



Grainturk Tarım A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

12 Nisan 2023



İçindekiler	Sayfa
• Kısaltmalar	3
• Raporun Amacı & Etik İlkeler	4
• Yönetici Özeti	6
• Temel Yatırım Unsurları	9
• Riskler	12
• Şirket Profili	14
• Satışlar	18
• Finansal Analiz	21
• Değerleme Yöntemleri	31
• İndirgenmiş Nakit Akışı	32
• Piyasa Çarpanları	42
• Nihai Değer	48
• Sektör	49

KISALTMALAR

Kısaltma

A.D.	Anlamalı Değil
A.Ş.	Anonim Şirket
A.B.D.	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
AR-GE	Araştırma ve Geliştirme
BİST	Borsa İstanbul
CRR	Sermaye Yeterlilik Oranı (Toplam Yatırım/Satış)
EBITDA	FAVÖK-Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar
EBIT	Esas Faaliyet Karı
ELÜS	Elektronik Ürün Senedi
EV	Firma Değeri
EVA	Ekonomik Katma Değer
FVFM	Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli
İNA	İndirgenmiş Nakim Akımları
Info Yatırım	Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
ISO	İstanbul Sanayi Odası
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
KKO	Kapasite Kullanım Oranı
KDV	Katma Değer Vergisi
M.D.	Mevcut Değil
ROA	Aktif Karlılık
ROIC	Yatırımın Getirisi
ROE	Özkaynak Getirisi
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
SMM	Satılan Malın Maliyeti
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TURİB	Türkiye Ürün ve İhtisas Borsa A.Ş.
YK	Yönetim Kurulu
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

RAPOR ÖZETİ

Raporun Amacı

Bu rapor, Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info Yatırım) ile Grainturk Tarım A.Ş. (Şirket) arasında 8 Kasım 2022'de imzalanmakla birlikte 20 Mart 2023 tarihinde güncellenen 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 hazırlanmıştır.

Etik İlkeler

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i uyarınca 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 pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde 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 hazırlanmamıştır.

Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme projesi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.

Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli bir şekilde hareket edilmiştir.

Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.

Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız ve objektif tavsiyelere bağlı değildir.

Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler, Şirket adına Akademik Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından 2020, 2021 ve 2022 dönemleri için hazırlanan bağımsız denetim raporuna, kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgilere, Bloomberg-Finnet-Rasyonet veri tabanına, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere ve diğer verilere dayanmaktadır.

Info Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmamıştır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Info Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Farklı tarihlerdeki finansal verilerle değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki, vergisel ve finansal durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Değerlemesi Yapılacak Varlık

Yapılan değerlendirme kapsamında Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

Değerleme Tarihi & Rapor Tarihi

Değerleme tarihi 14 Mart 2023 olup rapor tarihi 12 Nisan 2023'tür.

Değerleme Para Birimi

Yapılan değerleme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır.

Uluslararası değerleme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

Sorumluluk Beyanı

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

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

Değerleme Çalışmasını Yöneten Uzmana İlişkin Bilgiler

Hüseyin GÜLER, Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin Güler, 2006 yılında Marmara Üniversitesi Sermaye Piyasası ve Borsa Bölümünden mezun olup, 2010 yılında Marmara Üniversitesi'nde Sermaye Piyasası alanında yüksek lisans derecesine sahip olmuştur. 2005 – 2013 yılları arasında Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de Kurumsal Finansman ve Araştırma departmanlarında görevler üstlenmiştir. 2005 yılından itibaren yapılan gerek lider olarak gerekse de konsorsiyum üyesi olarak girilen halka arzlarda aktif rol almış, şirket değerlemesi, halka arz, sermaye artırımına aracılık, pay alım teklifi projelerinde çeşitli görevler üstlenmiştir. Mart 2013 – Nisan 2019 dönemleri arasında A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'de kurumsal finansman müdürü olarak görev yapmış olan Hüseyin GÜLER, 9 şirketin halka arz projesi, 2 şirketin de özel sektör bono ihracı projelerinde görev almıştır. Bununla birlikte halka arz konsorsiyum üyelikleri, sermaye artırımı, pay alım teklifi ve ayrılma hakkı işlemlerine aracılık, marka ve şirket değerlemesi projelerini aktif olarak yürütmüştür. 2019 yılı Nisan ayından itibaren Info Yatırım'da kurumsal finansmandan sorumlu genel müdür yardımcısı olarak görev yapan Hüseyin Güler, Info Yatırım bünyesinde 14 şirketin halka arz projesi, 7 şirketin özel sektör bono ihracı, çeşitli şirketlerin sermaye artırım, pay alım teklifi & ayrılma hakkı ve değerlendirme projelerini yürütmüş olup, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3, Türev Araçlar ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı'na sahiptir.

GRAINTURK FİYAT TESPİT RAPORU

Güçlü EBITDA Büyümesi ve ELÜS Teşvikleri

1 2014 yılında kuruldu. Ortaklarının sektör tecrübesi 1987 yılına kadar gitmekle birlikte Grainturk Tarım Anonim Şirketi'nin kuruluşu 2014 yılında gerçekleşmiştir. **Şirket, buğday, mısır ve pamuk başta olmak üzere tarım ürünlerinin alımı ve satımı ile pamuğun çırçırılması faaliyetleri ile iştigal etmekte olup bağlı ortaklığı Grain Lidaş aracılığıyla da bölgelerindeki tarımsal ürünlerin lisanslı depoculuk şartlarına uygun olarak depolanmasına yönelik hizmetleri gerçekleştirmektedir.** Tarımsal emtia ve depoculuk faaliyetlerine ek olarak Şirket, ihracata yönelik yaş meyve bahçesi yatırımı yapmış olup 2022 yılına kadar sulama, gübreleme, ağaç gelişimleri ve meyve üretim süreçlerini takip etmiş, 2022 yılı içerisinde hasat ve satış operasyonlarına başlamıştır. Şirket hali hazırda bağlı ortaklıkları olan Özova Hububat, Platinyum Tarım ve Grain Lidaş hisselerini 2021 yılında satın almış; tüm şirketleri ölçek ekonomisinden faydalanmak ve ilişkili taraf hacmini düşürmek için tek bir çatı altında toplamıştır. Grup, **İstanbul, Hatay Kırkhan ve Aydın Germencik'te** faaliyetlerini yürütmektedir. Grup'un ilgili emtia ticareti için cari durumda toplam depo kapasitesi **246.500 ton**'dur.

2 **Güçlü yatırım amaçlı varlık portföyü.** Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkulleri **İskenderun New Tower gayrimenkul projesi ve Grup şirketlerinden Platinyum Tarım A.Ş. 'ye ait olup TMO'ya uzun süreli kiraladığı tesislerden** oluşmaktadır. İskenderun'da yer alan İskenderun New Tower projesi 2022/12 bağımsız denetim raporunda **166,8 mn TL** kayıtlı değerle gösterilirken TMO'ya kiralaan Depolama Tesislerinin kayıtlı değeri **290,4 mn TL'dir.** İskenderun New Tower projesinde temel atılmış ve süreç başlamış olup **2023 Kasım ayında projenin tamamlanması** beklenmektedir. **New Tower projesi kapsamında rezidans, ofis ve alışveriş mağazaları planlanmaktadır.** İş modelini çeşitlendirmek ve teminat yapısı oluşturmak adına Şirket'in güçlü bir yatırım amaçlı gayrimenkul portföyü bulunmaktadır.

3 **Fiyat artışları dikkat çekmekte.** Pandemi ile birlikte gıda ürünlerine talebin artması, Çin gibi büyük ekonomilerin buğday ve mısır stoklarını kayda değer oranda artırması, Rusya-Ukrayna savaşı, Türkiye'de manşet enflasyonun oldukça üzerinde seyreden gıda enflasyonu, ülkede mısır ve buğdayda iç tüketimin yeterli olmayıp ithalata yönelmesi, son dönemde ülkede artan kuraklık fiyat artışlarının dinamiklerini oluşturmuştur. Tarım alanlarının her geçen yıl inşaat alanlarına dönmesi ve köyden kente göçün sürekli artıyor olması ülke tarımında ithalatı artırmış ve bu durum son dönemde artan kur ile TL bazlı fiyatları ciddi oranda yükseltmiştir. Son dönemde yaşanan enflasyonist ortam ile orta sınıfın yok olması temel gıda ürünlerine olan talebi artırmakta ve bu durum fiyatları yukarı çekmektedir. **Türkiye, gıda güvenliğini temin ve tarımsal üretimi desteklemek ve tarımsal ürün ticaretini uluslararası standartlara ulaştırmak için ELÜS sistemi üzerinden yapılan satışlarda Kurumlar Vergisi oranını sıfır olarak belirlemiştir.**

4 **Değerleme.** Şirket değerlemesi için İNA ve piyasa çarpanları yaklaşımları kullanılmış ve **1.760 mn TL halka arz değeri** tespit edilmiştir. Belirlenen değer **2022/12 verilerine göre** sırasıyla **9,6x EV/EBITDA** ve **9,6x F/K** çarpanlarına; 2023'te taahhüt edilen EBITDA'ya göre ise **4,9x EV/EBITDA** çarpanına işaret etmektedir.

Gelir Tablosu (mTL)	2021	2022	2023T
Net Satışlar	621,2	667,9	1.187,8
EBITDA	80,6	195,3	385,7
EBITDA Marjı	13%	29%	32%
Net Kar	219,6	421,8	m.d.

Değer	mTL
Piyasa Değeri	1.760
Net Borç (2022/12)	122
Firma Değeri	1.882
Bilanço (mTL)	2022/12
Dön. Varlıklar	582,6
Duran Varlıklar	658,3
Aktifler	1.240,9
Kısa Vad. Borç.	158,9
Uzun Vad.Borç.	89,9
Özkaynak	992,1
Finansal Borç	136,7

Değer Çarpanları	
EV/EBITDA 22/12	9,6x
F/K 22/12	9,6x
EV/Satış 22/12	2,8x
EV/EBITDA 23T	4,9x
Net Borç/EBITDA 22/12	0,6x

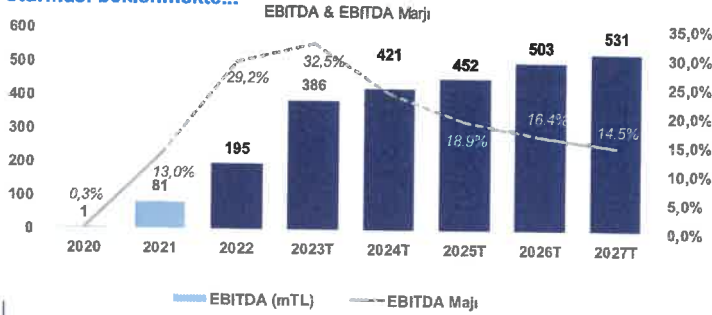
Piyasa Çarpanları	EV/EBITDA 22/12
BIST Gıda	10,5x
BIST Ticaret	7,7x
BIST Sınai	10,4x
Yurtdışı Benzerler	8,0x

Piyasa Çarpanları	F/K 22/12
BIST Gıda	10,5x
BIST Ticaret	9,9x
BIST Sınai	10,2x
Yurtdışı Benzerler	10,5x



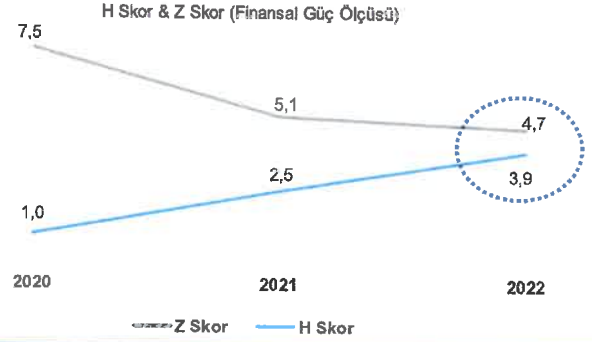
Yatırım Tezi

Grafik:1 Pandemi ve savaş nedeniyle artan emtia fiyatları kar marjlarını artırırken ilerleyen yıllarda EBITDA marjının %14,5 bandına oturması beklenmekte...



Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik:2 2020-2022 döneminde güçlü mali veriler...



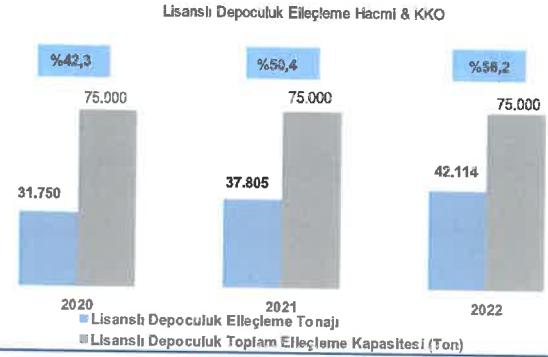
Not: H skor 0 seviyesini; Z skor 1,23 seviyesini aşınca güçlü finansal başarı işaretidir.
Kaynak: Taş ve Toprağı Dayalı Sektörde Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Başarı ve Risklerinin Tahmini Edilmesi, Örneği, Haliçemir Üniversitesi İİBF Dergisi, 2020, Fatma Akyüz

Grafik:3 2021 ve 2022 yıllarında Hatay Kırkhan'daki arazi ve bina yatırımlarının etkisi ile artan yatırım harcamalarının ilerleyen dönemde geçmiş ortalamalarına yakınsaması beklenmekte...

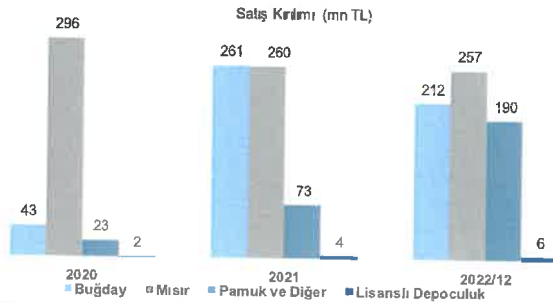


Kaynak: Şirket Tahminleri

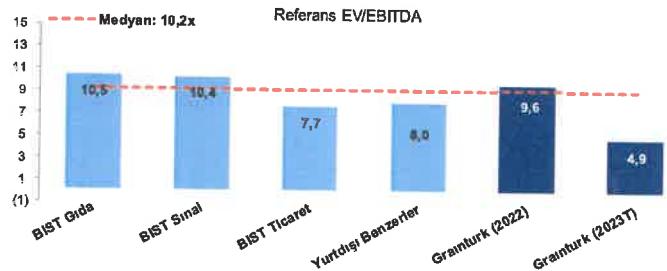
Grafik:4 Lisanslı Depoculuk elleçleme hacmi zamanla hızla artarak 42 bin tona yükselmiş ve KKO %56,2 seviyesine ulaşmıştır...



Grafik:5 Satışların büyük çoğunluğu 2019 yılında mısır gelirlerinden oluşurken son yıllarda buğday geliri mısırı yakalamıştır...



Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans değerlerin altındadır...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Sarıy Mh. D. Adana Bulvarı, 1. Kat, 01060 Adana
Plaza 2 Blok Kat: 1 D. 16 Ümraniye/İST.
Tel: 0212 419 26 00 Fax: 0212 419 26 07
Boğaziçi Kurumlar V.D. 4/8 0036700011
Mersis No: 04180036700011 Tic.Sic.No: 271041

Değerleme

Halka arz iskontosu öncesi 2.191 mn TL adil piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosu sonrası 1.760 mn TL değere ulaşılmıştır

İNA'dan hesaplanan değere %50; BİST Gıda Endeksi, BİST Ticaret Endeksi, Sınai Endeksi ve Yurt Dışı benzerlere sırasıyla %25, %15, %5 ve %5 ağırlık verilmiştir

Halka arz fiyatı ile belirlenen Şirket değeri, 2022'de gerçekleşen EBITDA ve net kar verilerine göre 9,6x EV/EBITDA ve 4,9x F/K çarpanlarına işaret etmektedir

Duyarlılık analizinde Şirket değer aralığı 1.458 mn TL ve 2.581 mn TL bandında hareket etmektedir

Değerleme Özeti

%20 halka arz iskontosu. Şirket'in iç dinamiklerini ve Yönetim'in beklentilerini yansıtan İNA yöntemine %50 ağırlık verilirken mevcut piyasa algısını da yansıtmak adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilerek şirket değeri tespit edilmiştir. Piyasa çarpanlarında Şirket'in gıda şirketi olması ve emtia ticareti yapması sebebiyle BİST Gıda ve BİST Ticaret endekslerine ağırlık verilmiştir. Yurtdışı şirketlerden değer bulunmasına karşın ilgili segmente düşük ağırlık verilirken Şirket'in özellikle pamuk tarafında çırçırılama tesisinin olması sebebiyle sınai endeksine de az da olsa ağırlık verilmesi makul görülmüştür. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre halka arz fiyatı belirlenirken tespit edilen değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Baz değere ek olarak iyimser ve kötümser nakit akış modellemesi ve piyasa çarpanlarına göre duyarlılık yapılmış, baz değer için değer aralığı belirlenmiştir.

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	2.242	50,0%	22,42
Bist Gıda	2.264	25,0%	22,64
Bist Ticaret Endeksi	1.939	15,0%	19,39
Sınai Endeksi	2.233	5,0%	22,33
Yurtdışı Benzerler	2.032	5,0%	20,32
Halka Arz Piyasa Değeri	2.191	100%	21,91
Halka Arz İskontosu	-20%		
Nihai Değer	1.760		17,60

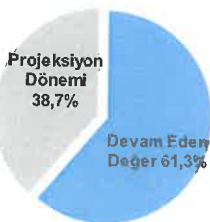
Değer Çarpanları	2022	2023T	2024T
EV/EBITDA	9,6	4,9	4,5
F/K	9,6	m.d.	m.d.
EV/Net Satış	2,8	1,6	1,1
PD/DD	1,8	m.d.	m.d.

İNA Duyarlılık Analizi

Piyasa çarpanları ve İNA yaklaşımı için iyimser ve kötümser senaryolar simüle edilmeye çalışılmış; değerlerin oynaklığı ortaya konulmuştur. Baz senaryoda İNA değerinin yaklaşık %38,7'si projeksiyon dönemindeki beklentilerden kaynaklanırken, İNA modeli iyimser ve kötümser senaryolarda 1.623-2.342 mn TL bandında hareket etmektedir. Tüm değer senaryoları ise 1.458 mn TL ve 2.581 mn TL bandında hareket etmektedir.

Grafik: 9 Duyarlılık Analizi

Firma Değeri Kırılımı



(1) BİST Gıda

1.458 mTL

2.478 mTL

(2) Yurtdışı Benzerler

1.521 mTL

2.581 mTL

(3) BİST Ticaret

1.612 mTL

2.540 mTL

(4) İNA

1.623 mTL

2.342 mTL

1.760 mTL

Temel Yatırım Unsurları

Şirket, düşük borçluluk, sade bilanço ve faaliyet yapısı, artan karlılık, enflasyonist dönemlere karşı korunaklı kar marjları ve uzun yıllara dayanan tecrübe ile önemli bir konumda yer alıyor

Düşük borçluluk yapısı büyüme için kredi kanallarını açık tutmakta

Özkaynak maliyetinin üzerindeki özkaynak karlılığı katma değer anlamına gelmekte

Temel gıda ürünleri sektörü defansif yapısı ile ön plana çıkmakta

Yükselen fiyatlara karşı inelastik talep yapısı ve enflasyonist ortamda artan kar marjları krizlere karşı güçlü sektör yapısına işaret etmekte

Değerleme görüşü. Fiyat artışına karşı inelastik talep yapısı, yükselen nüfusun etkisi ile düzenli olarak artan talep, ELÜS ile artan kaydıleşme ve vergi avantajı, pandemi ve Rusya-Ukrayna savaşı sonrası artan gıda güvenliği endişeleri sektörü öne çıkarırken 2020-2022 arasında net kar ve EBITDA kalemlerinde güçlü büyüme ve yüksek kar marjı, faiz getirisinin üzerinde özkaynak karlılığı, emtia ticaretine ek olarak gelişen lisanslı depoculuk faaliyetleri, ana faaliyete ek olarak güçlü yatırım amaçlı gayrimenkul portföyü ve İskenderun AVM arsasında Ral Yatırım Holding A.Ş. ile hasılat paylaşımlı NEW TOWER projesi, stratejik lokasyonlardaki depolar, her dönem ürün segmentlerinde artan kar marjları, yükselen karlılığa rağmen yönetilebilir seviyede borçluluk, ihracata yönelik meyve bahçesi yatırımı, Avrupa Birliği ülkelerinde yaşanan kuraklık, küresel ısınma ve son dönemde yaşanan enflasyonist ortam ile temel gıda ürünlerine olan talebin artması, düşük ilişkili taraf işlem hacmi, sade bilanço ve faaliyet yapısı ve ortakların uzun yıllara dayanan sektör tecrübesi Şirket'i ön plana çıkarmaktadır.

Likit bilanço ve düşük borçluluk. Şirketin finansal borçlarının toplam tutarı yaklaşık 136,7 m TL olup söz konusu tutarın toplam aktife oranı 2022/12 itibarı ile %11; özkaynaklara oranı ise %13,8 seviyesindedir. Tarımsal emtia işlem hacminin ve dolayısıyla kar miktarının artırılabilmesi için işletme sermayesi ihtiyacının karşılanabilmesi en önemli şart olarak ortaya çıkmaktadır. Şirket'in sahip olduğu düşük finansal borç oranı, alım satım işlem hacminin artırılabilmesi için gerekli ek finansmanın bankalardan krediler ile sağlanabileceğine işaret etmektedir. Diğer bir ifade ile Şirket'in büyümesi önünde finansal anlamında herhangi bir engel bulunmamaktadır. Düşük borçluluk oranına ek olarak aktiflerinin önemli bölümü dönen varlıklardan oluşmakta ve dönen varlıkların kısa vadeli yükümlülüklerle oranı ise 3,6x seviyesindedir. Bu durum likit bir bilançoya işaret etmektedir. Dolayısıyla olası bir olumsuz makroekonomik koşulda Şirket düşük borçluluk ve yüksek likiditenin vermiş olduğu avantajla finansal ve ticari borçlarını zamanında ödeyebilecek kapasitededir.

Artan kar marjları ve özkaynak karlılığı. 2020 yılında yaklaşık 7 m TL olan kar rakamı 2022/12 itibarı ile 421,8 m TL'ye yükselmiştir. Söz konusu artış %100'ün üzerinde YBBO'ya işaret etmektedir. Artan kar rakamı sonucu Şirket'in özkaynak karlılığı da 2020 yılında %17,6 seviyesinden 2021 yılında %38,1; 2022/12 döneminde ise %42,5 seviyesine kadar yükselmiştir. İfade edilen oran ortalamada %20-25 bandında hareket eden özsermaye maliyetinden yukarıda olup Şirket'in katma değer ürettiği anlamına gelmektedir.

Düşük ilişkili taraf işlem hacmi ve sade bilanço yapısı. Şirket ana faaliyet alanı buğday mısır gibi tarımsal emtia ticareti ve lisanslı depoculuk faaliyeti olup ilişkili taraf işlem hacmi oldukça düşük seviyededir. Bunun en önemli nedeni Şirket'in faaliyet alanı gereği birlikte iş yaptığı Özova Hububat, Platinyum Tarım ve Grain Lidaş şirketlerinin tüm hisselerinin 2021 yılında satın alınarak tek bir çatıda toplanmasıdır. Bu nedenle Şirket'in ilişkili taraf işlem hacmi oldukça düşük seviyede olup sade bir bilanço ve faaliyet yapısı bulunmaktadır.

Yükselen kar marjları ve sektörün defansif yapısı. 2018 yılında önemli orandaki kur artışı ile başlayan enflasyonist dönem, pandemi ile yükselmeye devam etmiştir. Grainturk, ifade edilen enflasyonist dönemde kar marjlarını önemli oranda artırmıştır. 2020 yılında düşük seviyelerde olan EBITDA marjı 2021 yılında %13 seviyesine; 2022'de ise %29,2 seviyesine ulaşmıştır. Bunun en önemli sebeplerinden bir tanesi temel gıda maddelerinin hammaddesi niteliğinde olan tahıllara olan talebin fiyat artışlarına karşı inelastik oluşudur. Fiyat artışlarına karşı inelastik talep yapısı nedeniyle enflasyonist dönemlerde Grainturk gibi depolama kapasitesi yüksek ve çiftçilerin finansmanı ve toplu alım nedeniyle ürünleri fiyatların düştüğü hasat döneminde uygun şartlarda alabilen şirketler depolama avantajıyla ürünlerin zaman değeri ve kar marjlarını artırmaktadırlar. Ekonomik kriz dönemlerinde dahi temel gıda ürünlerine talebin önemli oranda düşmemesi defansif yapısı ile sektörü öne çıkarmaktadır.

