	7,23x
Kerevitaş Gıda	6.362	7.391	1.637	4,51x
Konfrut Gıda	2.144	2.627	271	9,69x
Kristal Kola ve Meşrubat	1.478	1.460	57	25,46x
Kervan Gıda	4.445	5.898	696	8,47x
Kütahya Şeker	2.255	2.204	173	12,71x
Merko Gıda	536	591	103	5,74x
Orçay Ortaköy Çay	613	816	97	8,40x
Oylum Sinai Yatırımlar	423	447	41	10,93x
Penguen Gıda	1.111	1.374	105	13,06x

Pınar Entegre Et ve Un	2.583	2.937	286	10,26x
Pınar Su	824	1.105	62	17,87x
Pınar Süt	2.715	4.298	404	10,65x
Selçuk Fıda	194	194	1	m.d.
Selva Gıda	904	1.117	84	13,24x
Söke Değirmencilik	5.218	4.647	296	15,68x
Tat Gıda	4.047	6.302	498	12,66x
Tetamat Gıda Yatırımları	329	337	11	m.d.
Tukaş Gıda	8.343	8.987	1.431	6,28x
Ülker Bisküvi	12.291	27.630	6.565	4,21x
Ulusoy Un	5.584	6.588	1.017	6,48x
Vanet Gıda	305	302	-	m.d.
Yayla Agro Gıda	14.603	17.972	1.229	14,62x
Medyan				10,65x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt İçi Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanına Göre Hesaplanan Değeri

Yöntem - TLmn	31.03.2023 S12A Düzeltilmiş FAVÖK	Çarpan	Firma Değeri	Düzeltilmiş Net Borç	İskonto Öncesi Piyasa Değeri	Pay Başına Değer
FD/FAVÖK	546	10,65x	5.817	1.111	4.707	36,2

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizi Nihai Değer Tablosu

Çarpan Analizi Özeti (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Firma Değeri
FD/FAVÖK BİST Gıda Endeksi	50%	5.817.265.163
FD/FAVÖK Yurt Dışı	50%	5.681.846.650
Ağırlıklandırılmış Firma Değeri	100%	5.749.555.907

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

Garanti Yatırım tarafından yapılan INA Analizinde 2023-2027 yılları için bir nakit akım projeksiyonu yapılmıştır. Bu çerçevede hesaplanan AOSM tablosu aşağıda verilmektedir.

	01.04.2023	01.01.2024	01.01.2025	01.01.2026	01.01.2027
	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027
Risksiz Getiri Oranı	% 16,87	% 16,87	% 16,87	% 16,87	% 16,87
Hisse Senedi Risk Primi	% 5,50	% 5,50	% 5,50	% 5,50	% 5,50
Şirket Risk Primi	% 1,00	% 1,00	% 1,00	% 1,00	% 1,00
Borçlanma Risk Primi	% 5,00	% 5,00	% 5,00	% 5,00	% 5,00
Borç/Özkaynaklar	% 200,30	% 200,30	% 200,30	% 200,30	% 200,30
Borç/(Borç+Özkaynaklar)	% 66,70	% 66,70	% 66,70	% 66,70	% 66,70
Kaldıraçsız Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Kaldıraçlı Beta	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Efektif Vergi Oranı	% 25,00	% 25,00	% 25,00	% 25,00	% 25,00
Sermaye Maliyeti	% 31,63	% 31,63	% 31,63	% 31,63	% 31,63
Borç Maliyeti (Vergi Öncesi)	% 21,87	% 21,87	% 21,87	% 21,87	% 21,87
Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)	% 16,40	% 16,40	% 16,40	% 16,40	% 16,40
AOSM	%21,S	%21,5	%21,S	%21,S	%21,5

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Hazırlanan projeksiyonlara göre nakit akışı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