Temel Yatırım Unsurları

Pandemi ve Rusya-Ukrayna savaşı sonrası gıda güvenliği ülkelerin birinci önceliği haline geldi

Vergi istisnasının etkisi ile ELÜS işlem hacmi artıyor

ELÜS ile birlikte artan tarımsal emtia işlemlerindeki kaydıleşme vergi istisnasının devam ettirileceğine işaret etmekte

Stratejik bölgelerde depolar bulunmakta

Meyve üretimi gelecekte ihracat geliri yaratacak

Stratejik sektör. Pandemi ile birlikte birçok sektörde tedarik zinciri problemleri yaşanmaya başlamıştır. Pandeminin tedarik zinciri üzerindeki baskısı devam ederken Dünya'da tahıl üretiminde önemli bir paya sahip iki ülke olan Rusya ve Ukrayna arasında savaşın başlamasıyla tahıl ürünleri tedarikine yönelik sıkıntıların zirveye çıkmasına neden olmuştur. Söz konusu savaşın etkisini bir nebze azaltabilmek adına Türkiye'nin arabuluculuğu ile Rusya ve Ukrayna'da üretilen tahılın özellikle Afrika ve Ortadoğu ülkelerine nakledilebilmesi için bir tahıl koridoru oluşturulmuştur. Tüm bu olaylar, ülkelerin gıda güvenliği konusuna verdiği önemin artmasına sebep olmaktadır. İhracatçı ülkeler ihracat tutarlarında kısıntıya giderken ithalatçı ülkeler ise stok miktarlarını artırmaya çalışmaktalar. Ülkelerin söz konusu politikaları tahıl fiyatlarının yeni zirveler görmesine neden olmuştur. Bu nedenle olası bir gıda krizinde özellikle kendi üretimi iç tüketimine yetmeyen Türkiye gibi ülkeler tarımsal üretimi artırmak ve tahıl ticaretini kolaylaştırarak sağlıklı bir fiyat oluşumunu temin edebilmek adına çeşitli devlet teşvikleri getirmeye başlamışlardır. Bu nedenle T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı tarafından yayımlanan On Birinci Kalkınma Planı çerçevesinde tarım "Öncelikli Gelişme Alanları" başlığı altında sıralanmıştır. Gıda güvenliğinin sağlanabilmesi için tarımsal üretimin artırılması ve fiyat oluşumlarının sağlıklı bir yapıya kavuşması hedeflenmektedir. Bu anlamda sağlanacak tüm teşvikler tarımsal ticareti daha da artıracığından Şirket için olumlu bir hikâye anlamına gelmektedir.

Elektronik Ürün Senedi (ELÜS) vergi istisnası. Elektronik Ürün Senedi (ELÜS), lisanslı depolarda bulunan fiziki ürünlerin karşılığında çıkarılan elektronik belgedir. Elektronik Ürün Senedine dönüştürülen tarımsal ürünler Türkiye Ürün İhtisas Borsası'nda işlem görmektedir. Gün geçtikçe önemini ve katılımcı sayısını arttıran ELÜS ile Türkiye Ürün İhtisas Borsaları (TÜİB) üzerinden, Lisanslı Depolarda muhafaza edilen ürünlere ilişkin yapılan alım-satım işlemleri hem çiftçiye hem de tarımsal emtia yatırımcılarına devlet garantisi ve teşvikleriyle imkanlar sunmaktadır. Çiftçiler, ürünlerini lisanslı depolarda saklayarak ve ELÜS'e bağlayarak, nakliye desteği, analiz desteği, kira desteği ve muhtelif vergi istisnalarından oluşan devlet teşviklerinden istifade etmektedirler. Lisanslı depoya tevdi edilen ürün için üreticiye verilen ürün senetlerinin el değiştirmesinden doğan kazançlar gelir vergisi ve kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur. Ürünlerin lisanslı depolara ilk tesliminde ve borsadaki alım-satımında KDV ve damga vergisi istisnası getirilmiştir. İfade edilen teşviklerin etkisi ile ELÜS aracılığı ile gerçekleşen işlem hacmi düzenli olarak önemli oranda artışlar kaydetmektedir. Şirket'in 2020 yılında 3.580 ton olan ELÜS işlem hacmi 2021 yılında 55.412 tona yükselirken 2020 yılında 5,1 mn TL olan parasal hacim 2021 yılında 190,9 mn TL'ye 2022 yılında ise 221,3 mn TL'ye yükselmiştir.

Depolar stratejik lokasyonlarda. Şirket'in toplam depo kapasitesi 246.500 tondur. Bu kapasitenin 227.500 tonu Hatay'da; geriye kalan 19.000 ton ise Aydın, Germencik'tedir. Hatay bölgesi toplam lisanslı depo kapasitesi 77.000 ton olup bu lisansların 56.500 tonu Grain Lidaş'a kalırsa ise farklı bir şirkete aittir. Diğer şirketin lisansının iptal edilmesi sonucunda Hatay Bölgesindeki lisanslı depolama kapasitesi 56.500 tona gerilemiştir ve Grain Türk ifade edilen bölgedeki tek lisansa sahip şirket konumuna gelmiştir. Aydın bölgesi toplam hububat lisanslı depo kapasitesi 18.500 ton olup bu lisansın tamamı Grain Lidaş'a aittir. Grain Lidaş, Aydın'daki tek ve en büyük kapasiteye sahip lisanslı depo şirketi olarak faaliyetlerini sürdürmektedir. Türkiye'de buğdayın %45'i Güneydoğu, Ege ve Akdeniz bölgelerinde üretilirken mısırdaki söz konusu bölgelerin üretim payı %55'tir. Şirket'in sahip olduğu Hatay ve Aydın'daki depolar ile arsalar buğday ve mısır anlamında toplam üretimin yaklaşık yarısının yapıldığı alana hitap etmektedir.

Meyve üretimi ihracat potansiyeli yaratmakta. Tarımsal emtia ve depoculuk faaliyetlerine ek olarak Şirket, Kırıkhan'da bulunan Platinyum Tarım tesisleri içindeki 3.918 parsel arazide ve üst kullanım hakkına sahip olduğu Kırıkhan'da 831 ve 832 numaralı parsellerde yer alan arazide, ihracata yönelik yaş meyve bahçesi yatırımı yapmıştır. 2022 yılına kadar sulama, gübreleme, ağaç gelişimleri ve meyve üretim gerçekleşmiş, 2022 yılı içerisinde hasat ve satış operasyonlarına başlamıştır. Grup'un; 7.250 adet şeftali ve nektari, 3.650 adet kayısı ve 618 adet çeşitli meyve ağaçları bulunmaktadır. Meyve satışlarının 2022 cirosuna etkisi oldukça sınırlı olup ilerleyen dönemlerde etkisinin artması beklenmektedir.

Temel Yatırım Unsurları

**İskenderun AVM yatırımı 2023 yılında
tamamlanacak**

1.000'e yakın çiftçi ile süren güçlü ilişki

Güçlü yatırım amaçlı varlık portföyü. Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkulleri NEW TOWER projesi ve Platinyum Tarım A.Ş. 'ye ait olup da TMO'ya uzun süreli kiraladığı tesislerden oluşmaktadır. İskenderun'da yer alan proje arsasının 2022/12 bağımsız denetim raporunda kayıtlı değeri 166,8 mn TL'dir. Şirket'in ilgili arsadan proje kapsamında elde edeceği gelirlerin bugünkü finansal değeri ise 325,8 mn TL olarak tespit edilmiştir. Gayrimenkullerin değerleri yaşanan deprem öncesi değerleri ifade ederken özellikle yaşanan deprem sonrası deprem yönetmeliğine uygun olarak yapılacak yeni konutların değerinin beklenen değerlerin de üzerinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. Nitekim söz konusu projenin deprem felaketinden etkilenme durumunun analiz edilebilmesi ve deprem sonrası değerinin tespiti amacıyla INVEST Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından 10.04.2023 tarih ve 2023/1346 (Ek/17) sayılı rapor hazırlanmıştır. Söz konusu değerlendirme sonucunda İskenderun'da yer alan proje arsası 261 mn TL, Grup'un proje kapsamındaki elde edeceği gelirlerin bugünkü finansal değeri 658,9 mn TL olarak tespit edilmiştir. Şirket AVM için Ral Yatırım Holding ile hasılat paylaşımli bir anlaşma yapmıştır. Şirket arsayı tahsis ederken inşaat ilgili firma tarafından yapılacaktır. Temel atılmış ve süreç başlamış olup 2023 Kasım ayında projenin tamamlanması beklenmektedir. Hasılat paylaşımli olarak yapımı sürdürülen İskenderun New Tower inşaat projesinin deprem sonrası yapılan kontrollerinde bir hasara rastlanmamış olup bu durum 03.03.2023 tarihli teknik raporla tevsik edilmiştir. İnşaata devam edilebilmesi için resmi kurumlara yazışmalar yapılmış ve onay beklenmektedir. İnşaata başlandığında hedeflenen süre içerisinde tamamlanarak satışa konu edildiğinde, bölgedeki yapı durumu da göz önüne alındığında planlanan getiriye rahatça ulaşılacağı öngörülmektedir. New Tower projesi kapsamında rezidans, ofis ve alışveriş mağazaları planlanmaktadır. İş modelini çeşitlendirmek ve teminat yapısı oluşturmak adına Şirket'in güçlü bir yatırım amaçlı gayrimenkul portföyü bulunmaktadır.

Uzun yıllara varan tecrübe. Şirket genelde ürün alımlarını hasat baskısı baskını olarak ifade edilen ve fiyatların dönem içerisinde dibi gördüğü hasat zamanlarında yapmaktadır. Şirket'in ana ortaklarından Murat İçcan, 1987 yılından beri tarımsal emtia ticareti ve depolaması ile iştigal etmektedir. Özellikle Hatay bölgesinde uzun yıllardır çiftçilerle kurulan iyi ilişkiler, bu ürün arzının alımında büyük katkı sağlamaktadır. Grup, bölge çiftçilerini yılın hasat dönemi haricindeki dönemlerinde hem maddi olarak hem de uluslararası deneyimler sonucunda oluşan bilgi paylaşımları ve danışmanlık faaliyetleri ile sürekli desteklemektedir. Hasat dönemi geldiğinde de çiftçilerle iletişimde olunarak, ürünlerinin tarlalarından hasadı sonrasında mevcut depolara ulaştırılması sağlanmakta, depolanma ve satın alım faaliyetleri gerçekleştirilmektedir. Çoğu zamanda ürünlerin nakliye bedelleri çiftçilere yansıtılmamaktadır. Yukarıda ifade edilen nedenlerden dolayı bölgedeki tüm tarımsal üretim faktörleri ile kurulmuş olan uzun yıllara dayalı ilişkiler Şirket'in bölgedeki ürün ticaretinde elini güçlendirmektedir. Yönetim, yaklaşık 1.000 çiftçi ile yıllara sari ilişkilerin kurulduğunu ifade etmektedir.

Riskler

Üretimde yaşanabilecek sıkıntılar ürün tedarikini sıkıntıya sokabilir

Ürün miktarının azalması TMO ile rekabetin doğmasına sebep olabilir.

Rekoltelerin azalması ve ürün maliyetlerinin artması Grup'un müşteri portföyünü daraltabilir.

Hatay depremi kaynaklı tamir bakım işlemleri için sigorta devrede olup sigortayı aşan kısımların yatırım finansmanı için ana ortak taahhüt vermiştir.

Hasat zamanının kayması. Grup'un ticaretini gerçekleştirdiği ürünler yılın belli dönemlerinde hasat edilebilmektedir. İlgili ürünlerin iklim değişikliği gibi sebeplerden dolayı beklenenden erken ya da geç hasat edilmesi durumunda Grup'un işletme sermayesi ihtiyacı artabilir ve faaliyetleri olumsuz etkilenebilir.

TMO ile rekabet. Yurt içinde tarım ürünleri üretiminin azalması durumunda Grup, ticari faaliyetlerinde Toprak Mahsulleri Ofisi ile rekabet etmek durumunda kalabilir ve bunun sonucunda Grup'un faaliyetleri olumsuz etkilenebilir.

Ürün rekoltelerinin azalması. Grup'un ticaretini gerçekleştirdiği ana ürünler olan buğday, mısır ve pamuk rekoltelerinde herhangi bir sebepten azalma yaşanması sonucunda; Grup'un faaliyetleri olumsuz etkilenebilir. (* *Rekolte, tarımda bir yılda elde edilen herhangi bir ürünün toplamını ifade etmektedir.*)

Ürün maliyetlerinin artması müşteri portföyünü olumsuz etkileyebilir. Grup'un müşterileri genel olarak satılan ürünleri hammadde olarak kullanan fabrikalar olup bu müşteriler; artan tarımsal emtia fiyatları, enerji fiyatları ve işçilik maliyetleri gibi durumlardan olumsuz etkilenebilmektedir. Bu etkenlerin müşteriler üzerinden olası olumsuz etkilerine bağlı olarak Grup'un müşteri portföyü daralabilir.

Devlet müdahaleleri sektör şirketlerini olumsuz etkilenebilir. Stratejik bir sektör olan tarım sektörü, devletin fiyatları sürekli kontrol altında tuttuğu ve gerektiğinde Toprak Mahsulleri Ofisi eliyle müdahale ettiği bir sektördür. İlgili kanun, yönetmelik veya hükümlerde yapılabilecek değişiklikler sektörde faaliyet gösteren şirketlerin iş süreçlerini ve faaliyetlerini olumsuz etkileyebilir, şirketlerin satışları ve karlılığı düşebilir, işletme sermayesi açığı ortaya çıkabilir.

ELÜS vergi avantajı beklenenden önce sonlandırılabilir. ELÜS alım satımından kaynaklanan kar üzerinden 2023 yılı sonuna kadar herhangi bir vergi yükümlülüğü doğmamaktadır. 2 yılda bir söz konusu düzenleme gözden geçirilirken vergi istisnasına sebep olan faktörlerin devam edeceği beklentisi ile vergisel istisna durumunun devam ettirileceği kanaatindeyiz. Bununla birlikte 2024 itibarı ile ELÜS alım satım karlarından vergi ödenmesine yönelik karar değişikliği gerçekleşebilir ve ELÜS alım satım kazançlarından vergi ödeme zorunluluğu doğabilir. Projeksiyonda ise ilgili teşvik 2029 sonunda sonlandırılmıştır.

Hatay depremi ve doğal afetler. Sel, fırtına, toprak kayması, deprem gibi doğal afetler tarımsal üretimi Şirket'in faaliyette bulunduğu siloları olumsuz etkileyebileceğinden Grup'un faaliyetlerinde aksaklığa sebep olabilir. Şirket yaşanan deprem sonrası hasat zamanının başlayacağı Mayıs ayına kadar tamir bakım işlemlerini tamamlamayı hedeflemektedir. Bu süreç içinde Mayıs ayına ilgili tamirat yatırımı yetmez ise bu durum 2023 yılı EBITDA beklentilerini olumsuz etkileyebilir.

Yatırım Tezi

Stratejik Sektör



Marjlar– Son üç yıl içerisindeki enflasyonist dönemde dahi faaliyet kar marjlarında yükseliş



Sektör – Pandemi ve Rusya-Ukrayna savaşının etkisi ile gıda güvenliği ülkelerin öncelikli konuları arasında



Talep – Gıdaya olan talep fiyat değişimlerine karşı inelastik olup kriz dönemlerinde dahi sürdürülebilir büyüme imkanı sunmakta



Teşvikler– Gıda güvenliği nedeniyle sektöre çeşitli teşvikler sunulmakta; kurumlar vergisi, KDV ve damga vergisi istisnası

GrainTurk

YAG- Varlık portföyündeki yatırım amaçlı gayrimenkuller önemli bir potansiyel



Sade Yapı– Düşük ilişkili taraf işlem hacmi ve sade faaliyet yapısı



Borçluluk –. Net borç/EBITDA rasyosu 0,6x ile oldukça düşük seviyede olup düşük riske işaret etmekte



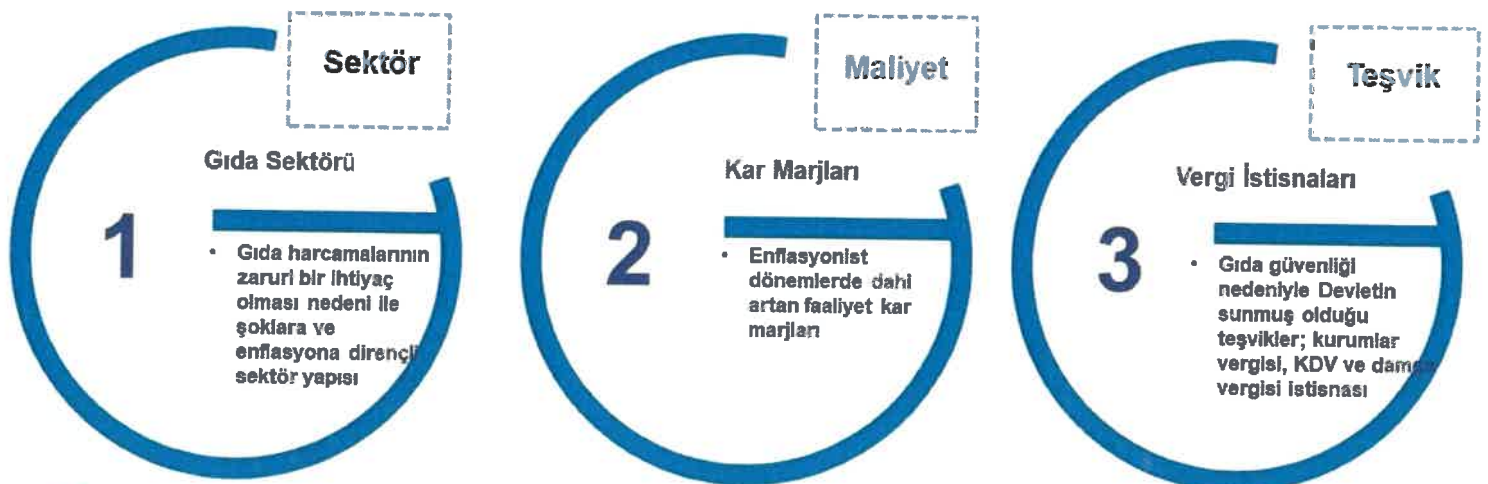
Tecrübe— Ortakların sektör tecrübesi 1987 yılına kadar gitmekte



Depolar- Hatay ve Aydın'daki depo ve arsalar Türkiye'deki toplam buğday ile mısır üretim alanının yaklaşık yarısına hitap etmekte

Halka Arz Hikayesi

Kriz dönemlerinde dahi sektör gereği sürdürülebilir büyüme; enflasyonist dönemlerde dahi artan faaliyet kar marjları ve özkaynak karlılığı; stratejik sektör olması nedeniyle devlet teşvikleri; düşük ilişkili taraf işlem hacmi, sade bilanço ve faaliyet yapısı; düşük borçluluk ve likit bilanço; ortakların uzun yıllara varan sektör tecrübesi; uluslararası şirketler ile uzun yıllara dayanan iş ilişkisi; depoların stratejik lokasyonlarda bulunması; 2022 yılı itibarı ile henüz başlayan meyve üretimi



Halka arzdan elde edilecek kaynağın %55-60'ı ile işletme sermayesi ihtiyacının finanse edilmesi, %40 ila %45'inin planlanan yeşil enerji yatırımlarında kullanılması planlanmaktadır.

Şirket Profili

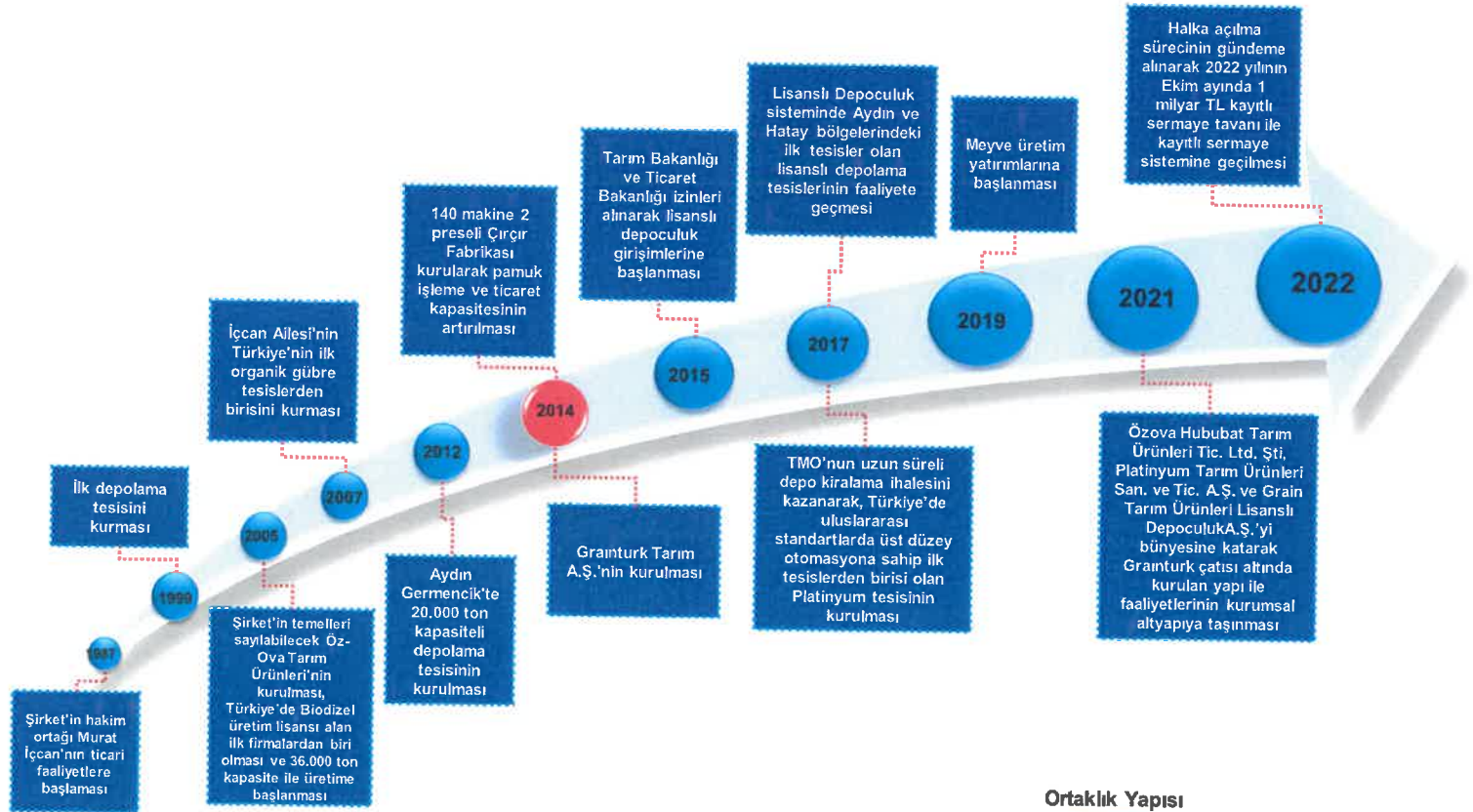
Kamu otoritesi tarafından stratejik öneme sahip, öncelikli sektör olarak kabul edilen tarımsal faaliyetlerde iştirak edilmekte

Türkiye’de biodizel üretim lisansı alan ilk firmalardan birisi

Hâkim ortağın 30 yılın üzerinde sektörel tecrübesi bulunmakta

2014 yılında kuruldu. Şirket, “Grainturk Dış Ticaret A.Ş.” unvanıyla Mart 2014’te İstanbul’da kurulmuş olup Eylül 2014’te ticaret unvanını “Grainturk Tarım Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.” olarak, Ekim 2019’da ise şimdiki unvanı olan “Grainturk Tarım A.Ş.” olarak değiştirmiştir. Şirket, temel olarak buğday, mısır ve pamuk başta olmak üzere tarım ürünlerinin alımı ve satımı faaliyetleri ile iştirak etmekte olup bağlı ortaklığı Grain Lidaş aracılığıyla da bölgelerinde üretilen söz konusu tarım ürünlerin depolanmasına yönelik hizmetleri gerçekleştirmektedir. Şirket’in diğer bağlı ortaklıklarından Özova Hububat ve Platinium Tarım da buğday, mısır ve pamuk başta olmak üzere tarım ürünlerinin alımı ve satımı faaliyetleri ile iştirak etmektedir. Şirket, depolama, ticaret ve pamuk işleme tesisleriyle bölgede üretilen tarımsal emtianın büyük bir kısmının alım-satımını ve işlemlerini yaparak, bölgenin kalkınmasına, un, yem ve tekstil sanayilerinin yıllık ihtiyacının arzına katkı sağlamaktadır. Şirket, İngiltere’de kurulu GAFTA (Grain and Feed Trade Association) üyesidir. Şirket, ölçek ekonomisinden faydalanmak ve ilişkili taraf hacmini düşürmek amacıyla tek bir çatı altında toplamıştır. 2021 yılında Özova Hububat Tarım Ürünleri Ticaret Ltd. Şti. (“Özova Hububat”), Platinium Tarım Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Platinium Tarım”) ve Grain Tarım Ürünleri Lisanslı Depoculuk A.Ş. (“Grain Lidaş”)’yi bünyesine katmıştır. Grup bünyesinde, maliyet avantajlarının kaybolması nedeniyle mevcut durumda faal olmayan 200 ton kapasiteli granül ve toz organik gübre üretim ve paketleme tesisi ile yem üretim tesisi; lisans yenileme süreci devam eden ve süreç tamamlandığında üretime hazır olan biodizel tesisi bulunmaktadır.

Ana ortak İçcan ailesi. Şirket’in 100.000.000 TL tutarındaki mevcut sermayesinin %84’lük kısmına karşılık gelen 84.000.000 TL nominal değerli paylar Murat İçcan’a, %8’lik kısmına karşılık gelen 8.000.000 TL nominal değerli paylar Onur İçcan’a, %8’lik kısmına karşılık gelen 8.000.000 TL nominal değerli paylar Mevlüt Emre İçcan’a aittir. 15.000.000 TL nominal değerli A grubu imtiyazlı payların tamamı Murat İçcan’a aittir.

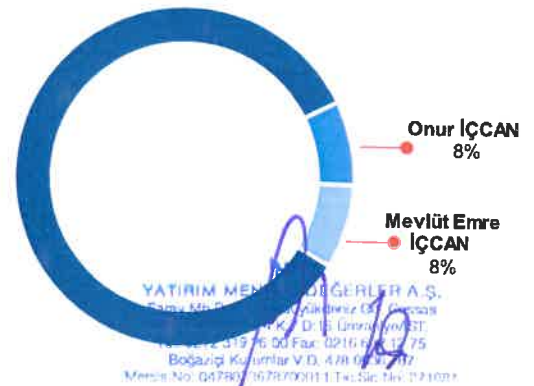


Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Nominal, TL	Oran
Murat İÇCAN	A	15.000.000	15,0%
	B	69.000.000	69,0%
Onur İÇCAN	B	8.000.000	8,0%
Mevlüt Emre İÇCAN	B	8.000.000	8,0%
Toplam	A + B	100.000.000	100%

Murat İÇCAN
84%

Ortaklık Yapısı



Şirket Profili

Personelin ortalama %16'sı beyaz yakalı, %84'ü mavi yakalıdır

Şirket, tarım ürünleri lisanslı depoculuğu ve tarım ürünleri ticareti alanında iştigal eden 3 şirketi bünyesine katarak rekabet avantajı elde etmeyi hedeflemektedir

Grup'un toplam depo kapasitesi 246.500 ton

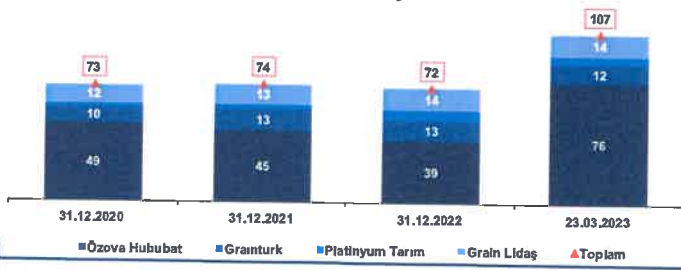
Hatay'daki en büyük ve tek lisans kapasitesi ve Aydın'daki hububat lisanslı depo kapasitesinin tamamı Grup şirketlerine ait olup bölgeye en yakın TMO'ya ait Gaziantep'teki lisanslı deponun depremde zarar görmesi Şirket'i bölgede öne çıkarmaktadır

Personel sayısı. Grup'un 2020 yılsonunda 73, 2021 yılsonunda 74 olan personel sayısı, pamuk sezonuna girilmesi ve çırçırılama faaliyetlerinin başlamasıyla birlikte 30.09.2022 itibarıyla 195'e yükselmiş, 31.12.2022 itibarıyla da 72'ye gerilemiştir. Personel sayılarında dönem içindeki dalgalanmaların nedeni dönemsellikten kaynaklanmaktadır. Dönemsel işçi alımı Eylül, Ekim, Kasım, Aralık ayları pamuk sezonunun olduğu ve çırçırılama faaliyetlerinin yapıldığı zamandır. 23 Mart itibarıyla 107 personeli bulunmaktadır. Sayının artışı Kırıkkhan Merkez Tesislerindeki inşaat faaliyetlerinin sürdürülmesi açısından yapılan geçici işe alımlar nedeniyle.

Bağlı ortaklıklar. Şirket, 2021 yılında şirketleri tek bir çatı altında toplayarak sektörde rekabet gücünü artırmak, ölçek ekonomisinden faydalanmak ve ilişkili taraf işlem hacmini minimize etmek amacıyla Özova Hububat Tarım Ürünleri Ticaret Ltd. Şti. ("Özova Hububat"), Platinium Tarım Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Platinium Tarım") ve Grain Tarım Ürünleri Lisanslı Depoculuk A.Ş. ("Grain Lidaş")'yi bünyesine katmıştır. Özova Hububat'ın sermayesi 68.800.000 TL olup payların tamamı 31.12.2021 tarihinde Grainturk tarafından 68,8 milyon TL karşılığında Murat İÇCAN, Mevlüt Emre İÇCAN ve Mete İÇCAN'dan satın alınmıştır. Özova Hububat, buğday, mısır ve pamuk başta olmak üzere tarım ürünlerinin alım satımını yapmaktadır. Grain Lidaş'ın sermayesi 2.500.000 TL olup payların tamamı 30.12.2021 tarihinde Grainturk tarafından 2,5 milyon TL bedelle Mevlüt Emre İÇCAN'dan satın alınmıştır. Grain Lidaş, 5300 sayılı Tarım Ürünleri Lisanslı Depoculuk Kanunu kapsamında faaliyet göstermekte olup buğday ve mısır ürünlerinin depolamasını yapmaktadır. Platinium Tarım'ın sermayesi 20.000.000 TL olup payların tamamı 28.12.2021 tarihinde Grainturk tarafından 20 milyon TL bedelle Murat İÇCAN'dan satın alınmıştır. Platinium Tarım, 5300 sayılı Tarım Ürünleri Lisanslı Depoculuk Kanuna uygun şartlarda yapmış olduğu 90.000 ton kapasiteli depoları Toprak Mahsulleri Ofisi'ne kiraya vermiştir. Bununla birlikte, Platinium Tarım bünyesinde ayrıca 10.000 ton kapasiteli lisanssız depo bulunmakta olup şirket buğday ve mısır ürünlerinin alım satım ve depolamasını yapmaktadır. İşbu rapor tarihi itibarıyla Grainturk Tarım A.Ş., Özova Hububat, Platinium Tarım ve Grain Lidaş paylarının %100'üne sahiptir.

Tesis Bilgileri. Hatay ili toplam lisanslı depo kapasitesi 77.000 ton olup bu lisansların 56.500 tonu Grain Lidaş'a aittir. Grain Lidaş, Hatay ilindeki en büyük ve tek lisans kapasitesine sahip şirkettir. Aydın ili toplam hububat lisanslı depo kapasitesi 18.500 ton olup bu lisansın tamamı Grain Lidaş'a aittir. Grain Lidaş, Aydın'daki tek ve en büyük kapasiteye sahip, lisanslı depo şirketi olarak faaliyetlerini sürdürmektedir.¹ Grup'un Hatay ve Aydın'da bulunan toplam 75.000 ton kapasite ile Türkiye lisanslı depoculuk kapasitesinden aldığı pay %0,8'dir. 06.02.2023 tarihinde Kahramanmaraş merkezi ve 10 ili etkileyen deprem felaketi sonrasında yukarıdaki tesislerden sadece 29.000 metrik ton kapasiteli Kırıkkhan Çelik Silo kısmı hasar görmüş olup bu depodaki ürünlerin tamamı Grup'a ait ürünlerdir. Kırıkkhan Yatay Depo kısmı ile ilgili gerekli tadilatlar yapılmış ve depolamaya hazır haldedir.

Personel Sayısı



Fiyat Tespit Raporunda yıl sonu personel sayısı, Bağımsız Denetim Raporunda yıllık ortalama personel sayısı verilmiştir. Bu nedenle Fiyat Tespit Raporu ve Bağımsız Denetim Raporundaki personel sayıları farklılık gösterebilir.

Depo Bilgileri

Yer	Sahip Şirket	Kapasite (Ton)	Lisans Durumu
Hatay / Kırıkkhan	Platinium Tarım	90.000	Lisanssız - TMO Kiracısı
Hatay / Kırıkkhan	Platinium Tarım	10.000	Lisanssız
Hatay / Kırıkkhan	Özova Hububat	71.000	Lisanssız
Hatay / Kırıkkhan	Özova Hububat	56.500	Lisanslı
Aydın / Germencik	Özova Hububat	500	Lisanssız
Aydın / Germencik	Özova Hububat	18.500	Lisanslı
Toplam		246.500	

Ticaret Unvanı	Faaliyet Alanı	Sermayesi (2022/12)	Kuruluş Yılı	Faaliyet Konusu
Özova Hububat Tarım Ürünleri Ticaret Ltd. Şti.	Tarım Ürünleri Ticareti	68.800.000 ₺	2012	Amik Ovası'nda bulunan fabrika ve tesislerinde buğday, mısır, pamuk ve diğer tarımsal ürünlerin alımını yapmak, üretilen pamuğun çırçır ve preslenmesi hizmetlerini sunmaktadır. Depolama kapasitesi 146.500 tondur. Bölgede üretilen tarımsal emtianın büyük bir çoğunluğunun alım-satımını ve işlemlerini yaparak hem bölgenin kalkınmasına hem de un, yem ve tekstil sanayilerinin yıllık ihtiyacının arzına katkı sağlamaktadır. Özova Hububat, bünyesinde bulunan depolama tesisleri ile bahse konu ürünleri hasat zamanında bölge çiftçisinden satın alınarak, uluslararası standartlarda donanımlı laboratuvarlarda yapılan analizlerle sınıflandırılarak depolanmakta ve sezon içerisinde piyasaya arz edilmektedir.
Grain Tarım Ürünleri Lisanslı Depoculuk A.Ş.	Tarım Depoculuğu	2.500.000 ₺	2016	Lisanslı Depoculuk faaliyeti yürüten Grain Lidaş, Grup şirketleri bünyesindeki lisanslı depoların işletilmesi faaliyetlerini yürütmektedir. Hatay Kırıkkhan ve Aydın Germencik'teki lisanslı depolar Grain Lidaş tarafından işletilmektedir. Bu depolarda Ticaret Bakanlığı tarafından belirlenen esaslar çerçevesinde hem TMO'ya hem de özel sektöre lisanslı depo hizmeti verilmektedir.
Platinium Tarım Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Tarım Ürünleri Ticareti	20.000.000 ₺	2013	Platinium Tarım, buğday ve mısır ürünlerinin alım, satım ve depolamasını yapmaktadır. Şirket, 5300 sayılı Kanuna uygun şartlarda yapmış olduğu 90.000 ton kapasiteli depoları TMO'ya kiraya vermiştir. Bununla birlikte, Platinium Tarım bünyesinde ayrıca 10.000 ton kapasiteli lisanssız depo da bulunmakta olup toplam (lisanslı+lisanssız) 100.000 ton depolama kapasitesine sahiptir.

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

¹ Kaynak: T.C. Ticaret Bakanlığı – Lisanslı Depo İşletmeleri, <https://ticaret.gov.tr/ic-ticaret/lisansli-depoculuk/kurulus-ve-faaliyet-izleni/lisansli-depo-isletmeleri>

Yönetim Kurulu

Murat İÇCAN
YK Başkanı

- 1970 Hatay/Kırıkhan doğumlu olan Murat İÇCAN, ilköğretim ve lise eğitimini Kırıkhan'da tamamlamış, tarım sektörüne 1987 yılında kurduğu şahıs şirketi ile adım atmıştır. Kazakistan Cumhuriyeti Hatay Fahri Konsolosu olan Murat İÇCAN, iki ülke arasında yürütülen ve geliştirilen uluslararası ticaret için de görevini aktif olarak sürdürmektedir. Bu görevine ilaveten Dünya Fahri Konsoloslar Birliği Yönetim Kurulu Üyeliği görevine de devam etmektedir. Gençlerbirliği Spor Kulübü'nde, 2012-15, 2015-17 ve 2017-21 dönemlerinde 3 dönem Asbaşkanlık görevini yürütmüştür. Çeşitli dernek ve sivil toplum kuruluşlarında aktif görevler üstlenmekte beraber birçok alanda sosyal sorumluluk ve sosyal yardım projelerine katkıda bulunmaktadır.

Hüma İÇCAN
YK Başkan Yardımcısı

- 1975 Bursa doğumlu olan Hüma İÇCAN, ilköğretim ve lise eğitimini Bursa'da tamamlamış olup 1997 yılında Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Maliye Bölümü'nden mezun olmuştur. 1997 yılında Öziarhanlar Holding'de muhasebe departmanında iş hayatına başlamış, sonrasında 1998-2001 yılları arasında Etibank Bursa ve İskenderun şubelerinde bireysel kredi bölümlerinde çalışmıştır. 2002-2005 yılları arasında Oyakbank İskenderun şubesinde bankacı olarak görev almıştır.

Mevlüt Emre İÇCAN
YK Başkan Yardımcısı

- 1989 Hatay/Kırıkhan doğumlu olan Mevlüt Emre İÇCAN, ilköğretim ve lise eğitimini İskenderun'da tamamlamış olup Kazakistan Al-Farabi Üniversitesi Siyasal Bilimler Lisans programına devam etmektedir. Şirket'in Yönetim Kurulu Başkanı Murat İÇCAN'ın oğludur. Şirket'in yurt içi ve yurt dışında yürütülen alım, satım ve pazarlama stratejilerini belirleyerek ve bu faaliyetlerin bizzat yürütülmesinde görev almaktadır. 2014 yılında Türkiye'nin en genç fahri konsolosu olarak Senegal Fahri Konsolosluğu görevine atanan Mevlüt Emre İÇCAN, iki ülke arasında yürütülen ve geliştirilen uluslararası ticaret için de görevini aktif olarak sürdürmektedir.

Onur İÇCAN
Bağımsız YK Başkan Yardımcısı

- 1993 Hatay/Kırıkhan doğumlu Onur İÇCAN, ilköğretim ve lise eğitimini İskenderun'da, tamamlamış olup, üniversite eğitimine Bahçeşehir Üniversitesi Uluslararası Ticaret Lisans programına devam etmektedir. Şirket Yönetim Kurulu Başkanı Murat İÇCAN'ın oğludur. Şirketin finansal ve mali işlemleri, banka ve finansal kuruluşlarla ilişkileri, muhasebe, denetim ve kontrol mekanizmalarının yürütülmesi ve yönetiminde görev almaktadır.

Ahmet Emir AKBEN
Bağımsız YK Üyesi

- 1994 yılında doğmuş olup, 2017 yılında Medipol Üniversitesi Hukuk Fakültesi 'den mezun olmuştur. Sırasıyla Şanlı Hukuk Bürosu ve Göksu Safi Işık Avukatlık Ortaklığı'nda avukatlık stajını tamamlamıştır. Ocak 2019 – Mayıs 2019 tarihleri arasında Göksu Safi Işık Avukatlık Ortaklığı'nda çalışmış daha sonra Haziran 2019 – Eylül 2020 tarihlerinde New York Vakıfbank Şubesi'nde uyum departmanında görev yapmak üzere New York'a gitmiştir. New York Berkeley College Language School ve EC Los Angeles Language School dan dil sertifikaları bulunmakta olup, iyi derecede İngilizce bilmektedir. Aralık 2020'den beri Göksu Safi Işık Avukatlık Ortaklığı'nda Kıdemli Avukat olarak görev almakta olup aynı zamanda Kasım 2022'de hukuk ve danışmanlık hizmeti vermek üzere kendi şahıs şirketini kurmuştur.

Murat Ülkü KARAKUŞ
Bağımsız YK Üyesi

- 1960 yılında Turhal'da doğan Karakuş, Atatürk Ün. Ziraat Fak. Zootečni bölümünden mezun olmuş. sonrasında bir yem fabrikasında fabrika müdürü olarak görev yapmıştır. Roche Müstahzarları San. A.Ş.'de çalıştıktan sonra görevinden ayrılarak kendi şirketini kurmuştur. 1997-98 yıllarında TZYMB'de Y.K. üyeliği yapmıştır. TÜRKİYEM-BİR'de Y.K. Başkanlığı, ATO Y.K. Sayman Üyeliği ve TOBB Türkiye Tarım Meclisi Başkanlığı görevlerini sürdürmektedir. 30 yılı aşkın meslek hayatında, sektörü ile ilgili ulusal ve uluslararası toplantı, kongre ve fuarlarda organizasyon komitesi başkanı, konuşmacı ve moderatör olarak yer almıştır. Mevcut durumda Ankara'da yem fabrikası, tavukçuluk tesisleri ve büyükbaş hayvan çiftlikleri bulunan Karakuş, ayrıca yem hammaddeleri ticareti ile uğraşmaktadır.

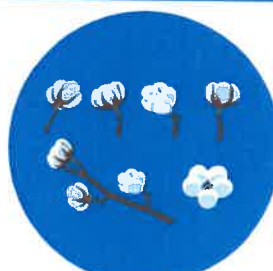
Şirket'in Ana Faaliyet Ürünleri



Buğday



Mısır



Pamuk



Meyve

FAALİYET ÖZETİ

Ortaklar & Kuruluş & Mali Veriler	
Ortaklar	
84%	Murat İçcan
8%	Onur İçcan
8%	Mevlüt Emre İçcan
Faaliyet Alanı: Tarım Ürünlerinin Alım-Satımı ve Depolanması	
Merkez: Beşiktaş / İstanbul	
Çalışan Sayısı: 72	

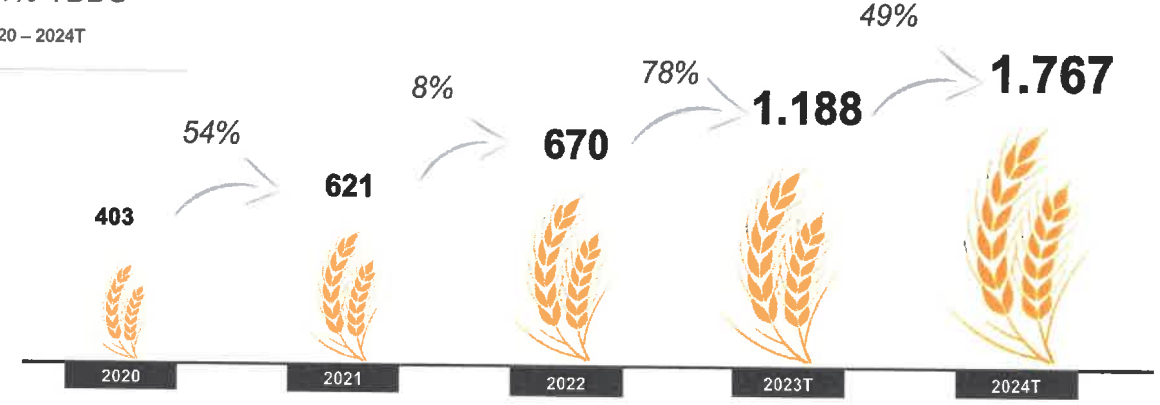
Faaliyet Alanları & Referanslar			
Şirket'in Ana Faaliyet Ürünleri			
- Buğday	- Pamuk		
- Mısır	- Meyve		
Şirket'in Ana Faaliyet Alanları			
- Tarımsal Emtia Ticareti			
- Lisanslı Depoculuk			
Mali Veriler	2022	2023T	
Net Satışlar	667,9 mTL	1.187,8 mTL	
EBITDA	195,3 mTL	385,7 mTL	
Net Kar	421,8 mTL	m.d.	
Özkaynak	992,1 mTL	m.d.	
Aktifler	1.240,9 mTL	m.d.	

Sektör

Uluslararası Hububat Konseyi (IGC) verilerine göre 2020/2021 tahıl sezonunda, dünya genelinde toplam tahıl üretimi 2019/2020 dönemine kıyasla %1,5 artış göstererek 2.227,1 mn ton, tahıl tüketimi %1,8 artış göstererek 2.237,7 mn ton, tahıl ticareti %7,3 artış göstererek 425,8 mn ton seviyesinde gerçekleşmiştir. 2020/21 sezonunda toplam tahıl üretiminin %39'u mısır, %26'sı buğday, %17'si pirinç, %13'ü soya fasulyesi, %5'i arpadan oluşmaktadır. Uluslararası Hububat Konseyi verilerine göre 2020/2021 tahıl sezonunda, Türkiye'de toplam tahıl üretimi 2019/2020 dönemine kıyasla %5,7 artış göstererek 35,2 mn ton, tahıl tüketimi %1,9 azalış göstererek 40,6 mn ton seviyesinde gerçekleşmiştir. 2020/21 sezonunda, Türkiye'de toplam tahıl üretiminin %56'sı buğday, %18'i mısır, %24'ü arpadan oluşmaktadır. TÜİK verilerine göre Türkiye'de toplam tarım alanı 2021 yılında 38.089 bin hektar olduğu tahmin edilmektedir. Tahıl alanının (ekili alan + nadas) toplam tarım alanına oranı ise %50,2 oranında gerçekleşmiştir.

64% YBBO

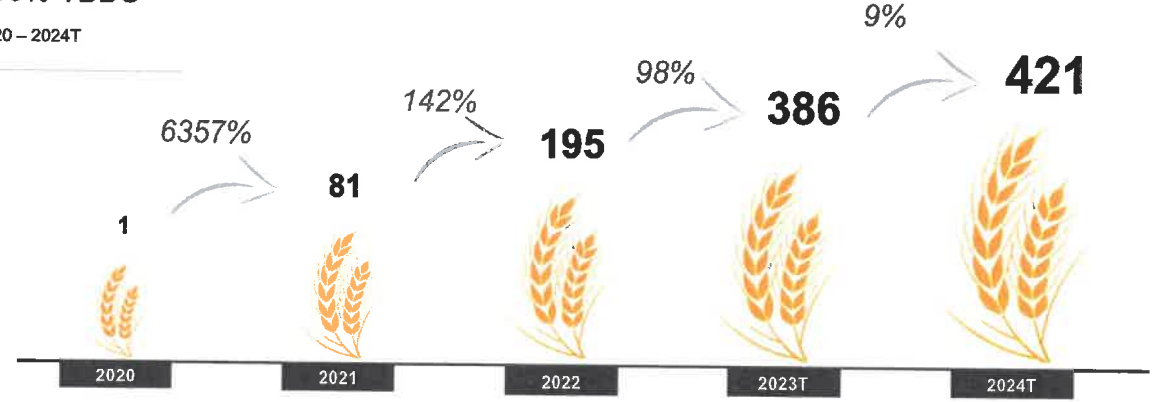
2020 – 2024T



Net Satış, milyon TL

596% YBBO

2020 – 2024T



EBITDA, milyon TL



Aydın Germencik Tesisleri



Çırçır Fabrikası



Platinyum Tarım Depolama Tesisleri

INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Saray Mh. Dr. A. C. B. Büyükdere Caddesi
Plaza 2 Blok No: 4 K: 7 D: 16 Ümraniye/İST.
Tel: 0212 719 26 00 Fax: 0212 719 27 75
Boğaziçi Kurumlar V.D. 4/8059287
Mersis No: 04 50003678700011 T.C. Sic. No: 271081

Satışlar

Satış gelirleri, emtia ticareti ve lisanslı depoculuk gelirlerinden oluşmaktadır

Fiyatlarda sürekli artış olması emtia satış miktarlarını aşağı çekmiştir.

TÜRİB İşlem Platformu üzerindeki alım ve satım emirleri, online ve gerçek zamanlı olarak emir defterlerine işlenir ve borsa mantığı çerçevesinde fiyat ve zaman önceliğine göre eşleştirilir

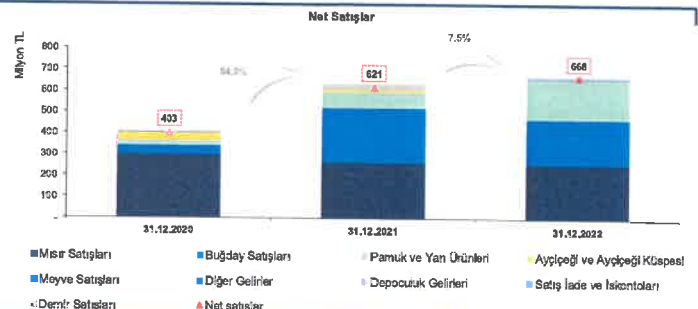
Şirket, Platinyum tesisleri içindeki 3.918 parsel arazisinde ve üst kullanım hakkına sahip olduğu Kırıkhan 831-832 parsel arazide, ihracata yönelik yaş meyve bahçesi yatırımı yapmış olup 2022 yılına kadar sulama, gübreleme, ağaç gelişimleri ve meyve üretim süreçleri takip edilmiş, 2022 yılı içerisinde hasat ve satış operasyonlarına başlanmıştır

Belli dönemlerde Ayçiçek ve demir satışları gerçekleşmiştir.