bin TL	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Hasılat	10.019.829	18.479.505	24.983.121	32.165.386	40.252.316
<i>Büyüme Oranı</i>		% 84,43	% 35,19	% 28,75	% 25,14
FVÖK	746.136	1.426.172	1.924.877	2.476.838	3.081.215
FVÖK Marjı	% 7,45	% 7,72	% 7,70	% 7,70	% 7,65
Vergi Oranı	% 25	% 25	% 25	% 25	% 25
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	559.602	1.069.629	1.443.658	1.857.628	2.310.911
(+) Amortisman	12.623	22.446	24.630	27.287	30.792
(-) Net İşletme Sermayesi Değişimi	-882.588	1.013.299	-1.071.553	-1.177.425	-1.325.325
(-) Yatırım Harcamaları	-447.794	-74.289	-100.434	-129.307	-161.817
Serbest Nakit Akışı (SNA)	-758.157	4.488	296.302	578.184	854.561
İndirgeme Oranı (AOSM)	% 21,50	% 21,50	% 21,50	% 21,50	% 21,50
İndirgeme Faktörü	0,93	0,79	0,65	0,54	0,44
İndirgenmiş SNA Değerleri	-704.819	3.551	193.022	310.066	377.266
İndirgenmiş SNA Değerleri (Kontrol Gücü Olmayan Paylar)	-34.402	12.328	18.143	20.755	20.359
İndirgenmiş SNA Değerleri (Ana Ortaklık Payları)	-670.417	-8.777	174.878	289.311	356.908
SNA İndirgenmiş Değer Toplamı	141.903				
Terminal Büyüme Oranı	% 5,00				
İndirgenmiş Terminal Değer	5.153.953				
Firma Değeri	5.295.857				
Düzeltilmiş Net Borç	- 1.110.688				

Özsermaye Değeri - 31.03.2023	4.185.168
Özsermaye Değeri - 10.07.2023	4.519.276

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA analizine göre hesaplanan özsermaye değeri 4.519.276.428 TL'dir.

7.3. Değerleme Sonucu

Bu raporun değerlendirme yöntemleri başlığı altında açıklandığı üzere, Şirket değerlemesinde FD/F AVÖK analizine ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Çarpan analizi İD/FAVÖK BİST Gıda Endeksi çarpanına %50, FD/FAVÖK Yurt Dışı Benzer Şirketler çarpanına İse %50 ağırlık verilerek hazırlanmıştır. Ayrıca hem Çarpan Analizi yöntemi hem de Nakit Akımları yöntemi nihai Şirket Değeri hesaplanırken %50-%50 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Şirket'in 31.03.2023 tarihi itibarıyla hesaplanan 5.295.856.595 TL olarak hesaplanan İNA değerine, Ofis Acay'ın %49'luk kontrol gücü olmayan paylarının düşürülmesi ile hesaplanan düzeltilmiş 1.110.688.486 TL tutarındaki net borcun eklenmesiyle düzeltilmiş özkaynak değeri 4.185.168.109 TL olarak bulunmuştur. 31.03.2023 itibarıyla özkaynak değeri üzerinden 2023 yılı için öngörülen özsermaye maliyeti ile hesaplanan ve fiyat tespit raporu ile aynı zamanda da değerlendirme tarihi olan 10.07.2023 tarihindeki özkaynak değeri ise 4.519.276.428 TL'dir. Aynı yöntemle 31.03.2023 itibarıyla şirket değeri üzerinden, 2023 yılı için öngörülen özsermaye maliyeti ile hesaplanan değerlendirme tarihindeki şirket değeri ise 5.629.964.915 TL'dir. Şirket'in FD/FAVÖK çarpan analizinden gelen şirket değeri ise 5.749.555.907 TL'dir. FD/FAVÖK analizine ve İNA değerlemesi ile ulaşılan ağırlıklı şirket değeri 5.689.760.411 TL bulunmuştur.

Değerleme Özeti (TL)	Ağırlık	Değer
Piyasa Çarpanları Analizi	50%	5.749.555.907
İNA	50%	5.629.964.915
Ağırlıklandırılmış Firma Değeri	100%	5.689.760.411
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (+)		18.346.000
Net Borç (-)		(1.110.688.486)
Piyasa Değeri		4.597.417.925

Söz konusu ağırlıklandırılmış özsermaye değeri üzerinden halka arz iskontosu öncesi pay değeri 35,36 TL olarak hesaplanmıştır. Bu değere, halka arz iskontosu olarak %23,1 oranında bir iskonto uygulanarak pay başı değer 27,2 TL olarak belirlenmiştir.

8. Görüş

- Ofis Yem özelinde Garanti Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun açık, net ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.
- Değerleme yaklaşımları içinde Gelir Yaklaşımı için İNA Analizi ve Pazar Yaklaşımı için Yurtiçi/Yurtdışı Benzer Şirket Değerlemesi yöntemlerinin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde üretim şirketlerinde kullanılan FD/FAVÖK çarpanının yanı sıra F/K çarpanının da değerlemeye katılabileceği görüşünderiz.
- Şirket için hesaplanan değere %23,1 olarak uygulanan halka arz iskontosunun oldukça makul olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç olarak, Şirket için hesaplanan 27,2 TL pay başına değerin yukarıda belirtilen görüşlerimiz çerçevesinde makul olduğunu düşünmekteyiz.