Tarımsal emtia ticareti. Grup, gelirlerini iki ana faaliyetten elde etmektedir. Bunlar emtia ticareti ve lisanslı depoculuk hizmetleridir. Grup, ağırlıklı olarak buğday, mısır, pamuk alım satımı, meyve üretimi ve ticareti yapmaktadır. Satışların büyük bölümünü buğday, mısır ve pamuk oluşturmaktadır. Şirket'in yerli ürün alımlarının çoğunluğu hasat döneminde almış olduğu ürünlerden oluşmaktadır. Bölge çiftçileri, yılın hasat dönemi haricindeki dönemlerde de maddi olarak hem de uluslararası deneyimler sonucunda oluşan bilgi paylaşımları ve danışmanlık faaliyetleri ile sürekli desteklenmektedir. Hasat döneminde çiftçilerle iletişimde olunarak ürünlerin hasadı sonrasında mevcut depolara ulaştırılması sağlanmakta, depolanma ve satın alım faaliyetleri gerçekleştirilmektedir. Şirket, hasat dönemlerinde uygulayacağı alım fiyatlarını ürün kalite ve sınıflarına göre belirleyerek çiftçilerine ve kendisine ürün sağlayan tüccarlara bildirmektedir. Bu fiyatlar hasat durumu, piyasa gelişmeleri ve ürün alımındaki gidişata göre hasat dönemi içinde güncellenmektedir. Ürünler dökme olarak kamyon, traktör vb. taşıma araçları ile depolara geldiğinde öncelikle kantar-laboratuvar bölgesine getirilerek, kantar tartımları yapılır. Aynı zamanda üründen otomatik sondaj yöntemi ile homojen olarak alınan yaklaşık 2kg'lık numune, ziraat mühendisleri ve eksperler tarafından görsel ve laboratuvar analizleri yapılarak ürünün sınıfı ve kalitesi belirlenir. Ürün sınıflandırmasında hem Toprak Mahsulleri Ofisi'nin hem de TÜRİB'in kullandığı tohum ürün bazlı barem sınıflandırma sistemi kullanılır. Tartım ve sınıflandırma yapıldıktan sonra, taşıma aracı aynı sınıf ürünlerin bulunduğu yatay depo veya siloya yönlendirilerek boşaltılması sağlanır. Çıkışında araç boş tartımı yapılarak aracın darası alınır ve net teslim tonajı belirlenir. Bu tonajın belirlenmesine istinaden çiftçiye, üzerinde ürün sınıfı ve tonajı yazan teslim alındı makbuzu ve kantar fişi verilir. Çiftçi bu aşamada şirketin belirlediği fiyatlara göre satım kararı verebilir veya ELÜS (Elektronik Ürün Senedi) olarak -eski tabirle "emanet"- malını depoda tutabilir. Satım kararı verdikten sonra yıl içinde Şirket tarafından yapılan ödemeler de hesaplanarak, belirlenen sınıf-fiyat üzerinden çiftçiden malın depolama şeklinde bağlı olarak TÜRİB sisteminden devir alınabilir veya müstahsil belgesi düzenlenerek ödeme gerçekleştirilebilir.

Hasat zamanı ürünlere göre değişmektedir. Ülkemizde yıllık buğday hasadı Mayıs-Temmuz aylarında, mısır hasadı 1. ürün için Ağustos/Ekim, 2. ürün için Kasım/Aralık aylarında yapılmaktadır. Grup'un hasat dönemlerinde yurt içinden alımını yaptığı ürünlerin fiyatlarının zaman içindeki yukarı yönlü hareketi, 2021 yılı sonu ve 2022 yılının ilk dokuz ayında hasılat ve karlılığa önemli derecede katkı yapmıştır. Tarımsal ürünlerin döngüselliliği, yani arzın belirli dönem aralıklarında, talebin ise tüm yıl gerçekleşmesi tarım emtialarının fiyatlarında belirli dalgalanmalara neden olmaktadır. Böylelikle ürün fiyatları hasat dönemlerinde düşük, hasat bitiminde ise yüksek seyretnmektedir. 2021/22 sezonunda hem makroekonomik görünümde hem de meteorolojik olaylardaki gelişmeler, tarımsal emtialarda önemli fiyat artışları sağlamıştır. Grup, 2020 yılında 403,4 mn TL, 2021 yılında 621,2 mn TL hasılat elde etmiştir. Fiyatlar genel düzeyindeki artış, tüm emtiaları etkilemiş olup tarımsal emtialara da yansımıştır. Grup, 31.12.2022 döneminde bir 31.12.2021'e kıyasla hasılatını %7,5 artırarak 667,9 mn TL satış geliri elde etmiştir. 2022 yılında toplam satışların %70,2'sini buğday ve mısır satışları, %28,5'ini pamuk ve yan ürün satışları oluşturmuştur. Ülkemizde ve Grup'un depo ve çırçır tesisinin bulunduğu Hatay bölgesi özelinde yıllık pamuk hasadı Eylül-Ekim aylarında yapılmaktadır. Çırçırılama tesisi sadece Hatay bölgesinde olduğu için sadece bu bölgede alım yapılmaktadır. Şirket, bölge çiftçilerinden satın aldığı pamuk kütüllülerini (kütül=lif + tohum) kendisine ait roller gin, çırçır fabrikasında çırçırılarak tohumlarını liflerinden ayırır ve iplik üretelebilecek hammadde olan pamuk lifi haline getirir. Çırçırılama işleminden sonra pamuk prese makinelerinde sıkıştırarak 225-240 kg arası balyalar oluşturur ve satışa hazır hale getirir. Şirket'in pamuk ve yan ürünlerinden elde ettiği satış gelirleri, 2022 yılında yıllık %159,5 artışla 190,2 mn TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket, tarımsal emtia ticareti ve lisanslı depoculuk faaliyetlerine ek olarak piyasada fiyat avantajı gördüğü emtiaların alım satımını yapmakta olup 2021 ve 2022 yıllarında demir ticareti yapılmış, 2021 yılında 21,1 mn TL, 2022 yılında 0,7 mn TL gelir elde edilmiştir.

Satış Gelirleri (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Mısır Satışları	296.126.954	259.916.634	256.663.615
Buğday Satışları	42.808.974	261.285.505	212.398.897
Ayçiçeği ve Ayçiçeği Küspesi	37.534.473	12.969.264	-
Pamuk ve Yan Ürünleri	23.140.311	73.288.454	190.196.798
Meyve Satışları	-	-	1.244.905
Diğer Gelirler	1.709.421	409.356	47.371
Depoculuk Gelirleri	2.178.293	4.575.221	6.883.061
Satış İade ve İskontoları	-94.972	-12.346.884	-270.266
Demir Satışları	-	21.056.611	689.166
Net satışlar	403.403.454	621.154.161	667.853.547
Değişim		54,0%	7,5%



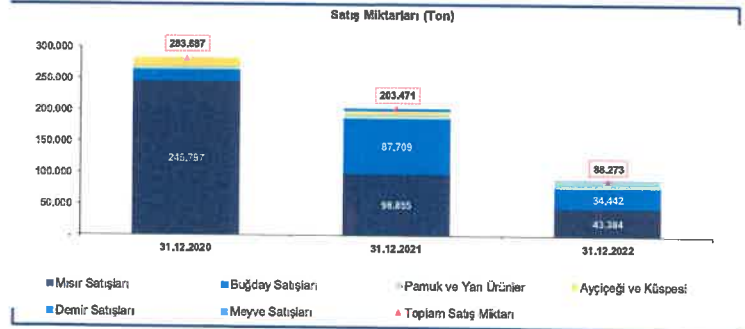
Satışlar

ELÜS ticaretinin toplam satış miktarındaki payı 2020'de %1,3 seviyelerinde iken Şirket ELÜS faaliyetlerine ağırlık vermiş ve toplam satış miktarı içinde ELÜS'ün payı 2021'de %27,2, 2022'de %41,6 seviyesine yükselmiştir

Şirket, tarımsal emtia ticareti ve lisanslı depoculuk faaliyetlerine ek olarak piyasada fiyat avantajı gördüğü emtiaların alım satımını yapmakta olup 2021 ve 2022 yıllarında demir ticareti yapmıştır

TÜRİB sistemi üzerinden ELÜS işlemleri. ELÜS, lisanslı depolarda bulunan ürünleri temsilen çıkarılan elektronik belgedir. ELÜS, Lisanslı Depo İşletmesince Elektronik Kayıt Kurallarına uygun olarak Elektronik Kayıt Kuruluşu (EKK) tarafından kurulan ve işletilen veri tabanı ve/veya platform üzerinde oluşturulan elektronik kaydı ifade eder. ELÜS ile temsil edilen ürünler (Ticaret Bakanlığı tarafından düzenlenen ve denetlenen) Lisanslı Depoculuk sistemi güvencesindedir. Lisanslı depolardaki tarımsal ürünler, lisanslı depo tarafından oluşturulan aynı miktar, cins, sınıf ve kalitede ürünü temsil eden resmi bir elektronik kayıtlı, Merkezi Kayıt Sisteminde ihraç edilmiş olan elektronik ürün senedi, yani kısaca ELÜS ile temsil edilir. Çiftçiler aynı nitelik ve kalitedeki tarımsal ürünlerini, ELÜS'lerini ibraz ederek geri alabilecekleri gibi ELÜS'lerini teminat göstererek kredi de kullanabilirler. Elektronik Ürün Senedine dönüştürülen tarımsal ürünler Türkiye Ürün İhtisas Borsası'nda işlem görür ve işlemler TÜRİB İşlem Platformu üzerinden gerçekleştirilir. TÜRİB İşlem Platformu, tarımsal ürünlerin alım ve satımını yapmak isteyen alıcı ve satıcıları bir araya getirir. Son yıllarda ELÜS sisteminin kullanımının çiftçiler tarafından yaygınlaşması neticesinde çiftçiler tarafından talep edilmesi ve depoların uygun olması halinde ürünler çiftçiler adına lisanslı depoya konularak bu ürüne ait çiftçi sahipliğindeki ELÜS oluşturulmaktadır. Lisanslı Depoculuğun yaygınlaşması öncesindeki işlemlerde çiftçinin ürünü depoya konulduktan sonra verilen makbuz ile depoya "emanet" adı altında bırakmış sayılmaktaydı. Depolama sonrası satın alma işlemlerinin çoğunluğu Hatay bölgesi depolarında yapılmakta olup Aydın bölgesi depolarında da aynı sistem uygulanabilir. Aydın depoları ağırlıklı olarak çiftçiye, oluşturulan ELÜS bazında lisanslı depolama hizmeti verilen ve sonrasında çiftçinin TMO'ya, serbest piyasaya veya nihai kullanıcıya TÜRİB üzerinden direkt devir işlemi gerçekleştirdiği depolardır. TÜRİB sisteminden satış yapılması durumunda Şirket'in Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) nezdindeki hesabı üzerinden, MKK'ya tabi ELÜS ISIN kodlarının Takasbank aracılığı ile takasa tabi tutulması sağlanmaktadır. Hafta içi 10.00-13.00 saatleri arasında açık olan TÜRİB ekranına giriş yapılarak, gün içinde Türkiye'nin çeşitli bölgelerindeki Lisanslı Depolardaki Alıcılar Listesi ve fiyatlar incelenerek Şirket, stokunda bulunan ISIN kodlu ürünlere ilişkin satım emri vermektedir. Satış kararı, stoktaki ISIN kodu seçimi, fiyat ve miktar girişi yapıldıktan sonra, satış emri gönderilir ve alıcı ile eşleşme sağlanır. Satış emri verildikten sonra mal bloke edilir, eşleşme sonrasında da o günün akşamında takas gerçekleşir. Satıcı toplam bedeli aynı günün akşamında yatırım hesabında görür, bu aşamada Lisanslı Depoculukta ürün tutma maliyetleri olan, kaç gün depoda kalındı ise o kadar günlük depo kira, satış bedeli üstünden tescil ücreti, borsa ücreti vb. giderler satıcının toplam alacağından düşülerek bakiye hesabına geçirilir. ELÜS ticaretinin net satışlar içindeki payı 2020'de %1,3 seviyelerinde iken Şirket ELÜS faaliyetlerine ağırlık vermiş ve net satışlar içinde ELÜS'ün payı 2021'de %30,6, 2022'de %41,6 seviyesine yükselmiştir.

	Satış Miktarları (Ton)		
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Mısır Satışları	245.797	98.855	43.384
Buğday Satışları	18.731	87.709	34.442
Ayçiçeği ve Küspesi	14.738	5.403	-
Pamuk ve Yan Ürünler	4.421	6.937	10.327
Demir Satışları	-	4.567	63
Meyve Satışları	-	-	57
Toplam Satış Miktarı	283.687	203.471	88.273
<i>Değişim</i>		-28,3%	-56,6%



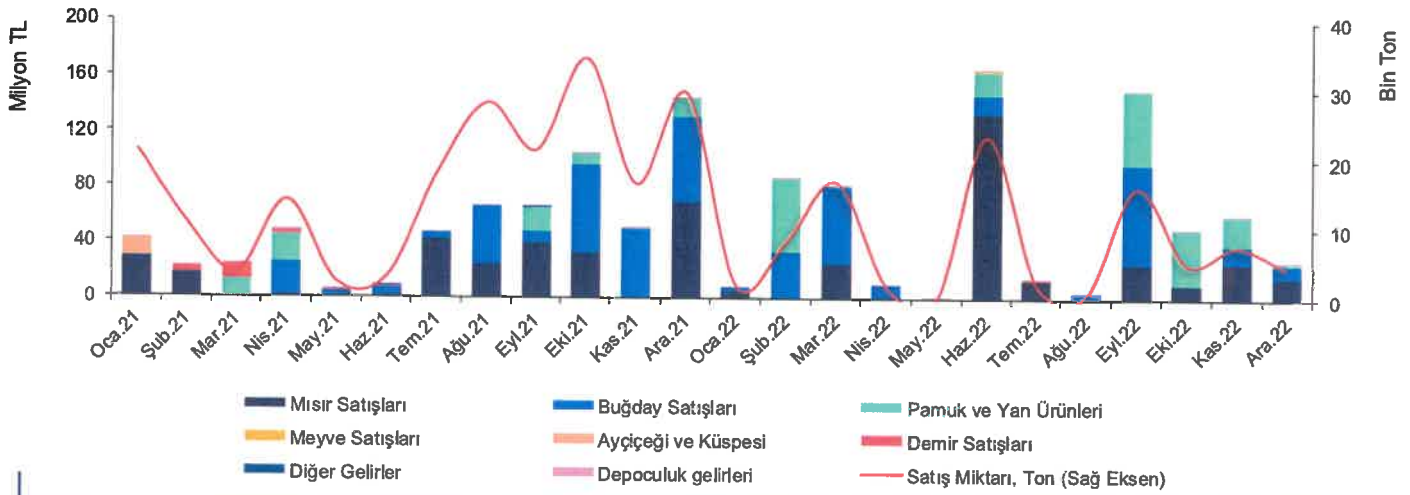
Tarımsal Emtialar - ELÜS Satışları	2020		2021		2022	
	Miktar (Ton)	Satış (mn TL)	Miktar (Ton)	Satış (mn TL)	Miktar (Ton)	Satış (mn TL)
Mısır	3.000	4,1	20.412	62,8	29.921	180,2
Buğday	580	1,0	35.000	128,1	6.835	41,1
Toplam	3.580	5,1	55.412	190,9	36.755	221,3
Net Satışlar	283.687	403,4	203.471	621,2	88.273	667,9
Net Satışlara Oranı	1,3%	1,3%	27,2%	30,7%	41,6%	33,1%

Satışlar

Tarımsal ürünler, T.C. Ticaret Bakanlığı tarafından verilen lisanslarla kurulan ve T.C. Tarım Bakanlığı ve T.C. Ticaret Bakanlığının gözetim ve denetimi altında faaliyet gösteren lisanslı depolarda saklanabilir.

Lisanslı depoculuk. Lisanslı depolarda saklanmasına karar verilen tarımsal ürünler, uygun nakliye vasıtalarıyla lisanslı depoya intikal ettirilir. Şirket'in %100 bağlı ortaklığı Grain Lidaş tarafından işletilen toplamda 75.000 ton kapasiteli Hatay Kırıkhan ve Aydın Germencik'te depoları bulunmaktadır. Grup, bu depolarında, iş akış süreçlerinin takibi sonucunda, ELÜS olarak Lisanslı Depolarında bulunan ürünlerden kira geliri ve yükleme boşaltma geliri sağlamaktadır. Şirket bu depolarda çiftçilere, tüccarlara, sanayicilere ve tarımsal emtia yatırımı yapmak isteyen bireysel/kurumsal yatırımcılara Toprak Mahsulleri Ofisi ve Tarım Kredi Kooperatifleri gibi kuruluşlara hizmet vermektedir. Şirket'in lisanslı depo gelirleri 2020 yılında 2,2 mn TL, 2021 yılında 4,6 mn TL, 2022 yılında 6,9 mn TL olarak gerçekleşmiştir.

Aylık Bazda Brüt Satışlar



Satışların Bölge Bazlı Kırılımı

Bölge	2020	2021	2022
Akdeniz	80.043.294	224.865.950	475.347.054
Doğu Anadolu	-	-	-
Ege	171.328.122	150.700.191	38.848.618
Güney Doğu Anadolu	49.926.886	102.585.259	117.101.477
İç Anadolu	9.127.137	31.026.874	1.145.428
Karadeniz	-	-	42.200
Marmara	92.978.015	111.975.887	35.368.768
Toplam	403.403.454	621.154.161	667.853.546

Kaynak: Şirket

Deprem Felaketi

Lisanslı depoculuğun zarar gören kısmı için faaliyetlerin devamlılığının sağlanması adına Mayıs ayında tamirat tamamlanana kadar TMO'ya kiralanan depoda ilgili varlıkların geçici olarak depolanmasına yönelik TMO ile anlaşma sağlanmıştır.

Kırıkkhan Yatay Depo kısmı ile ilgili gerekli tadilatlar yapılmış ve depolamaya hazır haldedir

**Lisanslı depoculukla ilgili Şirket'in
kantar ve laboratuvar tadilatı ve
tamiratı gerçekleştirilerek hizmet
verebilir duruma getirilmiştir**

Deprem Felaketinin Grup'un faaliyetleri üzerindeki hasarının giderilmesi amacıyla Şirket ortakları, toplamda 33 mn TL karşılıksız sermaye yedeği koymuştur

Deprem faaliyetlere etkisi. 06.02.2023 tarihinde merkez üssü Kahramanmaraş olan ve 10 ili (Kahramanmaraş, Kilis, Hatay, Osmaniye, Adıyaman, Gaziantep, Şanlıurfa, Diyarbakır, Malatya ve Adana) etkileyen Deprem Felaketi (Deprem Felaketi), Grup'un tesislerinin yer aldığı ve faaliyetlerinin çok önemli bir kısmını gerçekleştirdiği Hatay bölgesini doğrudan etkilemiş olup Grup'un Hatay/Kırkhan Merkez Tesisi hasar almıştır. Grup'un maddi duran varlıkları ve New Tower Projesi'nin 06.02.2023 tarihli Deprem Felaketinden etkilenme durumu hakkında İnvest Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından 10.04.2023 tarihli, sırasıyla 2023/1347 ve 2023/1346 numaralı Özel Amaçlı Raporlar hazırlanmış olup yine Grup'un Stoklar, Maddi Duran Varlıklar ve Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerinin 06.02.2023 tarihli Deprem Felaketi sonrası 08.04.2023 tarihli durum tespitine dair de 10.04.2023 tarihli Özel Amaçlı Bağımsız Denetçi Raporu hazırlanmıştır. 2023/1347 sayılı Özel Amaçlı Raporda Grup'un Maddi Duran Varlıkları içerisinde sınıflandırılan Binalar kalemi için 14.583.288 TL ve Tesis, Makine ve Cihazlar için de 38.709.000 TL olmak üzere toplamda 53.292.288 TL değer düşüklüğü tespit edilmiştir. Maddi Duran Varlıklara ilişkin sigorta teminatı toplamı ise 21.500.000 TL'dir. 2023/1346 sayılı Özel Amaçlı Raporda New Tower Projesi'nin Deprem Felaketinden olumsuz anlamda etkilenmediği, hem projenin arsa değerinde hem de Grup'un proje kapsamındaki elde edeceği gelirlerin bugünkü finansal değerinde artış olduğu tespit edilmiştir. Özel Amaçlı Bağımsız Denetçi Raporu'nda Grup'un Stoklar için 71.720.609 TL değer düşüklüğü tespit edilmiş olup stoklara ilişkin sigorta teminatı toplamı ise 246.000.000 TL'dir.

Zarar tazmin süreci. Deprem Felaketi Kurumları Grup'un varlıkları/faaliyetleri üzerindeki zararının/hasarının giderilmesi amacıyla kullanılmak üzere; Şirket ortaklarından Mevlüt Emre İÇCAN tarafından 14.02.2023 tarihinde 17.500.000 TL, 10.04.2023 tarihinde de 5.500.000 TL olmak üzere toplamda 23.000.000 TL, Onur İÇCAN tarafından 10.04.2023 tarihinde 10.000.000 TL, Şirket'in banka hesabına gönderilmiştir. Mevlüt Emre İÇCAN ve Onur İÇCAN tarafından gönderilmiş olan söz toplam 33.000.000 TL'lik tutar, Şirket'in muhasebe kayıtlarında 529-Diğer Sermaye Yedekleri hesabında izlenmekte olup söz konusu ortaklar, bu tutarı herhangi bir zamanda Şirket'ten geri talep etmeyeceklerini, söz konusu tutar karşılığı pay vb. herhangi bir talepte bulunmayacaklarını ve söz konusu tutar karşılığı olan haklarından tamamıyla vazgeçmiş bulunduklarını 11.04.2023 tarihli taahhütnameleri ile beyan ve taahhüt etmiştir. Grup, başta depolama tesisi olmak üzere zarar gören maddi duran varlıkların Mayıs ayında başlayacak buğday hasat sezonuna yetişecek şekilde zarar tazmininden bağımsız olarak mevcut ortakların katkısı ile onarımını tamamlamayı ve faaliyete almayı hedeflemektedir. Deprem Felaketi sonrasında zarar gören varlıkların hasar tespit ve tazmin süreçleri kapsamında sigorta şirketlerine gerekli tüm başvurular yapılmış olup hasar tazminleri için sigorta şirketlerinden nihai raporlamalar beklenmektedir. Deprem dolayısıyla eksperlerin yoğunluğu ve dosya sayısının çokluğundan ötürü sürecin normal akışından daha yavaş ilerlemesi ihtimali bulunmaktadır. Her halükarda Şirket'in hakim ortağı Murat İÇCAN'ın 24.03.2023 tarihli taahhütnamesi ile söz konusu deprem felaketi neticesinde hasar gören maddi duran varlıklar ve ürün stokları için sigorta şirketlerinden temin edilecek hasar tazminatının söz konusu varlıkların yeniden yapım maliyeti ve zarar gören ürün stoklarının toplam değerinden daha düşük olması ya da sigortanın teminatını yerine getirmemesi halinde aradaki farkın şahsı tarafından 31.12.2023 tarihine kadar hibe olarak Şirket'e aktarılacağı beyan edilmiştir. Aşağıdaki görselde yıkılan/hasar gören duvar ve çitler yeşil, yıkılan/hasar gören binalar kırmızı, yıkılan/hasar gören makineler mavi ile işaretlenmiştir.



YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Saray Mh. Dr. Akif Ersoy Bulvarı No: 34 Kat: 5
Plaza 2. Blok No: 4 Kat: D: 16 Ümitköy / Beşiktaş / İstanbul / Türkiye
Tel: 0212 319 26 00 Fax: 0212 319 27 75
Boğaziçi Kurumlar V.D. 4 / R/ R/ 27 / 787
Mersis No: 0470003678700011 Tic Sic No: 271001

Finansal Analiz

2022/12'de aktif toplamın %0,27'si nakit ve benzerlerinden oluşmakta

2022'de ticari alacaklarda önemli bir artış yaşandı.

2022/12'da 7,2 mn TL olan diğer dönen varlıklar devreden KDV kaynaklıdır.

Müşteriler bölgesel olarak güçlü firmalardan oluşmakta

2020-2022 döneminde kısa vadeli peşin ödenmiş giderlerde artış olduğu ve stok alımı için çiftçilere yapılan avans kaynaklı kalemin stok artışına paralel arttığı görülmektedir. Cari yılda verilen avansların 36.957.981 TL'si çiftçilere ve tüccarlara yapılan ödemelerden kaynaklanmakta olup, bir sonraki hasat dönemi için alınacak kısa vadeli stokların ön ödemeleri niteliğindedir.

2022'de 582,6 mn TL dönen varlıklar. 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla Şirket'in nakit pozisyonu büyük oranda TL vadeli ve vadesiz mevduatta yer alırken, 2021 sonunda yüksek döviz varlığı dikkat çekmektedir. 2022/12'de nakit/aktif oranı %0,27 olarak gerçekleşmiştir. 2022/12'de elde edilen kayda değer kara karşın büyümenin temel dinamiği olarak yüksek işletme sermayesi ve önceki yıllara göre artan sabit kıymet yatırımı nakit pozisyonunu 2021 sonuna göre azaltmıştır. Bankalardan alınan teminat mektubuna karşılık 2022/12'de 463.349 TL mevduatta blokaj olduğu görülmekte olup Şirket yönetimi bu durumu ticari faaliyetlerin olağan bir sonucu olarak değerlendirmiştir.

Alacak vadeleri açıldı. 2020 yılında 13,7 mn TL olan ticari alacaklar 2021 sonunda 26,9 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2021'de net satışlardaki yükseliş alacakları artırmıştır. 2022/12'da ise ticari alacaklarda ciddi bir artış gerçekleşmiş ve 130,4 mn TL olarak kaydedilmiştir. Şirket yönetimi cari dönemde artan enflasyonun ticari alacak artışında etkili olduğunu ifade ederken kapanış verisinde yüksek tutarların gerçekleştiğini; dönem içi ortalama bu denli ticari alacak seviyesinin gerçekleşmediğini ifade etmiştir. Bu minvalde dönemsel etki nedeniyle ticari alacakların arttığı Yönetim tarafından ifade edilmiştir. 2020, 2021 ve 2022'de ortalama ticari alacak gün süresi sırasıyla 37 gün, 12 gün ve 43 gün olarak gerçekleşirken ELÜS'e olan satışlar arttıkça ticari alacak gün süresinin azalacağı Yönetim tarafından beklenmektedir. ELÜS satışları peşin olarak gerçekleşmektedir. Brüt ticari alacakların 2022/12'de yaklaşık %4,3'ü bilançoda birikimli olarak şüpheli alacağa tabi olmuştur. Tedarikçiye gönderilen avansla ilgili ile yaşanan dava süreci şüpheli alacak stokunun temelini oluştururken alacak karşılığının bir diğer pay sahibi First Agro firmasıdır

Müşteri portföyü. Şirket, ELÜS dışında 10-12 müşteri ile çalıştığını ve müşterilerin bölgesel olarak güçlü bir portföyden oluştuğunu beyan etmiştir. Makarnacılar, uncular, yemciler, nişasta ve tekstil fabrikaları Şirket'in temel müşterilerini oluşturmaktadır. Şirket yurt dışı bir müşteri ile çalışmamakta olup ürün satışları son dönemde yoğun olarak yurt içine TL bazlı gerçekleşmektedir. Banvit, Abaloğlu, Şirikçioğlu, Acarsan ve Beşler müşteri örneklemini içinde yer alırken ilgili müşterilerin bölgesel bir güç ve entegre tesisler olması nedeniyle şüpheli alacak riskinin düşük olduğu Yönetim tarafından beyan edilmiştir. ELÜS satışlarında ise satışların peşin olması ve Takasbank teminatının bulunması şüpheli alacak riskini azalttığı gibi gelecekte ELÜS'e olan satışların artması işletme sermayesi açısından bir avantaj olabilir. Müşteri sayısının az olması ve belirli büyüklükte müşterilerle çalışıp riskin azaltılması nedeniyle belirli bir seviyede müşteri yoğunluğunun sektörde makul görüldüğü ifade edilmiştir.

Stoklarda kayda değer artış yaşandı. Şirket'in stok rakamları 2020, 2021 ve 2022'de sırasıyla 70,2 mn TL, 234,8 mn TL ve 377,8 mn TL olarak yer almıştır. 2022'de mısır stokları toplam stokları domine ederken buğday ve pamuk diğer önemli stok kalemleridir. 2020'den sonra stoklardaki kayda değer artış Şirket'in stoklu çalışma politikası ile ilişkilidir. Bu dönemden sonra enflasyonist ortama girilmesi Şirket'in stok seviyesini artırmıştır. Mısır, buğday ve pamuk fiyatlarında önemli artış olması ve Şirket'in satış politikası gereği yüksek devirli satışlar yerine fiyatı gerçekleşene kadar bekleme politikası nedeniyle satış büyümesi sınırlı gerçekleşirken bu durum stokları artırmış ve nihayetinde sınırlı satış büyümesine karşın yüksek kar elde edilmiştir. İlgili politika enflasyonist ortamda karlılığı artırırken stok profilinin doğru depolama ile zamana karşı çürüme riski olmayan türden olması bu dönemde Şirket karlılığına olumlu yansımıştır. Bu durum son 3 yılda Şirket'in miktarsal satışını aşağı çeken temel etken olmakla birlikte karlılık artışını beraberinde getirmiştir. Stoklardaki artış fiyat artışına ek olarak miktarsal olarak da gerçekleşmiştir. 2022 ve 2021'de tarım sektöründe gerçekleşen yüksek enflasyon ve fiyatların yükselmesi sebebiyle, stok değer düşüklüğü bağımsız denetim tarafından hesaplanmamıştır.

Finansal Analiz

2022/12 itibariyle 457,2 mn TL olan yatırım amaçlı gayrimenkul portföyü

İskenderun'da gerçekleşecek AVM projesi için bağımsız kuruluşça Şirket payına düşecek 325,8 mn TL değer belirlenmiş olup deprem sonrası güncel raporda değer 658,9 mn TL'ye yükselmiştir

Emtia satışlarındaki kar marjının düşmeye başlayacağı dönemde Şirket 2022 yılında aldığı arsaya bir üretim tesisi kurarak yatırım hikayesini güçlendirebilecek olmakla birlikte henüz ilgili arsa için bir yatırım kararı alınmamıştır

2022 yılında finansal borçlar işletme sermayesi kaynaklı artmıştır. Yönetim, cari durumda bankalardan kısa vadeli TL krediler için %13,50- %14 bandında teklifler alabildiğini beyan etmiştir.

Güçlü yatırım amaçlı gayrimenkul ve maddi duran varlık portföyü. Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkulleri İskenderun AVM arsası ve TMO kiralık depolama tesislerinden oluşmaktadır. İlgili varlıklar 2022 yılında yeniden değerlemeye tabi tutulmuşlardır. Şirket, 2023 Kasım döneminde tamamlanması planlanan New Tower projesini 31.10.2022 tarihinde SPK Lisanslı INVEST Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından yazılan rapor ile proje değer tespiti yaptırmıştır. Yapılan değerlendirme sonucunda İskenderun'da yer alan proje arsası 2021/12 bağımsız denetim raporunda 44,5 mn TL olmasına karşın yeni değerlemede ilgili rakam 166,8 mn TL olarak belirlenmiş olup Şirket'in ilgili arsadan proje kapsamındaki elde edeceği gelirlerin bugünkü finansal değeri ise 325,8 mn TL olarak belirlenmiştir. Bununla birlikte söz konusu projenin deprem felaketinden etkilenme durumunun analiz edilebilmesi ve deprem sonrası değerinin tespiti amacıyla INVEST Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından 10.04.2023 tarih ve 2023/1346 (EK/17) sayılı rapor hazırlanmıştır. Söz konusu değerlendirme sonucunda İskenderun'da yer alan proje arsası 261 mn TL, Grup'un proje kapsamındaki elde edeceği gelirlerin bugünkü finansal değeri 658,9 mn TL olarak tespit edilmiştir. Şirket AVM için Ral Yatırım Holding ile hasılat paylaşımlı bir anlaşma yapmıştır. Şirket arsayı tahsis ederken inşaat ilgili firma tarafından yapılacaktır. Temel atılmış ve süreç başlamış olup 2023 Kasım ayında projenin tamamlanması beklenmektedir. New Tower projesi kapsamında rezidans, ofis ve alışveriş mağazaları planlanmaktadır. İnşaat maliyeti ve varlıkların satışı Ral Yatırım Holding tarafından gerçekleştirilecek olup hasılat paylaşım oranı %50-%50 olacaktır. Proje Hatay-İskenderun'da gerçekleşmekte olup ilgili varlıkların satış ya da kiraya konu olması gelecekte karar verilecek bir konu olarak beyan edilmiştir. Hasılat paylaşımlı olarak yapımı sürdürülen İskenderun New Tower inşaat projesinin deprem sonrası yapılan kontrollerinde bir hasara rastlanmamış olup bu durum 03.03.2023 tarihli teknik raporla tevsik edilmiştir. İnşaatı devam edilebilmesi için resmi kurumlarla yazışmalar yapılmış ve onay beklenmektedir. İnşaatı başladığında hedeflenen süre içerisinde tamamlanarak satışa konu edildiğinde, bölgedeki yapı durumu da göz önüne alındığında planlanan getiriye rahatça ulaşılacağı öngörülmektedir. Bir diğer yatırım amaçlı varlık olan TMO'ya uzun süreli kiralanan depolama tesisi, grupta Platinyum firması altında muhasebeleşirken New Tower projesi Özova Hububat altında konsolide edilmektedir. Sonuç olarak 2022/12'de yatırım amaçlı gayrimenkuller 457,2 mn TL olarak kaydedilmiştir.

2022'de arsa yatırımı gelecekte önemli bir yatırım hikayesi olabilir. Depolama tesisleri, genel merkez binası, pamuk çırçırılama tesisi, çiftçi ve müşteri nakliyesini sağlayan kamyonlar ve meyve üretimi için yatırım yapılan meyve bahçesi temel maddi duran varlıklardır. Şirket'in bağlı ortaklığı Özova Hububat, 04.02.2022 tarihinde yapılan açık artırma usulü ile arsa ön tahsisi halesi neticesinde Hatay Kırıkhan Organize Sanayi Bölgesi Yönetim Kurulu Başkanlığı'nın OSB mülkiyetinde bulunan Hatay İli Kırıkhan İlçesi Ceylanlı Mahallesi'nde yer alan 10 adet parselde toplam 76.112,25 m² arsa 6.850.102.TL bedelle ön tahsisi kazanmış ve buna müteakip 25.04.2022 tarihinde sözleşme akdedilmiştir. İlgili arsa maddi duran varlıklar içerisinde arazi ve arsa grubunda sunulmuştur. İlgili arsaya yapılacak yatırım ile ilgili henüz alınmış bir karar bulunmamaktadır. Şirket'in maddi duran varlıkları 2020, 2021 ve 2022'de sırasıyla 14,9 mn TL, 201,4 mn TL ve 196,7 mn TL olarak gerçekleşmiştir. Yıllara sari kısmi yatırımlar olmakla birlikte 2021'de yapılan yeniden değerlendirme maddi duran varlık artışının temelini oluşturmuştur. 2022/12 itibariyle 4,3 mn TL olan kullanım hakkı varlıkları ise temelde Granturk İstanbul ofisinin uzun dönemli kirası ve meyve üretiminin gerçekleştiği bahçelerin kirası kaynaklıdır. İlgili kira sözleşmesi 2020'de başlamış olup 2035'te sonlanacaktır.

Finansal borçlar arttı. Şirket, 2020, 2021 ve 2022'de sırasıyla 13,9 mn TL, 72,1 mn TL ve 136,7 mn TL finansal borca sahipken borçluluğun özellikle 2022 yılında yüksek gelir büyümesinin doğal bir sonucu olan işletme sermayesi ihtiyacı nedeniyle arttığı dikkat çekmektedir. Kredilerin neredeyse tamamı kısa vadeli rotatif ve taksitli kredilerden oluşmaktadır. Finansal borçların tamamı TL bazlıdır. Şirket'in 2022 yılında geçmiş yıllara nazaran arsa ve taşıt yatırımlarında artış görülmekle birlikte mevcut durumda kısa vadeli kredilerin tercih edildiği; uzun vadeli bir yatırım aşaması olmadığı için uzun vadeli kredi kullanmadığı Yönetim tarafından beyan edilmiştir.

Ticari borçlar azaldı. Şirket, 2020, 2021 ve 2022'de sırasıyla 27,7 mn TL, 9,4 mn TL ve 19,9 mn TL kısa vadeli ticari borca sahipken 2020 yılında satışlar ve SMM'deki gerilemenin etkisiyle ticari borçların önemli oranda azaldığı sonraki dönemde ise ELÜS satışlarının artmasıyla peşin alımın etkisiyle ticari borç vadelerinin gerilediği Yönetim tarafından beyan edilmiştir. Şirket ürün satış ve alımlarını ELÜS üzerinden peşin gerçekleştirebilmektedir. Şirket, 2021 öncesi yurt dışı firmalardan ithal emtia yaparken sonrasında iç piyasaya yönelerek strateji değiştirmiştir. Cari durumda iç piyasada yaklaşık 1.000 çiftçi ile çalışılırken çiftçilerden sonraki en büyük tedarikçi TÜRB üzerinden yapılan alımlardır. Ticari borç ödeme gün süresinde azalmanın bir diğer sebebi ise vade farkının azaltılarak karlılığı artırma stratejisidir.

Finansal Analiz

Ortaklara borçlar 2022'de büyük oranda azaldı

Ölçek ekonomisi sağlamak, ilişkili taraf hacmini azaltmak ve tek çatı altında daha büyük bir yapıda hizmet vermek için grup şirketleri 2021 yılında ana şirket altında toplandı

Verimli sermaye yönetimi dikkat çekmekte

2022/12'de 992 mn TL özkaynak büyüklüğü bulunurken ilgili kalemlerde New Tower proje değeri yer almamaktadır

İlişkili taraf hacmi her geçen yıl azalmıştır

Ortaklara borçlar azaldı. Kısa vadeli diğer borçların neredeyse tamamı ortaklara olan borçtan oluşmakta olup 2020-2021 arasında yüksek seyreden borçluluğun 2022/12'de 1 mn TL'ye kadar gerilediği dikkat çekmektedir. Yönetim ilgili borç için Şirket'in herhangi bir şekilde sözleşme ya da adat oranına tabi olmadığı ve halka arz sonrası ilgili işlemlerin durdurulacağını beyan etmiştir. Şirket'in kısa vadeli ertelenmiş gelirleri 2019 ve 2020'de yüksek seviyelerde yer alırken sonraki yıllarda gerilemiştir. Cari durumda ertelenmiş gelirlerin buğday ticareti için Acarsan firmasından alınan avanslar olduğu beyan edilmiştir.

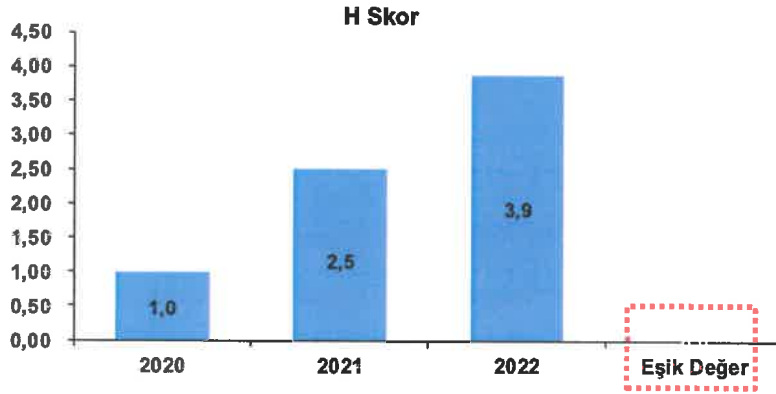
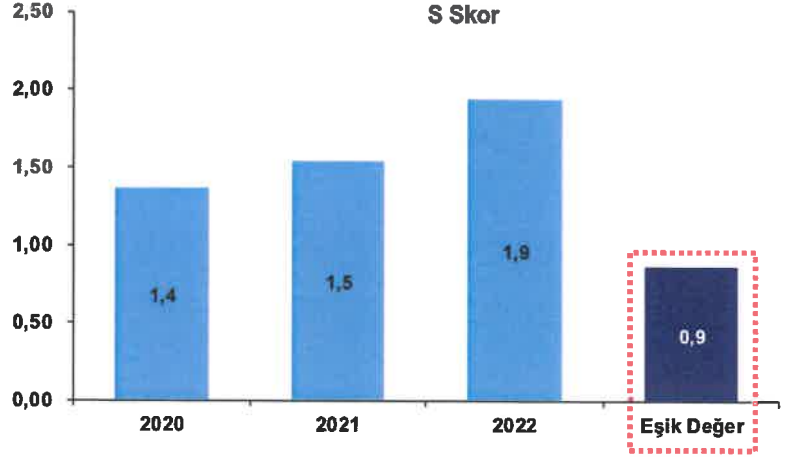
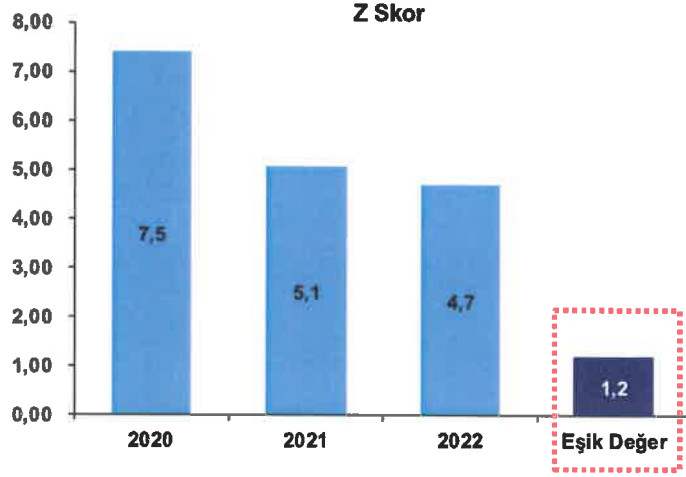
3 şirket ana çatı altında toplandı. Şirket'in ödenmiş sermayesi 100.000.000 TL olup, Şirket'in 23 Aralık 2021 tarihli genel kurul kararı ile sermayesi nakden 85.000.000 TL arttırılmıştır. 2021 sonunda Özova Hububat, Grain Lidaş ve Platinium Tarım'ın satın alma sürecinde ilgili sermaye artışı etkili olmuştur. Ayrıca yüksek büyüme döneminde işletme sermayesi ihtiyacı karşılanmıştır. 2021 yılında pay sahiplerine ilave sermaye katkı hesabının oluştuğu dikkat çekmektedir. Şirket'in bağlı ortaklığı Özova Hububat Tarım Ürünleri Ticaret Ltd.Şti. tarafından 7326 sayılı Bazı Alacakların Yeniden Yapılandırılması İle Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına İlişkin Kanun kapsamında işletme kayıtlarında yer almayan ve çiftçilerden alınan ve stoklarda görünmeyen 10.255 ton ekmeklik Buğday ve 29.675 ton 1.Sınıf Mısır kayıtlara alınmış olup ilgili stok beyanına ilişkin oluşan 97.747.750 TL tutarındaki fon sermayeye ilave edilmek üzere finansal tablolara alınmıştır. Şirket, Aralık 2021'de Özova Hububat, Grain Lidaş ve Platinium Tarım Ürünleri'nin sermayesini temsil eden payların tamamını toplam 91.300.000 TL'ye satın almış olup söz konusu şirketlerinin satın alım öncesi 30.09.2021 tarihli finansal tablolara esas özkaynaklarının toplamı 90.297.629 TL'dir. Edinilen işletmenin net varlıklarının birleşme tarihindeki defter değerinden düşük olması sebebiyle oluşan (1.002.371) TL fark, Grup'un özkaynaklarında "Ortak Kontrolde Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi" kaleminde sınıflandırılmış ve ortaya çıkan kar veya zarar özkaynaklar altında denkleştirici bir hesap olarak geçmiş yıl karlarında muhasebeleştirilmiştir.

%42,5 özkaynak karlılığı. 2020, 2021 ve 2022'de özkaynaklar sırasıyla 41,8 mn TL, 576,4 mn TL ve 992 mn TL olarak kaydedilmiştir. Maddi duran varlıkların 2021 yılında yeniden değerlendirilmesi, stok affı ile oluşan sermaye yedeği, 2021 yılında yapılan nakdi sermaye artışı ve özellikle 2021 ve 2022'deki yüksek karlılık özkaynaklardaki güçlü büyümenin temel değişkenleridir. 2021 ve 2022'de özkaynak karlılığı sırasıyla %38,1 ve %42,5 ile 10 yıllık devlet tahvil faizi olan %11,4'ün oldukça üzerinde getirisi sağlayarak verimli sermaye yapısına işaret etmektedir.

Düşük ilişkili taraf hacmi. 2020 ve 2021 ilişkili taraflara sırasıyla 1,9 mn TL ve 1,3 mn TL ticari borç oluşurken 2022'de bakiye kapanmıştır. Konsolidasyonda yer almayan ilişkili taraf firması Öz-ova Tarım'a ait olan araçların, konsolidasyonda yer alan Özova Hububat'ın faaliyetleri kapsamında nakliye süreçlerinde kullanılması çerçevesinde Öz-ova Tarım, Özova Hububat adına lojistik maliyetlerine katlanmış olup bu maliyetlere istinaden Özova Hububat'a nakliye gideri yansıtması sonucu oluşan tutarlardır. İlişkili taraflara olan diğer borç bakiyesi yıllara sari önemli oranda azalmıştır. Grainturk ve bağlı ortaklıklarının zaman zaman finansman ihtiyaçları doğrultusunda Şirket ortaklarından alınan borçlardan oluşmakta olup 2022 yılı içerisinde önemli bir kısmı geri ödenmiştir. 2021 yılında kurumsallaşma ve halka açılma sürecini ön plana alan Şirket, tarım ve depolama faaliyetlerini yürüten ilişkili taraf şirketlerini ve/veya bu şirketlerdeki maddi duran varlıkları tek çatı altında toplama kararı almış, bu sebeple öncelikle 14.12.2021 tarihli karara istinaden, Özova Tarım unvanlı ilişkili taraf şirketinin kısmi bölünme işlemini gerçekleştirmiştir. Böylece Hatay ili Kırıkhan ilçesi Mahmutlu Mah. 3.908 parselde, (net defter değeri: 1.600.000 TL) ve 3.909 parselde (net defter değeri: 2.200.000 TL) bulunan idari bina depo ve içerisindeki arsa cinsindeki taşınmazlar bölünmeye konu edilmiş olup 2021 yılsonu itibarıyla Şirket bünyesine dahil olacak Özova Hububat'ın 3.800.000 TL'lik sermaye artırımını bu taşınmazlardan karşılanmıştır. Bu işlem neticesinde Şirket'in ana faaliyet konusuna ilişkin taşınmazlar daha sonra Grainturk bünyesine katılan Özova Hububat bünyesine dahil edilmiştir. Özova Tarım ile geçmişte diğer kalemlerde düşük bakiyeli ilişkili taraf hacmi yaşansa da ilgili işlemler sonrası mevcut ilişki nakliye hizmeti dışında büyük oranda kalkmıştır.

Bilanço	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Veriler		
31 Aralık, TL Grain Turk	2020 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2021 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş	2022 Gerçekleşmiş Denetimden Geçmiş
Aktifler	155.003.490	754.505.827	1.240.902.616
Nakit ve Benzerleri	2.204.773	20.731.194	3.412.295
Ticari Alacaklar	13.731.022	26.892.279	130.444.968
Stoklar	70.219.469	234.757.086	377.837.435
Diğer Alacaklar	1.598.811	1.606.735	11.980.435
Peşin Ödenmiş Gid.	21.107.422	58.097.406	51.678.936
Diğ. Dön. Var.	1.161.648	1.448.856	7.226.317
Dönen Varlıklar	110.023.145	343.533.556	582.580.386
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	28.386.273	208.635.816	457.199.508
Maddi Duran Var.	14.883.867	201.402.699	196.749.417
Maddi Olmayan Duran Var.	36.209	30.457	89.771
Kullanım Hakkı Var.	971.104	903.299	4.283.534
Ertelenmiş Vergi Varlığı	702.892	-	-
Duran Varlıklar	44.980.345	410.972.271	658.322.230
Özkaynak ve Yükümlülükler	155.003.490	754.505.827	1.240.902.616
Kısa Vad. Borç.	12.041.227	71.793.082	133.327.764
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	13.448	1.318.647	20.630
Ticari Borçlar	27.678.473	9.421.301	19.881.708
Çalış. Sağ. Fay. Kap. Borç.	75.194	130.136	247.638
Diğer Borçlar	4.673.346	12.089.681	1.052.546
Ertelenmiş Gelirler	32.041.038	4.393.406	2.589.751
Diğ. Kısa Vad. Yüküm.	1.570.689	2.094.697	1.829.597
Kısa Vad. Yükümlülükler	78.093.415	101.240.950	158.949.634
Uzun Vad. Borç.	1.922.217	339.512	3.403.103
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	75.543.612	84.848.736
Uzun Vadeli Karşılıklar	33.185.500	957.409	1.610.040
Uzun Vad. Yükümlülükler	35.107.717	76.840.533	89.861.879
Sermaye	15.000.000	100.000.000	100.000.000
Pay Sahip. İlave Sermaye Katkı.	-	97.747.750	97.747.750
Ort. Kont. Bir. Et.	-	(1.002.371)	(1.002.371)
Diğ. Kap. Gelirler / (Giderler)	(67.292)	148.240.681	142.154.944
Kardan Ayrı. Kısıt. Yed.	655.961	947.801	6.156.166
Geçmiş Yıl Karları	18.849.741	10.924.220	225.282.118
Net Kar	7.363.948	219.566.263	421.752.496
Özkaynaklar	41.802.358	576.424.344	992.091.103

INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Saray Mh. Dr. Adnan Saygınlı Caddesi No: 21, Cessas
Plaza 2. Blok Kat: 10. D: 10 Ümraniye/İST.
Tel: 0212 319 11 00 Fax: 0212 319 11 75
Boğaziçi Kurumlar V.D. / R. 00 00 00 00 00 00 00 00 00 00
Mersis No: 0478001678700011 Tic.Sic.No: 271081



**Temel finansal
güçlülük
testleri olan Z,
H ve S skorda
önemli başarı**

Not: H skor 0 seviyesini, Z skor 1,23 seviyesini ve S skor 0,9 seviyesini aşınca güçlü finansal başarı işareti verir.

Z Skor: $0,717 * ((\text{Dönen Varlıklar} - \text{Kısa Vad. Yük}) / \text{Aktifler}) + 0,847 * (\text{Kar Yedekleri} + \text{Geçmiş Yıl Karları}) / \text{Aktifler} + 3,107 * (\text{EBIT} / \text{Aktifler}) + 0,42 * (\text{Piyasa Değeri} / \text{Toplam Borçlar}) + 0,998 * (\text{Net Satışlar} / \text{Aktifler})$

S Skor: $1,03 * ((\text{Dönen Varlıklar} - \text{Kısa Vad. Yük}) / \text{Aktifler}) + 3,07 * (\text{EBIT} / \text{Aktifler}) + 0,66 * (\text{EBIT} / \text{Kısa Vad. Yük}) + 0,4 * (\text{Net Satışlar} / \text{Aktifler})$

H Skor: $5,528 * (\text{Kar Yedekleri} + \text{Geçmiş Yıl Kar.} / \text{Aktifler}) + 0,212 * (\text{Net Satışlar} / \text{Aktifler}) + 0,073 * (\text{Vergi Öncesi Kar} / \text{Özkaynak}) + 1,27 * (\text{Nakit ve Benzerleri} / \text{Toplam Borç}) - 0,12 * (\text{Toplam Borç} / \text{Aktifler}) + 2,335 * (\text{Kısa Vad. Yük} / \text{Aktifler}) + 0,575 * \text{Log}(\text{Mad. Duran} + \text{Maddi Olmayan Duran Var.}) + 1,083 * ((\text{Dönen Varlıklar} - \text{Kısa Vad. Yük}) / \text{Toplam Borç}) + 0,849 * \text{Log}(\text{EBIT} / \text{Finansman Gid.}) - 6,075$

Finansal Analiz

Yüksek stoklama finansman maliyetini artırmasına karşın yükselen kar marjı maliyet artışını aşmıştır.

Artan fiyatlarda optimum seviyenin yakalanması için gerekli olan yüksek stoklu çalışma satış tonajlarını yıllara sari aşağı çekmiştir

Yükselen enflasyon, Çin'in buğday ve mısır stokunu artırması, pandemi, Rusya-Ukrayna savaşı, gerileyen orta sınıf ve tarım alanlarının kaybolması gıda fiyatlarını her geçen dönem artırmıştır

Miktarsal satış gelişimi. 2020-2022 dönemine bakıldığında mısır, buğday ve pamuk satışlarında miktarsal gerilemeler dikkat çekmektedir. 2020 yılında buğdayda fiyat düşüşü beklendiği için düşük stok tutulması neticesinde buğday satışlarında miktarsal bazlı keskin gerileme görülürken sonraki yılda buğday satışı normalize olmuştur. Genel olarak ise mısır, buğday ve pamukta Şirket yönetimi 2020 ve sonrasında gıda enflasyonunda yüksek fiyat beklentisi nedeniyle daha çok miktarda satış yapmaktansa fiyat artışlarını beklemek adına miktarsal satışların azaltılarak daha yüksek fiyattan karlılığı artırma stratejisini benimsemiştir. Mısır, buğday ve pamukta 2020-2022 döneminde miktarsal gerilemenin en temel değişkeni ilgili strateji olarak Yönetim tarafından açıklanmıştır. Ürün fiyatlarında daha stabil bir ortamın beklenmesi halinde ise Şirket yüksek stok-düşük miktarsal satış stratejisini değiştirip miktarsal büyüme ile sürümden kazanmayı hedeflemektedir. Ancak 2023 ve 2024 için Yönetim, geçmiş 2 yıldaki yüksek karlılıkların korunacağını; son 2 yıldaki stratejinin devam edeceğini ifade etmiştir. İlgili satış stratejisi Şirket'in yüksek stok seviyesini de açıklar niteliktedir. Söz konusu strateji yüksek stoklama ile işletme sermayesi ihtiyacını, depolama ve sigorta gibi stoklama ve finansman maliyetini artırırken kar marjındaki yükselişi de beraberinde getirmiştir. Ürün fiyatındaki artış maliyet artışından daha fazla olduğu için Şirket bu stratejiyi doğru bir şekilde uygulayabilmiştir. Şirket 2019-2021 arasında ayçiçeği ve ayçiçeği küspesi de satarken ilgili satışların gelecekte olma olasılığının düşük olduğu Yönetim tarafından ifade edilmiştir. Aynı şekilde geçmişte yüksek tonajlarda gerçekleşen ve kısmen 2022'de da görülen demir satışlarının da tek seferlik olarak görüleceği gibi avantaj görüldüğü takdirde tekrarlanabileceği ifade edilmiştir. Sonuç olarak 2019 yılında tüm ürünlerde toplam satış tonajı 483.033 ton olmasına rağmen ilgili rakam 2021 ve 2022'de sırasıyla 203.469 ve 88.273 ton olarak gerçekleşmiştir.

Fiyat gelişimi. Şirket'in gelirleri 2020 yılında 403,4 mın TL olarak gerçekleşirken 2021 yılında hem fiyatlardaki artışın sürmesi hem de buğday ve pamuk satışlarının miktarsal bazda artması toplam gelirin önceki seneye göre %54 artarak 621,2 mın TL olarak gerçekleşmesini sağlamıştır. 2022'de ise 2021'de yer alan ayçiçek ve demir satışlarının cari dönemde ciddi oranda daralmasına, buğday-mısır-pamuk grubunda ise fiyatın optimum seviyede oluşması beklendiği için miktarsal satışların azalmasına karşın optimum fiyat seviyelerinden satış gerçekleştiği için net satışlar toplamda %7,5 artarak 2022/12'de 667,8 mın TL olarak gerçeklemiştir. Son dönemde miktarsal düşüşe rağmen fiyat artışlarını sağlayan birkaç etken bulunmaktadır. Pandemi ile birlikte gıda ürünlerine talebin artması, özellikle Çin gibi büyük ekonomilerin buğday ve mısır stoklarını kayda değer oranda artırması, Rusya-Ukrayna savaşı, Türkiye'de genel enflasyonun oldukça üzerinde seyreden gıda enflasyonu, deprem nedeniyle tedarik zincirinin aksayacak olması, keskinleşen kuraklık ve ülkede mısır ve buğdayda iç tüketimin yeterli olmayıp ithalata yönelmesi fiyat artışının dinamiklerini oluşturmuştur. Tarım alanlarının her geçen yıl inşaat alanlarına dönmesi ve köyden kente göçün sürekli artıyor olması ülke tarımını ithalata mahkum etmiş ve bu durum son dönemde artan kur ile TL bazlı fiyatları ciddi oranda yükseltmiştir. Özellikle Avrupa Birliği ülkelerinde seyreden kuraklık ve son dönemde yaşanan enflasyonist ortam ile orta sınıfın yok olması temel gıda ürünlerine olan talebi artırmakta ve bu durum fiyatları yukarı çekmektedir.

Finansal Analiz

Artan enflasyon ve verimli çalışma modeli kar marjını her geçen dönem yükseltmiştir

Çiftçilerin avanslar ve nakliye hizmeti ile fonlanması, hasat döneminde ürünlerin iskontolu alınması ve toplu alım nedeniyle Şirket kar marjını artırabilmektedir

Mısır ve buğday üretiminin iç tüketimi karşılamaması ithalata dayalı tarımsal talep oluşturmaktadır

Nihai tüketiciye ürün satılmadığı için önemli bir pazarlama gideri bulunmamaktadır

Dönem arası yapılan zamlar, halka arz maliyetleri, artan ELÜS hacmi ve yükselen enflasyon cari dönemde genel yönetim gider artışında etkili olmuştur

Brüt kar marjı yıllara sari artmakta. 2020, 2021 ve 2022'de brüt kar marjı sırasıyla %1,8, %15,4 ve %33,8 olarak gerçekleşmiş ve önemli bir yükseliş göstermiştir. Şirket çırçırılama tesisi ile pamuk satışlarına katma değer katarken mısırdaki kurutma kapasitesi karlılıkta etkilidir. Bununla birlikte TMO'nun piyasaya müdahalesi genelde mısır ve pamuk yerine buğday odaklı gerçekleşmektedir. Pamuk uzak bölgelere satılamamakta ve bölgesel satışa maruz kaldığı için tonaj bazlı yüksek seviyelere çıkamamaktadır. Şirket'in çırçırılama kapasitesi yaklaşık 10 bin ton pamuktur. 2020-2022 döneminde pamuk satışlarının toplam tonajdaki payının artmasının yanı sıra yüksek stok-düşük satış miktarı politikası kar marjını her geçen yıl artırmıştır. Şirket hasat döneminde ürünleri uygun şartlarda almakta ve zaman kazancını maksimize etmeyi amaçlamaktadır. Hasat baskısı olarak ifade edilen arz yoğun hasat döneminde ürün fiyatları yılın en düşük seviyesini görmektedir. Şirket hasat döneminde işletme sermayesi ve depo kapasitesi ile buğday, mısır ve pamuk alıp ve depolamasını yapmaktadır. Hasat döneminde arzın artması fiyatları aşağı çekerken Şirket'in kamyonları ile çiftçilerin tarlasından ürünleri toplayarak çiftçileri finanse etmesinin yanı sıra stoklar için önden yapılan ödemeler nedeniyle de üretim zamanı girdi maliyetlerini aşağı çekmek adına çiftçiler fonlanmakta ve düşük maliyetli ürünler alınabilmektedir. Ayrıca Şirket'in toplu alım yapması da ilave iskontoyu beraberinde getirmektedir. Söz konusu iskontolu alım sonrası fiyat seviyesi optimum seviyeye ulaştığında mali satabilecek müşteri ağı bulunması da kar marjını her geçen dönem artırmıştır. Bu dönemde artan gıda enflasyonu da kar marjındaki yükselişi desteklemiştir. Son yıllarda tarım alanlarının azalması, tarımda dışa bağımlılık, pandemi ve Rusya-Ukrayna krizine ek olarak artan doların üretim maliyetlerini yükseltmesi ve süregelen kuraklık da ürün fiyatlarını yukarı çekerek kar marjında etkili olmuştur. Şirket yönetimi ilgili faktörlere ek olarak 2020'de konjonktür gereği alınan ticari kararlar nedeniyle kar marjının düşük olduğunu ifade etmişlerdir. Sektörde kar marjında ürünün doğru fiyattan alınıp doğru fiyattan satılması esas olduğu için hava şartları ve piyasa sürekli olarak takip edilmektedir. Şirket 2021 öncesinde buğday ve mısırdaki ithalat yapma stratejisini değiştirmiş ve kur riskini bu dönemde azaltmıştır. İlgili strateji de karlılığa olumlu yansımıştır.

Faaliyet giderleri gelişimi. 2020 yılında genel yönetim giderleri %23,6 gerileyerek 6,6 mn TL olarak gerçekleşmiştir. İlgili yılda net satışların gerilemesi, pandemi nedeniyle kısa çalışma ödeneğinden faydalanılması ve seyahat-taşıt ve temsil ağırlama giderlerinin düşük kalması gerilemede etkili olmuştur. Ayrıca pandemik kriz etkili olduğu için Şirket belirli tasarruflara gitmiş ve silo ve çırçırılama makinalarına yapılan bakım maliyetlerini kısmıştır. 2020 yılında pamuk satışlarında önemli oranda miktarsal gerileme olması da bakım maliyetlerini aşağı çekmiştir. 2021 yılında önceki yılki azalmanın baz etkisiyle %84 artışla genel yönetim giderleri 12,2 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında kısa çalışma ödeneğinin yılın ikinci yarısında kalkması personel giderlerini önemli oranda artırırken pandemik etkinin azalması temsil ağırlama ve seyahat giderlerini artırmıştır. 2020 yılında yapılmayan bakım giderlerinin de 2021'de gerçekleşmesi genel yönetim gider artışında etkili olmuştur. Ayrıca 2021 yılında personel alımı gerçekleşmiş ve bu durum personel maliyetlerini artırmıştır. Şirket 2021 yılında ELÜS'ü daha aktif kullanmaya başladığı için genel yönetim giderlerinde görülen borsa giderleri vergi resim harç giderlerini kayda değer oranda artırmıştır. Genel yönetim giderleri 2022'de ise %72,6'lık artışla 21,1 mn TL olarak gerçekleşmiştir. Cari dönemde ara dönemde yapılan maaş zamları personel giderlerini artırırken Sunar firması ile başlayan dava süreci mahkeme giderlerinde önemli bir yükselişi beraberinde getirmiştir. Pandemik etkinin baz etkisi ile seyahat ve temsil ağırlama giderlerinde kayda değer bir artış yaşanmıştır. 2022 yılının son çeyreğinde başlayan Yönetim Kurulu huzur hakkı giderleri genel yönetim artışında etkili olurken halka arz nedeniyle danışmanlık giderlerinde önemli bir artış yaşanmıştır. Yükselen enflasyon ve artan amortisman giderleri de genel yönetim gider artışında etkili olmuştur. Şirket nihai tüketiciye ürün satmadığı için önemli bir pazarlama giderine maruz değildir. 2020-2022 döneminde pazarlama giderlerinin satış payı %0,5-%2 aralığında dalgalanmıştır. 2021 sonunda 5,8 mn TL pazarlama gideri bulunurken 2022'de önceki yılın aynı dönemine göre %132'lik artışla 13,4 mn TL seviyesine ulaşılmıştır. Şirket'in kendi depolarında alan kalmaması nedeniyle 3. taraflardan geçici kiralama yapılması gümrük ve depo giderlerini; ilgili ürünlerin taşınması ise yakıt giderlerini dramatik şekilde yükseltmiştir.

Finansal Analiz

Şirket 2020-2022 arasında esas faaliyetlerden diğer gelirlerde nette kar açıklamıştır

TMO kira geliri 2028 yılında sonlanacaktır

İthalatın azalması döviz mevduatı azalttığı için finansman gelirleri cari durumda önemli oranda gerilemiştir

EBITDA'da 2020-2022 döneminde yıllık bileşik büyüme %1.151,1 olarak gerçekleşti.

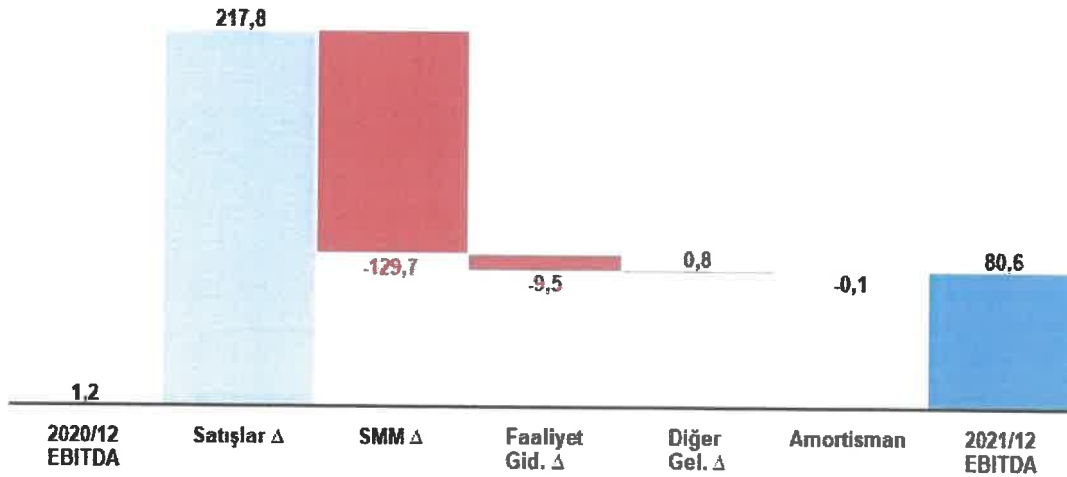
ELÜS'e kaydırılan satışlar efektif vergi oranını 2021 ve sonrasında yaklaşık %4,7'ye yakınsatmıştır

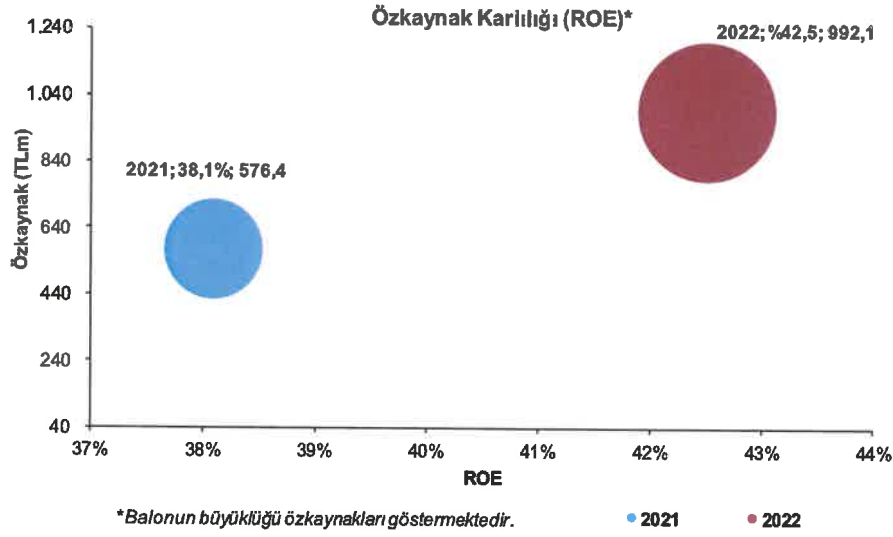
Borç artışı finansman giderlerini yükseltti. Şirket 2020-2022 arasında her dönem esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderlerde nette kar elde ederken 2022'de ilgili rakam 16,5 mn TL ile tarihi zirvesine ulaşmıştır. Esas faaliyetlerden diğer gelirleri kur farkı gelirleri, lojistik gelirler, vade farkı gelirleri, sigorta gelirleri ve sözleşmeden kaynaklı gelirler domine etmiştir. Şirket müşterilerine mal tedarikinde bazı durumlarda kendi filosunu; bazı durumlarda ise taşıeron firmaları kullanmakta ve mal faturası ile lojistik faturalamasını KDV farkı kaynaklı farklı gerçekleştirmektedir. Bu durum her dönem lojistik gelir oluşmasını sağlarken konusu kalmayan karşılık gelirleri şüpheli ticari alacak iptali kaynaklıdır. Esas faaliyetlerdeki kur farkı gelirlerinin ise cari hesaplardaki kur farkları olduğu ifade edilmiştir. Sunar firmasına ödenen avans döviz bazlı olduğu için dövizdeki hareketler kur farkı geliri yaratmaktadır. Geçmiş yıllarda ise ithal edilen ürünler ve yurtiçi piyasadaki döviz bazlı gelirler kaynaklı kur farkı geliri oluşabilmiştir. Esas faaliyetlerden diğer gelirlerde görülen sabit kıymet satış karı ise 2021 yılında eski çırçırılama tesisinin satışı kaynaklıdır. 2022'de ise taşıt satışı kaynaklı sabit kıymet satış karı oluşmuştur. Esas faaliyetlerden diğer gelirlerdeki teşvik gelirleri SGK ve diğer teşviklerden oluşmaktadır. Esas faaliyetlerden diğer gelirlerdeki sigorta gelirleri ise taşınan malda bir sorun oluştuğunda sigorta kapsamında sağlanan gelirlerdir. Esas faaliyetlerden diğer giderlerdeki karşılık giderleri şüpheli ticari alacak karşılıklarından oluşurken kur farkı giderleri cari hesaplardaki kur farkından kaynaklanmaktadır. Kurlardaki ters pozisyon esas faaliyetlerdeki diğer giderlerdeki kur farkında muhasebeleşmektedir. Esas faaliyetlerden diğer giderlerdeki nakliye giderleri ise lojistik gelirlerinin maliyetleridir. 2022 yılında dolar bazlı kısmi mısır satışları ve Sunar'a verilen avans dolar bazlı olduğu için dövizdeki harekete göre kur farkı geliri ve gideri esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerde muhasebeleşmiştir. Şirket 2020-2022'de her dönem yatırım faaliyetlerinden gelir elde ederken ilgili kalemler nakit pozisyonu kaynaklı faiz gelirleri, TMO'ya kiralanan depo kiralama geliri ve yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışından oluşmaktadır. 2021 ve 2022 yıllarında yatırım amaçlı gayrimenkuller için yapılan değerlendirme yatırım faaliyetinden gelirlerde önemli bir artışı beraberinde getirmiştir. TMO'ya kiralanan Platinyum'a ait depo kira gelirinin ise sözleşmeye göre 2028 yılına kadar sürmesi beklenmektedir. Şirket 2020-2022 döneminde her yıl kur farkı geliri olarak finansman geliri elde etmiştir. İlgili kur farkları döviz mevduatı kaynaklı oluşmaktadır. Kur farkı bazlı finansman gelirinin önceki yıllara göre 2022 yılında azalmasının en büyük nedeni Şirket'in ithalatı bırakma stratejisi ile mevduatta daha az döviz tutulması kaynaklıdır. Şirket'in finansman giderleri 2020-2022 arasında her yıl artmış ve 2022'de 23,7 mn TL'ye ulaşmıştır. Şirket'in büyüme stratejisinin işletme sermayesi yatırımına bağlı olması nedeniyle 2022'de net finansal borçta önemli bir artış yaşanmış ve bu durum finansman giderlerini de artırmıştır. Finansman giderlerinde yer alan kur farkı giderleri ise nakit pozisyonunda yer alan dövizli mevduatın ters pozisyonu kaynaklı oluşmuştur.

Güçlü EBITDA büyümesi. 2020, 2021 ve 2022'de Şirket sırasıyla 1,2 mn TL, 80,5 mn TL ve 195,3 mn TL EBITDA üretmiştir. 2021 ve 2022'de önceki yılın aynı dönemine göre EBITDA büyümeleri oldukça etkileyicidir. Yıllara sari sınırlı da olsa artan satışlar ve kar marjına paralel EBITDA kaleminde önemli bir büyüme yakalanmıştır. Şirket için hesaplanan EBITDA kalemine ana faaliyetin bir parçası olması, sürdürülebilir olması ve gelecek dönemler için tahminlenebilmesi nedeniyle esas faaliyetlerden diğer gelirlerde yer alan teşvik gelirleri dahil edilmiştir. Net kardaki büyüme ise EBITDA'daki büyümeden daha hızlıdır. Operasyonel karlılıktaki artışa ek olarak ELÜS'e kaydırılan satışlar kaynaklı 2021 sonrası efektif vergi oranının gerilemesi ve yatırım amaçlı gayrimenkullerdeki değer artışı ile net kar daha hızlı büyüme sergilemiştir. 2020 yılında 7,3 mn TL olan net dönem karı 2022'de 421,7 mn TL'ye ulaşmıştır.

Gelir Tablosu	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Veriler			
31 Aralık, TL Grain Turk	2020 Gerçekleşmiş BDR	2021 Gerçekleşmiş BDR	2022 Gerçekleşmiş BDR	2020-2022 YBBO (%)
Net Satışlar	403.403.454	621.154.161	667.853.547	28,7%
Değişim		54,0%	7,5%	
Satışların Maliyeti	(396.080.668)	(525.768.581)	(442.344.311)	5,7%
Brüt Kar	7.322.786	95.385.580	225.509.236	454,9%
Brüt Marj	1,8%	15,4%	33,8%	
Genel Yönetim Gid.	(6.646.419)	(12.229.584)	(21.110.574)	78,2%
Değişim		84,0%	72,6%	
Satış-Pazarlama Gid.	(1.902.715)	(5.796.908)	(13.433.684)	165,7%
Değişim		204,7%	131,7%	
Esas Faal. Diğ. Gel, Net	5.359.659	6.129.375	16.507.108	
Değişim		14,4%	169,3%	
EBITDA	1.247.802	80.576.054	195.316.958	1151,1%
Değişim		6357,4%	142,4%	
EBITDA Marjı	0,3%	13,0%	29,2%	
Amortisman	(877.144)	(802.105)	(3.741.225)	106,5%
EBIT	4.133.311	83.488.463	207.472.086	608,5%
Değişim		1919,9%	148,5%	
EBIT Marjı	1,0%	13,4%	31,1%	
Yat. Faal. Gel.	3.483.908	183.311.692	257.055.834	759,0%
Fin. Gid.	1.771.675	(2.096.525)	(22.086.684)	
Vergi Öncesi Kar	9.388.894	264.703.630	442.441.236	
Vergi	(1.668.864)	(4.304.413)	(9.565.799)	
Ertelenmiş vergi geliri/gid.	(356.082)	(40.832.954)	(11.122.941)	
Net Kar	7.363.948	219.566.263	421.752.496	656,8%
Değişim		2881,6%	92,1%	
Net Marj	1,8%	35,3%	63,2%	

EBITDA Köprüsü (mTL)





Likidite Rasyoları	2022	2021	2020	Referans
Cari Oran	3,67	3,39	1,41	1,0-1,5
Likidite Oranı	0,96	0,50	0,24	0,8-1,0
Borçluluk Oranları	2022	2021	2020	Referans
Toplam Borçlar/Toplam Aktifler	20,1%	23,6%	73,0%	<%40
Kısa Vad. Fin. Borç/Özkaynak	13,4%	12,5%	28,8%	<100%
Faiz Karşılama Oranı	8,8	38,4	-0,7	>3
Net Borç/EBITDA	0,6	0,8	11,9	<4
Kısa Vad. Yab. Borç/Pasif	12,8%	13,4%	50,4%	Sektör
Uzun.Vad.Yab.Borç/Pasif	7,2%	10,2%	22,6%	Sektör
Özkaynak/Pasif	79,9%	76,4%	27,0%	Sektör
Toplam Borçlar/Özkaynaklar	25,1%	30,9%	270,8%	Sektör
Finansal Borçlar/Toplam Borçlar	55,0%	40,5%	12,3%	Sektör
Karlılık Oranları	2022	2021	2020	Referans
Brüt Marj	33,8%	15,4%	1,8%	Sektör
EBIT Marjı	31,1%	13,4%	1,0%	Sektör
EBITDA Marjı	29,2%	13,0%	0,3%	Sektör
Net Kar Marjı	63,2%	35,3%	1,8%	Sektör
ROE	42,5%	38,1%	17,6%	Getiri
ROA	16,7%	11,1%	2,7%	Sektör
Yatırım Rasyoları	2022	2021	2020	Referans
Yatırım/Amortisman	438,4%	827,6%	473,5%	>%100
Yatırım/Net Satış	2,5%	1,1%	1,0%	Sektör
CRR	92,8%	60,5%	14,2%	<%100

Güçlü Finansal Rasyolar

- Yüksek kar marjı ve ROE sermayenin verimli kullanıldığına işaret etmekte
- Faiz karşılama ve Net Borç/EBITDA kritik eşiğin altında düşük borçluluğa işaret etmekte
- Likidite rasyoları kısa vadeli borç ödeme gücünün yüksekliği anlamına gelmekte

Değerleme

Değerleme Yöntemleri

Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

Gelir ve Pazar yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak uygulanmıştır

Statik olmayan iş modelleri için İNA daha uygundur

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

Piyasa Çarpanları Analizi. Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolarındaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır.

Öne çıkan çarpanlar. Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in sektöründe sıkça kullanılan Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen (31.12.2021-31.12.2022) EBITDA ve net dönem karı esas alınarak şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

EV/EBITDA ve F/K çarpanları kullanılmıştır

Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA)

Fiyat/Kazanç (F/K)

Genel Varsayımlar. Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek izahnamede yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı.

Yönetim tarafından belirlenen projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir.

Değerleme Metodolojileri

İNA

%20,7 AOSM modellenirken risksiz getiri olarak 10 yıllık devlet tahvilinin kapanış verisi, Şirket için Hamada Denklemi ile hesaplanan 0,51 beta ve normal şartlarda kullanılmaması gereken alfa modelden çıkarıldığında AOSM rakamı %14,9 olarak hesaplanmaktadır.

Muhafazakâr tarafta kalmak adına alfa eklenmiştir. 10 yıllık devlet tahvilinin 16 Mart 2023 kapanışı %11,39 olmasına rağmen ihtiyatlı tarafta kalmak adına 3-6-12 aylık ortalamaların aritmetik ortalaması olan %12,1 risksiz getirinin üzerinde bir rakam alınırken, en iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz %5,5 sermaye piyasası risk primi kullanılmıştır. Şirket'in borsada işlem görmeye başlayacak olması nedeniyle FVFM varsayımlarına göre özsermaye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemelidir. Şirket paylarının borsalarda işlem görmemesi ve alıcının blok tutarda pay alacak olması firmaya özgü riskin oluşmasını beraberinde getirmektedir. Bununla birlikte muhafazakar tarafta kalmak ve son dönemde düşen faiz oranlarını dengelemek adına %1 şirkete özgü risk primi modele eklenmiştir. Şirket'in kaldıraç belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer yurt içi şirketlerin ortalama kaldıraç, 2022/12 mali verileri ve yönetimin kredi-öz kaynak beklentisi dikkate alınmıştır. Şirket'in içinde yer alacağı endeks olan BIST Gıda Endeksi'ndeki şirketlerden hesaplanan kaldıraçsız beta modellenmiş ve Hamada Denklemi ile hesaplanan kaldıraçlı beta 0,55x olarak tespit edilmesine rağmen muhafazakar tarafta kalmak adına beta 1x olarak alınmıştır. Şirket'in 2022/12 mali tablosundaki ortalama borçlanma maliyeti ve yeni dönemde Şirket'e verilen uzun vadeli borçlanma maliyetleri dikkate alınarak risksiz getirinin 550 baz puan üstü borçlanma maliyeti olarak kabul edilmiştir.

10 Yıllık Tahvil Faizli Son Dönemde Gerilerken Ortalamalar Cari Değerin Üzerinde...



— TR 10 Yıllık Tahvil Faizi — 90 Günlük Ort. — 180 Günlük Ort. — 365 Günlük Ort.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")

TL		
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli		
Risksiz Faiz Oranı	14,5%	10 Yıllık TL Devlet Tahvilinin Kapanış, 3 Aylık, 6 Aylık, 1 Yıllık Ortalamaları Dikkate Alınmıştır
Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	1,0%	FVFM (CAPM) varsayımlarına göre sıfır alınması gerekmesine karşın ihtiyatlı yaklaşımıştır
İşlem Görmemiş Aktif Beta	0,49	Hamada denkleminde göre yurtiçi benzerler hesaplanmıştır
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Hamada Denklemine Göre 0,55 hesaplanırken ihtiyatlı bir yaklaşımla piyasa betası olarak 1 kabul edilmiştir.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
Özsermaye Maliyeti	21,0%	Risksiz getiri+(piyasa risk primi*işlem görmüş aktif beta)+Şirkete özgü risk getirisi
AOSM		
Özsermaye Maliyeti	21,0%	Yukarıda hesaplanmış olan Özsermaye Maliyeti
Borç Maliyeti	20,0%	Şirket'e verilen uzun vadeli borçlanma maliyet oranı
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	12,1%	2022/12 mali verileri dikkate alınmıştır.
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	87,9%	1- toplam finansmandaki borç oranı
Kurumlar Vergisi Oranı	8,0%	Projeksiyon dönemi ortalama vergi oranı kullanılmıştır.
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	20,7%	(% Özsermaye Oranı x Özsermaye Maliyeti) + (% Borç Oranı x (1 - Kurumlar Vergisi) x Borç Maliyeti)

Net Borç

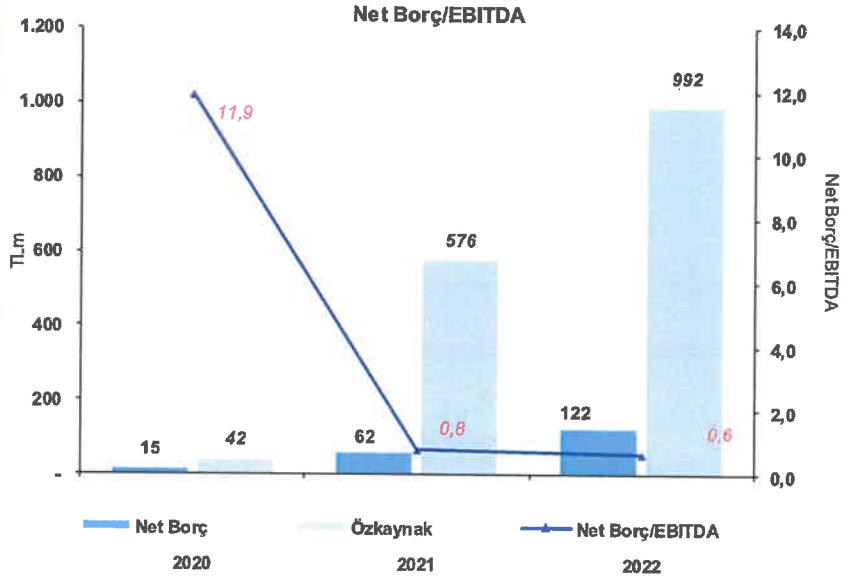
122,4 mn TL Net Finansal Borç

Cari dönemde borçların tamamı TL bazlı olup büyük bir kısmı kısa vadelidir

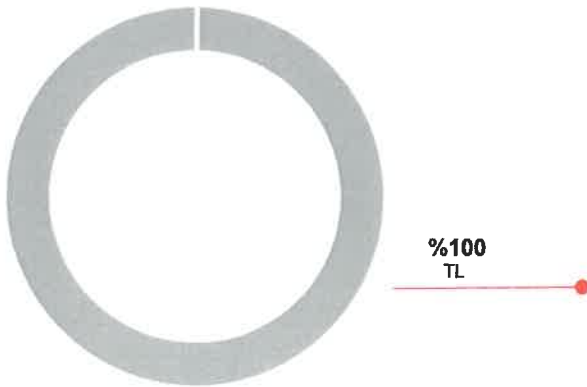
122,4 mn TL net borç. 2020 yılında 14,8 mn TL olan net borç hızlı büyümenin doğal bir sonucu olarak işletme sermayesi ihtiyacının arttığı 2021 ve 2022'de büyüme trendine girmiş ve cari dönemde 122,4 mn TL'ye ulaşmıştır. Şirket'in yüksek stok ve alacak vadesine karşın düşük ticari borç ödeme vadesi ile çalışmasının doğal bir sonucu olarak brüt kar marjı artarken yükselen kar marjının bedeli artan finansal borçluluk olarak ortaya çıkmıştır. Finansman maliyetinin yükselen kar marjından düşük olması ise nette değer yaratmıştır. Artan borçluluğu üretilen EBITDA ile ölçmek daha sağlıklı sonuçlar doğurmaktadır. 2020'de Net Borç/EBITDA rasyosu yüksek seyrederken 2021 ve 2022'de ilgili rasyo sırasıyla 0,8x ve 0,6x olarak düşük borçluluğa işaret etmektedir. 2022/12'de Şirket'in finansal borçlarının tamamı TL bazlı olup artan kur ortamında kur riski düşük düzeydedir. 2020 yılından sonra Şirket'in buğday ve mısırdaki ithalat yerine yerli çiftçilere yönelmesi de mevduatta döviz varlıkları 2022'de azaltmıştır. 2022/12 mali tablosunda TL borçlanma ortalama %22,8 olarak gerçekleşirken Yönetim, cari durumda %13,50- %14 bandında kısa vadeli TL kredi teklif aldığını beyan etmiştir. Şirket'in uzun vadeli yatırımlarını tamamlaması ve finansal borçluluğun temelini büyümenin işletme sermayesi olarak finanse edilmesi oluşturduğu için finansal borçların %97,5'i 1 yılın altındaki kısa vadeli kredilerden oluşmaktadır.

Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç

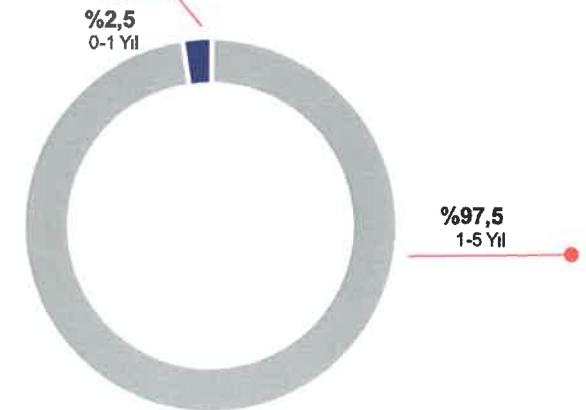
TLm	2020	2021	2022
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,2	20,7	3,4
Kısa Vad. Diğer Alacaklar	1,6	1,6	12,0
Kısa Vad. Fin. Borçlar	12,0	71,8	133,3
Uzun Vad. Fin. Borçlar	1,9	0,3	3,4
Kısa Vad. Diğ. Borçlar	4,7	12,1	1,1
Net Borç	14,8	61,9	122,4
Özkaynak	41,8	576,4	992,1
Net Borç/Özkaynak	35,5%	10,7%	12,3%
Net Borç/EBITDA	11,9	0,8	0,6
EBITDA*	1,2	80,6	195,3



Kur bazlı Borç Dağılımı (2022/12)



Finansal Borçların Vade Kırılımı (2022/12)



İşletme Sermayesi

Şirket büyümek için önemli bir işletme sermayesine ihtiyaç duyarken halka arzın gerekçelerinden birisi de işletme sermayesini finanse edilmesidir

Dönem sonu verilere göre yıl ortalamasında işletme sermayesi kalemleri daha düşük kalmaktadır

Artan kar marjı işletme sermayesi yaratmakta. Şirket'in 2019 ve 2020'de alacak gün süreleri 43 ve 37 gün olarak gerçekleşmişken 2021 ve 2022 döneminde 12 ve 43 gün kaydedilmiştir. Gelirlerin hızlı büyüdüğü dönemde alacak vadesi artarken ELÜS'e olan satışlar arttıkça ve kar marjı gerilediğçe alacak vadesinin azalması beklenmektedir. Yönetim yüksek kar marjının devam etmesinin beklediği 2023'te alacak vadesinin görece yüksek seyredeceğini beklerken kar marjının düşmeye başlaması ve ELÜS'e olan peşin satışların artması ile alacak vadesinin 2019-2021 ortalaması olan 30 güne yakınsayacağını öngörmektedir. 2019 ve 2020'de stok gün süresi 40 ve 61 gün olarak gerçekleşirken stoklama ile kar marjının artmaya başladığı 2021 ve 2022'de stok gün süresi sırasıyla 106 ve 253 gün olarak kaydedilmiştir. Yönetim 2023'te yüksek kar marjının devam edeceğini beklediği için ilgili yıl için stok gün süresi 215 gün olarak alınmış; peyderpey karlılığın düşmeye başlaması ile stok gün süresinin 2019-2020-2021 ortalaması olan 69 günün oldukça üzerinde dengeleneceği bütçelenmiştir. Peşin ödenmiş giderlerde stoklara benzer bir hareket beklenirken ertelenmiş gelirlerde ticari borç ödeme gün süresinin temel referans olacağı varsayılmıştır. 2019 ve 2020'de sırasıyla 49 ve 48 gün olan ticari borç ödeme gün süresi Şirket'in yüksek karlılık hedefi doğrultusunda 2021 ve 2022'de 13 ve 12 gün olarak gerçekleşmiştir. Kar marjının yıllara sari azalacağı beklentisi ile ticari borç ödeme gün süresinin alacak gün süresine yakınsayacağı beklenmektedir. Böylelikle 2021 sonunda 174,3 milyon TL olan işletme sermayesi 2022 sonunda 423,2 milyon TL olarak kaydedilmiştir. Kar marjının düşük olduğu 2019 ve 2020'de sırasıyla 25 ve 39 gün olan nakit döngüsünün projeksiyonda kar marjı düşüğe 2019-2021 ortalaması olan 61 günün üzerinde 127 güne yakınsayacağı modellenmiştir.

İşletme Sermayesi (mTL)	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Normalize
Ort. Ticari Alacak	68,0	40,9	20,3	78,7	149,7	200,5	243,7	281,3	301,8	
Ort. Stoklar	61,7	66,0	152,5	306,3	444,3	643,8	793,3	896,7	931,4	
Ort. Peş. Öd. Gid.+ Diğ. DV	8,9	15,0	39,6	54,9	79,6	115,4	142,2	160,7	166,9	
Ort. Diğ. Dön. Var.	1,5	1,3	1,3	4,3	7,7	11,5	15,5	19,9	23,7	
Ort. Ticari Borç	76,0	51,9	18,5	14,7	25,0	59,7	121,1	206,1	251,9	
Ort. Ert. Gel.	23,0	27,5	18,2	3,5	6,2	12,9	24,5	40,2	47,9	
Ort. Diğ. Kıs. Vad. Yük.	1,5	1,6	2,6	2,8	4,8	8,2	11,9	15,8	19,3	
Net Satışlar	577	403	621	668	1.188	1.767	2.387	3.062	3.650	3.832
SMM	566	396	526	442	755	1.287	1.866	2.481	3.031	3.183
Ort. Ticari Alacak Gün	43	37	12	43	46	41	37	34	30	
Ort. Stok Gün Süresi	40	61	106	253	215	183	155	132	112	
Ort. Peş. Öd. Gün Süresi	6	14	27	45	38	33	28	24	20	
Ort. Diğ. Dön. Var. Gün	1	1	1	2	2	2	2	2	2	
Ort. Ticari Borç Gün	49	48	13	12	12	17	24	30	30	
Ort. Ert. Gel. Gün Süresi	15	25	11	2	2	3	4	5	5	
Ort. Diğ. Kıs. Vad. Yük. Gün	1	1	2	2	2	2	2	2	2	
Nakit Döngüsü (Gün)	25	39	121	327	285	237	193	154	127	
İşletme Sermayesi	39,7	42,3	174,3	423,2	645,3	890,3	1.037,2	1.096,5	1.104,6	1.106,3
Değişim	2,6	132,1	248,9	222,1	245,0	146,9	59,3	8,2	1,7	
İşletme Sermayesi/Satış	6,9%	10,5%	28,1%	63,4%	54,3%	50,4%	43,5%	35,8%	30,3%	28,9%

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Saray Mh. Dr. Adnan B. Büyükeniz Çm. Gossas
Plaza 2. Blok No: 1 K: 7 D: 16 Ümraniye/İST.
Tel: 0212 319 21 00 Fax: 0216 402 12 75
Boğaziçi Kurumlar V.D. 478 00 5227
Mersis No: 0478001078700011 Tic. Sic. No: 271081

Nakit Akışı

Değerleme standartlarının izin verdiği ölçüde nakit akımlarının dönem ortasında oluşacağı varsayılırken İNA modeli 2.242 mn TL değer tespit etmiştir.

İNA'dan bulunan operasyonel değere bağımsız denetimde yer alan yatırım amaçlı gayrimenkul değerine %25 iskonto konularak 343 mn TL yatırım amaçlı gayrimenkul değeri eklenmiştir.

İNA yaklaşımı ile iskonto öncesi pay başı 22,42 TL değer. 2022-2027 arası dönemde Şirket yönetimiyle yapılan görüşmeler neticesinde Info Yatırım tarafından hazırlanan nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir. 2022'de enflasyonun oldukça altındaki büyümenin yaratacağı baz etkisinin yanı sıra Türkiye'de ve Avrupa'da keskinleşen kuraklık sonucu beklenen fiyat artışları ile 2023 yılında güçlü büyüme beklenirken kar marjının düşmeye başladığı 2024 ve 2025 yıllarında ise sürümden kazanmak adına satışlarda devir hızının artacağı ve beklenen enflasyonun üzerinde gerçekleşeceği modellenmiştir. Sonraki yıllardaki büyüme ise Türkiye'deki reel büyüme ve gıda enflasyon beklentilerine oldukça yakındır. 2022'deki yüksek EBITDA marjını tetikleyen unsurların 2023 yılında da devam edeceği varsayımıyla marj kısmen yüksek seyrederken sonraki yıllarda kar marjının düşeceği ve 2027 yılında normalize olarak 2021 seviyesine yakın olan %14,5'te sabitleneceği varsayılmıştır. ELÜS'e olan satışlarda kurumlar vergisi ödenmediği için Şirket düşük oranda vergiye tabi olmaktadır. Kar marjı ile işletme sermayesi arasında ters ilişki bulunmaktadır. Modelde kar marjı düzenli olarak düşürüldüğü için işletme sermayesi satış oranı da yıllara sari azalmış ve 2028 yılında normalize olmuştur. Şirket'in önemli yatırımlarını tamamlamış olması nedeniyle düşük yatırım beklentisi İNA'da değeri artıran unsurlar arasındadır. İşletme sermayesi satış oranı, ELÜS teşviki ve kar marjındaki normalizasyonun tamamlanması ile 2028 yılındaki dip nakit akımı büyümesi %5'e yakınsamış ve uç değer büyümesi öncesi nakit akım büyümesi uç değer oranı ile eşitlenmiştir. Bu durum net satış büyümesinde de dikkate alınmış ve 2028 yılında net satış büyümesi %5 olarak öngörülerek uç değer büyüme oranına geçişte ekonomik doğal süreç işletilmiştir. Bu nedenlerden dolayı projeksiyon süresi 2028'de tamamlanmış ve normalize yıl sonrası ise %5 uç değer (devam eden değer) büyümesi uygulanırken İNA'da elde edilen değer %61,3'ü uç değerden kaynaklanmaktadır.

İNA (mTL)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Uç değer
Net Satışlar	403,4	621,2	667,9	1.187,8	1.767,4	2.387,1	3.062,2	3.649,7	3.832,2
Değişim		54%	8%	78%	49%	35%	28%	19%	5%
EBITDA	1,2	80,6	195,3	385,7	421,4	452,0	502,6	530,8	557,3
Değişim		6357%	142%	97%	9%	7%	11%	6%	5%
EBITDA Marjı	0,3%	13,0%	29,2%	32,5%	23,8%	18,9%	16,4%	14,5%	14,5%
Esas Faaliyet Karı	0,4	79,8	191,6	381,4	416,4	446,2	495,9	523,1	549,2
Değişim		21422%	140%	99%	9%	7%	11%	5%	5%
Vergi			9,9%	9,0%	9,1%	8,1%	7,4%	7,1%	7,1%
Operasyonel Vergiler			(19,0)	(34,4)	(37,7)	(36,1)	(36,9)	(37,4)	(39,2)
Amortisman	(0,9)	(0,8)	(3,7)	(4,3)	(5,0)	(5,8)	(6,7)	(7,7)	(8,1)
Net Yatırım Giderleri	(4,2)	(6,6)	(16,4)	(13,7)	(17,1)	(20,1)	(22,9)	(25,4)	(17,2)
Yatırım/Satış	1,0%	1,1%	2,5%	1,2%	1,0%	0,8%	0,7%	0,7%	0,5%
Yatırım/Amortisman	4,7	8,3	4,4	3,2	3,4	3,5	3,4	3,3	2,1
İşletme Sermayesi Değiş.	(2,6)	(132,1)	(248,9)	(222,1)	(245,0)	(146,9)	(59,3)	(8,2)	(1,7)
Kaldıraçsız Nakit Akımı				115,6	121,6	248,8	383,6	459,9	499,1
Değişim					%5,2	%104,7	%54,2	%19,9	%5,0
AOSM				20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%	20,7%
İndirgenmiş Nakit Akımı				105,2	91,7	155,5	198,6	197,3	1.188,0

Firma Değeri	1.936
Uç Değer Payı	61,3%
Uç Değer Büyüme	5,0%
Net Borç (Nakit)	122
Operasyonel Değer (mTL)	1.814
Yat. Amaçlı Gayrimenkul	343
Piyasa Değeri (mTL)	2.157
Piyasa Değeri-14.03.2023 (mTL)	2.242
Hisse Sayısı	100
Hisse Fiyatı	22,42

İNA Duyarlılığı

Buğday satışlarında vergi avantajı olan ELÜS'e yönelim gerçekleşecek

İNA Değeri Duyarlılık Analizi. İNA'dan hesaplanan hisse başı fiyatın İNA parametrelerine olan duyarlılığı farklı AOSM oranları, uç değer büyüme oranları ve projeksiyon döneminde öngörülen EBITDA sapmasına göre analiz edilmiştir. AOSM baz senaryoya göre +,- %2 alındığında ve öngörülen EBITDA'lar %10 ve %5 daha yüksek/düşük olduğunda hisse başı fiyat 16,23 – 31,04 TL bandında değişmektedir. Öngörülen EBITDA'lar %10 ve %5 daha yüksek/düşük olduğunda ve Uç Değer büyüme oranı %1-%9 bandında değiştiğinde hisse başı fiyat 16,64 – 31,97 TL bandında değişmektedir. AOSM baz senaryoya göre %10 ve %5 daha yüksek/düşük alındığında ve Uç Değer büyüme oranı %1-%9 bandında değiştiğinde hisse başı fiyat 17,92 – 32,16 TL bandında değişmektedir.

Hisse Başı Fiyat AOSM&EBITDA Duyarlılığı						
Baz Fiyat	TL	AOSM				
	22,42	18,7%	19,7%	20,7%	21,7%	22,7%
EBITDA Sapması	-10,0%	21,25	19,72	18,40	17,25	16,23
	-5,0%	23,57	21,86	20,38	19,08	17,95
	0,0%	25,97	24,07	22,42	20,98	19,72
	5,0%	28,46	26,36	24,53	22,94	21,54
	10,0%	31,04	28,72	26,71	24,96	23,42

Piyasa Değeri'nin AOSM & EBITDA Duyarlılığı						
Baz Fiyat	TL	AOSM				
	2242	18,7%	19,7%	20,7%	21,7%	22,7%
EBITDA Sapması	-10,0%	2.125	1.972	1.840	1.725	1.623
	-5,0%	2.357	2.186	2.038	1.908	1.795
	0,0%	2.597	2.407	2.242	2.098	1.972
	5,0%	2.846	2.636	2.453	2.294	2.154
	10,0%	3.104	2.872	2.671	2.496	2.342

Hisse Başı Fiyat Uç Değer&EBITDA Duyarlılığı						
Baz Fiyat	TL	Uç Değer Büyüme Oranı				
	22,42	1,0%	3,0%	5,0%	7,0%	9,0%
EBITDA Sapması	-10,0%	16,64	17,44	18,43	19,70	21,38
	-5,0%	18,28	19,22	20,39	21,89	23,88
	0,0%	19,97	21,06	22,42	24,16	26,48
	5,0%	21,71	22,96	24,52	26,51	29,18
	10,0%	23,51	24,92	26,68	28,94	31,97

Piyasa Değeri'nin Uç Değer & EBITDA Duyarlılığı						
Baz Fiyat	TL	Uç Değer Büyüme Oranı				
	2242	1,0%	3,0%	5,0%	7,0%	9,0%
EBITDA Sapması	-10,0%	1.664	1.744	1.843	1.970	2.138
	-5,0%	1.828	1.922	2.039	2.189	2.388
	0,0%	1.997	2.106	2.242	2.416	2.648
	5,0%	2.171	2.296	2.452	2.651	2.918
	10,0%	2.351	2.492	2.668	2.894	3.197

Hisse Başı Fiyat Uç Değer&AOSM Duyarlılığı						
Baz Fiyat	TL	AOSM				
	22,42	18,7%	19,7%	20,7%	21,7%	22,7%
Uç Değer Büyüme Oranı	1,0%	22,54	21,18	19,97	18,89	17,92
	3,0%	24,04	22,46	21,06	19,83	18,73
	5,0%	25,97	24,07	22,42	20,98	19,72
	7,0%	28,55	26,17	24,16	22,44	20,94
	9,0%	32,16	29,05	26,48	24,33	22,51

Piyasa Değeri'nin Uç Değer & AOSM Duyarlılığı						
Baz Fiyat	TL	AOSM				
	2242	18,7%	19,7%	20,7%	21,7%	22,7%
Uç Değer Büyüme Oranı	1,0%	2.254	2.118	1.997	1.889	1.792
	3,0%	2.404	2.246	2.106	1.983	1.873
	5,0%	2.597	2.407	2.242	2.098	1.972
	7,0%	2.855	2.617	2.416	2.244	2.094
	9,0%	3.216	2.905	2.648	2.433	2.251

İNA Varsayımları

Buğday satışlarında vergi avantajı olan ELÜS'e yönelim gerçekleşecek

Un, yem ve yumurta üretiminin hammaddesi satılmakta

Buğdayda TMO müdahalesi daha yüksek olduğu için kar marjı diğer ürünlere göre daha az

Yüksek kar marjının 2023'ten itibaren her yıl azalacağı beklenirken Şirket ithal buğdaydan yerli çiftçilere yöneldiği için kur riski azalmıştır.

Ülkede ithalat dahil 27 mn ton buğday ticareti ve Şirket'in geçmiş buğday satış kapasitesi düşünüldüğünde projeksiyondaki rakamlara ulaşmak makul olarak değerlendirilmiştir

Buğday satışları ELÜS'e kaydırılmakta. ELÜS dışı buğday satışlarının kar marjının yüksek seyredeceği 2023 yılında miktarsal bazda daralma beklenirken sonraki yıllarda beklenen reel ekonomik büyümenin altında artacağı varsayılmıştır. Miktarsal büyüme işletme sermayesi gerektirdiği için 2023'te vergi avantajı olmayan ELÜS dışı buğday satışlarının gerilemesi hedeflenmektedir. ELÜS dışı buğday fiyatlarının 2023 yılında kuraklığın etkisi ile güçlü büyümesini sürdüreceği; 2024 ve sonrasında ise ÜFE+ TÜFE ortalamasında artacağı modellenmiştir. Vergisel avantaj nedeniyle ELÜS buğday satışlarının projeksiyon boyunca artacağı modellenirken gıda enflasyonundaki yüksek seyir nedeniyle 2023 yılında yüksek kar marjının devam edeceği beklenmektedir. Kar marjının azalması nispetinde ELÜS buğday satışlarında 2023 ve sonrasında miktarsal büyümenin yüksek olacağı hedeflenirken miktarsal büyüme projeksiyon boyunca ivme kaybetmektedir. Buğdayda kar marjı geriledikçe satış devir hızının artacağı ve sürümden kazanılacağı beklenmektedir. ELÜS ve ELÜS dışı buğday fiyatlarının spekülasyon etkenleri nedeniyle 2022 yılında az da olsa farklı olacağı beklenirken sonraki yıllarda fiyatlar eşitlenmiştir. Birim maliyetler belirlenirken 1 yıl önceki satış fiyatları dikkate alınmıştır. Zira stoklu satış nedeniyle önceki yılın satış fiyatlarından stoklama yapılmakta; toplu alım, fiyatların düştüğü hasat dönemi alıp depolarda yüksek fiyatları bekleme gücü ve çiftçinin finansmanı nedeniyle perakende fiyatın altında maliyet avantajı sağlanmaktadır. Şirket 2023 yılı için mevcut stoklarındaki maliyetlenme nedeniyle büyük oranda birim maliyetleri tahmin edebilmektedir. ELÜS ve ELÜS dışı buğday satışlarında yüksek brüt kar marjının 2024 yılından itibaren azalışa geçeceği; 2027 yılında %13,9'da normalize olacağı varsayılmıştır. Buğday satışlarında katma değer az olması ve TMO müdahalesinin yüksek olması nedeniyle projeksiyon boyunca brüt kar marjının mısır ve pamuğa göre daha düşük seyredeceği Yönetim tarafından beklenmektedir. Şirket yönetimi pandemi, Rusya-Ukrayna savaşı, Çin'in emtia stoku yapması, küresel ısınma, artan nüfus ve Avrupa Birliği ve Türkiye'de son dönemde güçlenen kuraklığın etkisiyle yükselen kar marjları ve fiyat artışlarının gelecek 5 yılda azalarak normalize olacağını beklemektedir. Deprem bölgesinin Türkiye'nin gıda stokundaki önemi de fiyat artışlarını kısa vadeli tetikleyecektir. Türkiye'de tarım alanlarının azalması, yeni neslin çiftçi olmak istemeyişi, çiftçilerin yaşlı olması, tarımsal verimin düşük kalması, pandemi ile gıda güvenliğinin ön plana çıkması nedenleriyle üretimin iç talebi karşılamadığını ve son yıllarda tarımsal fiyat artışlarına sebep olan etkilerin Türkiye gibi ülkelerin tarımsal altyapısının hazır olmadığı için devam ederek toparlanma sürecinin kısa olmayacağı beklenmektedir. ELÜS dışı buğday satışlarındaki 2022 ve 2023'teki azalma ise hem satışların ELÜS'e kayması hem de buğday gibi kar marjı düşük ürünlerde işletme sermayesinin kullanılması yerine daha karlı segmentlere yönelim olarak açıklanmıştır. 2027 yılında ELÜS ve ELÜS dışı toplam buğday satış tonajının 2019 seviyesinin altında kalacağı varsayılmıştır.

Makro Beklentiler	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Ort. €/TL	TL	8,0	10,5	17,4	22,7	27,8	32,0	35,6	38,8
TÜFE	%	14,6%	36,1%	72,6%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
ÜFE	%	25,1%	79,9%	130,4%	58,6%	28,0%	19,1%	14,8%	11,9%
GSYH Büyümesi	%	1,8%	11,0%	3,3%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Ort. \$/TL	TL	7,0	8,9	16,6	23,3	28,4	32,6	36,3	39,5

ELÜS Dışı Buğday	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satış	mn TL	41,8	133,2	171,3	197,3	262,5	325,9	387,0	448,5
ELÜS Dışı Satış	ton	18.151	52.708	27.607	20.000	21.000	22.050	22.932	23.849
Fiyat	TL/ton	2.303	2.527	6.203	9.866	12.499	14.780	16.876	18.806
Brüt Kar	mn TL	4,9	11,8	60,2	67,3	63,6	61,3	61,6	62,1
Brüt Kar Marjı	%	11,7%	8,9%	35,2%	34,1%	24,2%	18,8%	15,9%	13,9%

Satış Büyümesi

Miktarsal Büyüme	%		190,4%	-47,6%	-27,6%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%
Fiyat Değişimi	%		9,7%	145,5%	59,0%	26,7%	18,3%	14,2%	11,4%
Nominal Büyüme	%		218,7%	28,6%	15,2%	33,0%	24,2%	18,7%	15,9%

ELÜS Buğday	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satış	mn TL	1,0	128,1	41,1	197,3	337,5	498,8	683,5	837,8
ELÜS Satışı	ton	580	35.000	6.835	20.000	27.000	33.750	40.500	44.550
Fiyat	TL/ton	1.749	3.660	6.019	9.866	12.499	14.780	16.876	18.806
Brüt Kar	mn TL	-0,2	49,6	8,8	67,3	81,7	93,9	108,8	116,1
Brüt Kar Marjı	%	-20,7%	38,7%	21,3%	34,1%	24,2%	18,8%	15,9%	13,9%

Satış Büyümesi

Miktarsal Büyüme	%		5934,5%	-80,5%	192,6%	35,0%	25,0%	20,0%	10,0%
Fiyat Değişimi	%		109,3%	64,5%	63,9%	26,7%	18,3%	14,2%	11,4%
Nominal Büyüme	%		12531,5%	-67,9%	379,6%	71,0%	47,8%	37,0%	22,6%

İNA Varsayımları

2022 yılında Amerikan Tarım Bakanlığı üretim verileri ve Rusya-Ukrayna savaşı ile tekstile olan talebin düşeceği beklentisi ile bir ara pamuk fiyatları önemli oranda düşüncüye Şirket kayda değer oranda pamuk stoklaması yaptığını ve sonrasında hızlı yükselen pamuk fiyatları ile 2023 yılında pamukta önemli bir kar marjı beklediğini ifade etmiştir.

Ülkede ithalat dahil 10 mn ton mısır ticareti ve Şirket'in geçmiş mısır satış kapasitesi düşünüldüğünde projeksiyondaki rakamlara ulaşmak makul olarak değerlendirilmiştir

Pamukta çırçırılama tesisi katma değer ürettiği için kar marjının daha yüksek olması beklenmektedir. Pamukta fire nedeniyle uzak bölgelere ürün satılamaması satış hacmini sınırlamakta

Mısır satışları ELÜS'e kaydırılmakta. ELÜS dışı mısır satışlarının 2022'deki miktarsal bazlı daralma sonrası baz etkisiyle 2023 önemli bir artış sergileyeceği; sonraki yıllarda ise beklenen reel ekonomik büyümenin altında büyüyeceği varsayılmıştır. Miktarsal büyüme işletme sermayesi gerektirdiği için vergi avantajı olmayan ELÜS dışı mısır satışlarının görece yavaş büyümesi beklenmektedir. ELÜS dışı mısır fiyatlarının 2023 yılında güçlü büyümesini sürdüreceği; sonrasında ise ÜFE+ TÜFE ortalamasında artacağı modellenmiştir. Vergisel avantaj nedeniyle ELÜS mısır miktarsal satışlarının projeksiyon boyunca artacağı varsayılmıştır. Kar marjının azalması nispetinde ELÜS mısır satışlarında 2024 ve sonrasında miktarsal büyümenin yüksek olacağı hedeflenirken miktarsal büyüme projeksiyon boyunca ivme kaybetmektedir. Mısırdaki kar marjı geriledikçe satış devir hızının artacağı ve sürümden kazanılacağı beklenmektedir. ELÜS ve ELÜS dışı fiyatların projeksiyon boyunca aynı olacağı beklenmektedir. Birim maliyetler belirlenirken 1 yıl önceki satış fiyatları dikkate alınmıştır. Zira stoklu satış nedeniyle önceki yılın satış fiyatlarından stoklama yapılmakta; toplu alım, fiyatların düştüğü hasat dönemi alıp depolarda yüksek fiyatları bekleme gücü ve çiftçinin finansmanı nedeniyle perakende fiyatın altında maliyet avantajı sağlanmaktadır. ELÜS ve ELÜS dışı mısır satışlarında yüksek brüt kar marjının 2023 yılında da devam edeceği; sonraki yıllarda ise brüt kar marjının her 2 segment için de azalacağı; 2027 yılında %15,6'da normalize olacağı varsayılmıştır. Mısır satışlarında kurutma etkisi ve TMO'nun daha az müdahaleci yapısı nedeniyle brüt kar marjının buğdaya göre daha fazla olması beklenmektedir. Şirket yönetimi pandemi, Rusya-Ukrayna savaşı, Çin'in emtia stoku yapması, küresel ısınma, artan nüfus ve AB ve Türkiye'de son dönemde artan kuraklığın etkisiyle yükselen kar marjları ve fiyat artışlarının gelecek 5 yılda azalarak normalize olacağını beklemektedir. Deprem bölgesinin Türkiye'nin gıda stokundaki önemi de fiyat artışlarını kısa vadeli tetikleyecektir. 2027 yılında ELÜS ve ELÜS dışı toplam mısır satış tonajının 2019 seviyesinin altında kalacağı varsayılmıştır. Pamuk ve yan ürünlerinin miktarsal bazda tüm kapasitenin kullanılacağı beklenmektedir. 2022'deki yüksek satışlar bu durumu doğrularken deprem nedeniyle çevre illerdeki çırçır tesislerinin zarar görmesine rağmen Şirket'in çırçır tesisinin ayakta kalması uzak bölgelere satılmayan pamuk için Şirket'i tek merkez kılmaktadır. Bu durum hem tonaj hem de kar marjı avantajı sağlayacaktır. 2023 yılında pamuk fiyatlarının yüksek seyredeceği; sonraki yıllarda ise ÜFE+TÜFE ortalamasında artacağı düşünülmüştür. 2023'ten sonra pamukta yüksek brüt kar marjının gerileyeceği ve 2027 yılında %19,2'de normalize olacağı beklenmektedir. Şirket'in pamukta 10 bin ton çırçırılama kapasitesi bulunmaktadır.

ELÜS Dışı Mısır	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satış	mn TL	292,0	197,1	76,5	144,1	191,7	238,0	282,6	327,6
ELÜS Dışı Satış	ton	242.797	78.443	13.463	15.225	15.986	16.786	17.457	18.155
Fiyat	TL/ton	1.203	2.513	5.681	9.465	11.991	14.180	16.190	18.042
Brüt Kar	mn TL	1,7	15,8	21,6	61,9	49,5	48,8	49,9	51,3
Brüt Kar Marjı	%	0,6%	8,0%	28,2%	42,9%	25,8%	20,5%	17,7%	15,6%

Satış Büyümesi

Miktarsal Büyüme	%		-67,7%	-82,8%	13,1%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%
Fiyat Değişimi	%		108,9%	126,1%	66,6%	26,7%	18,3%	14,2%	11,4%
Nominal Büyüme	%		-32,5%	-61,2%	88,4%	33,0%	24,2%	18,7%	15,9%

ELÜS Mısır	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satış	mn TL	4,1	62,8	180,2	331,3	566,6	837,5	1147,5	1406,6
ELÜS Satışı	ton	3.000	20.412	29.921	35.000	47.250	59.063	70.875	77.963
Fiyat	TL/ton	1.360	3.078	6.022	9.465	11.991	14.180	16.190	18.042
Brüt Kar	mn TL	0,1	18,7	100,3	142,3	146,2	171,8	202,8	220,1
Brüt Kar Marjı	%	3,3%	29,8%	55,7%	42,9%	25,8%	20,5%	17,7%	15,6%

Satış Büyümesi

Miktarsal Büyüme	%		580,5%	46,6%	17,0%	35,0%	25,0%	20,0%	10,0%
Fiyat Değişimi	%		126,3%	95,6%	57,2%	26,7%	18,3%	14,2%	11,4%
Nominal Büyüme	%		1440,0%	186,8%	83,9%	71,0%	47,8%	37,0%	22,6%

Pamuk ve Yan	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satış	mn TL	23,1	73,3	190,2	294,7	373,4	441,5	504,1	561,8
Pamuk Satışı	ton	4.421	6.937	10.327	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
Fiyat	TL/ton	5.234	10.565	18.417	29.471	37.336	44.151	50.410	56.177
Brüt Kar	mn TL	1,3	8,5	29,5	74,2	108,1	105,5	106,7	108,1
Brüt Kar Marjı	%	5,7%	11,6%	15,5%	25,2%	29,0%	23,9%	21,2%	19,2%

Satış Büyümesi

Miktarsal Büyüme	%		56,9%	48,9%	-3,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Fiyat Değişimi	%		101,8%	74,3%	60,0%	26,7%	18,3%	14,2%	11,4%
Nominal Büyüme	%		216,7%	159,5%	55,0%	26,7%	18,3%	14,2%	11,4%

INA Varsayımları

Meyve bahçesi yatırımı gelecekte önemli bir ihracat geliri yaratabilir.

Deprem nedeniyle zarar gören tesislerin Mayıs ayına kadar tamir edilmesi planlanırken bu evrede ilgili kısma düşen emtialar TMO'ya kiralanın depoda geçici olarak kalacaktır. İlgili yatırımın finansmanı için de sigortayı aşan kısım için ana ortak taahhüt vermiştir.

Devlet lisanslı depoculuk faaliyetini teşvik ederek tarımda kayıt dışılığın önüne geçmeye çalışmaktadır.

Şirket'in lisanslı deposu bölgede merkez konuma gelmiştir

İhracata yönelik meyve satışlarında güçlü büyüme fırsatı. Şirket tamamen ihracata yönelik şeftali, nektarin ve kayısı üretimi için 2022 yılında bahçe yatırımının geri dönüşlerini almaya başlamıştır. 2022 yılında 57 tonluk satış gerçekleşirken ziraat mühendisinden alınan bilgilere göre 2023-2025 döneminde 150 ve 250 tona ulaşılacağı ve 2026 yılında 300 ton ile normalize olacağı beklenmektedir. Ağaç yaşına göre verimlilik artışı olacağı ve yapılan yatırımla gelecek yıllarda aynı ağaçtan daha fazla meyve alınacağı için üretim arttıkça kar marjının artacağı vurgulanmıştır. Meyve fiyatlarının projeksiyonda ton bazında ÜFE+TÜFE ortalaması olarak artacağı modellenmiştir. 2023 yılında ise hem deprem hem de devam eden kuraklık nedeniyle fiyat artışının %60 olarak gerçekleşeceği modele entegre edilmiştir.

Lisanslı depoculuk. Şirket'in mevcut depolarında lisanslı olarak günlük 75 bin ton depolama yapılabilmektedir. 2022'de günlük depolama 33.944 ton olmuştur. Kaydileşmeyi sağlaması, daha sağlıklı ve kurumsal bir yapıda izlenmesi, Takasbank ve MKK yapılarının devrede olması ve vergi oranının sıfır olması gibi nedenlerden dolayı Şirket kendi satışlarını ELÜS'e kaydırmaktadır. Benzer durum sektörde diğer oyuncular için de geçerli olduğu için Şirket'in lisanslı depolarındaki 75 bin tonluk kapasitenin yakın bir zamanda dolması Yönetim tarafından hedeflenmektedir. Özellikle TMO lisanslı depoları önemli oranda kullanarak teşvik etmektedir. Bölgede 2 lisanslı depo bulunmasına karşın bunlardan bir tanesinin yakın zamanda depo lisansı iptal edilmiştir. Bölgeye en yakın diğer lisanslı depo ise TMO'nun Gaziantep lisanslı deposu olup ilgili depo depremde önemli oranda zarar görmüştür. Bu durum Şirket'in lisanslı deposunu ön plana çıkarmıştır. İlgili değişkenler sonrası 2022'de %45,3 olan lisanslı depo kapasite kullanım oranının her yıl pey der pey artacağı; 2027 yılında %75'lik kapasite kullanım oranında normalize olacağı ve böylece her yıl reel büyüme ile 2027 yılında günlük depolanan tonajın 55.932 tona çıkacağı bütçelenmiştir. Lisanslı depo fiyatı ticaret bakanlığınca belirlenmekte olup 2023 yılı için ilgili tebliğce fiyat belirlenmiştir. Sonraki yıllarda ise fiyatların ÜFE+TÜFE ortalamasında artacağı beklenmektedir. Lisanslı depoculukta depolama geliri ek olarak yükleme boşaltma geliri elde edilmektedir. Gün bazında tonajın artacak olması, lisanslı depolarda yeni müşterilere ulaşılacak olması ve gıda enflasyonunun gelecekte düşmesi ile uzun süreli depolama yerine satış sıklığının artacak olması yükleme boşaltma gelirlerini artıracaktır. Gün bazı tonaj büyümesindeki reel büyüme beklentisi yükleme boşaltma büyümesi için de aynen korunmuştur. İndirme-bindirme fiyatı da lisanslı depolama tebliğinde yayınlanmakta olup 2023 yılı için fiyat bugünden belirlenmiştir. Sonraki yıllar için ise fiyat ÜFE+TÜFE ortalaması ile artırılmıştır.

Meyve Satışları	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satış	mn TL			1,2	5,2	11,0	13,1	17,9	19,9
Meyve Satışı	ton			57	150	250	250	300	300
Fiyat	TL/ton			21.776	34.846	44.145	52.202	59.603	66.422
Brüt Kar	mn TL			1,0	4,7	10,2	12,1	16,8	18,7
Brüt Kar Marjı	%			83,1%	90,4%	92,0%	93,0%	94,0%	94,0%

Satış Büyümesi

Miktarsal Büyüme	%				162,4%	66,7%	0,0%	20,0%	0,0%
Fiyat Değişimi	%				60,0%	26,7%	18,3%	14,2%	11,4%
Nominal Büyüme	%				319,9%	111,1%	18,3%	37,0%	11,4%

Lisanslı Depoculuk	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Depolama Geliri	mn TL	1,7	4,0	6,1	16,2	22,6	29,4	36,1	43,2
Gün Bazında Tonaj	ton	15.814	36.949	33.944	40.000	44.000	48.400	52.030	55.932
Fiyat	TL/ton	0,30	0,30	0,49	1,11	1,41	1,66	1,90	2,12
Kapasite Kullanım	%	21,1%	49,3%	45,3%	53,3%	58,7%	64,5%	69,4%	74,6%

Satış Büyümesi

Miktarsal Büyüme	%		133,6%	-8,1%	17,8%	10,0%	10,0%	7,5%	7,5%
Fiyat Değişimi	%		0,0%	64,2%	125,4%	26,7%	18,3%	14,2%	11,4%
Nominal Büyüme	%		133,6%	50,8%	165,6%	39,4%	30,1%	22,7%	19,8%

Lisanslı Depoculuk	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Yükleme Gel.	mn TL	0,4	0,5	0,8	1,6	2,3	2,9	3,6	4,3
Tonaj	ton	31.750	37.805	42.114	45.000	49.500	54.450	58.534	62.924
Fiyat	TL/ton	14,00	14,00	18,50	36,00	45,61	53,94	61,58	68,63

Satış Büyümesi

Miktarsal Büyüme	%		19,1%	11,4%	6,9%	10,0%	10,0%	7,5%	7,5%
Fiyat Değişimi	%		0,0%	32,1%	94,6%	26,7%	18,3%	14,2%	11,4%
Nominal Büyüme	%		19,1%	47,2%	107,9%	39,4%	30,1%	22,7%	19,8%

İNA Varsayımları

Lisanslı depolamada genellikle son çeyrekte bakım faaliyetleri yürütülmektedir. Şirket bu alanda kendi bakım ekibini yetiştirmiş ve dışarıdan hizmet almamaktadır.

2021 ve öncesinde lisanslı depoculuk giderlerinde kısmen kira giderleri yer alırken grup şirketlerinin tek bir çatıda toplanması ile kira giderleri 2022 ve sonrası için ortadan kalkmıştır

Lisanslı depoculukta 2027 yılına kadar reel büyüme beklendiği için marjların projeksiyonda %88,2'ye kadar ulaşacağı hedeflenmektedir.

Lisanslı depo giderleri. Şirket TÜRİB sisteminde bir saklama kuruluşu olduğu için Reyhanlı ticaret borsasına harç ödemektedir. Borsa masrafları 2023 yılında %60 artırılırken sonraki yıllarda projeksiyonda ÜFE+TÜFE ortalaması kadar artırılmıştır. Lisanslı depolarda ürünün kalitesi ve böceklenme durumundan sorumlu depo kuruluş olduğu için ilaçlama giderleri oluşmaktadır. 2023 yılı gider artışı %60 olarak beklenirken sonraki yıllarda ÜFE+TÜFE ortalaması kadar ilaçlama giderleri artırılmıştır. Fire giderleri 2021 yılında daha yüksek seviyedeysen ticaret bakanlığı ürünlerdeki fire sorumluluğunu tebliğ değişikliği ile büyük oranda alıcıya aktardığı için 2022 yılı fire giderleri gerilemiştir. Sonraki yıllarda ise fire giderleri ÜFE+TÜFE ortalaması ve gün bazında tonaj reel büyümesinin bileşik etkisi ile artırılmıştır. Saklama kuruluşu depolardaki ürünler için sigortalama yaptırmak zorundadır. Lisanslı depo segmentinde sigorta giderleri 2023 yılı için %60 artırılırken sonraki yıllarda ÜFE+TÜFE ortalaması kadar ilaçlama giderleri yükseltilmiştir. Saklama kuruluşu deposuna aldığı ürünlerin hijyen ve standart koşulları için laboratuvar ve analiz harcaması yapmaktadır. Laboratuvar giderleri projeksiyonda ÜFE+TÜFE ortalaması ve yükleme indirme tonajı reel büyümesinin bileşik etkisi ile artırılmıştır. Bakım giderleri projeksiyonda ÜFE+TÜFE ortalaması kadar artırılmıştır. Lisanslı depoculukta 2020, 2021 ve 2022'de brüt kar marjı sırasıyla %14,1, %66,1 ve %76,4 olarak görülmektedir. Her geçen dönem lisanslı depoculukta kar marjını artıran birkaç faktör bulunmaktadır. Önceki yıllarda bakım maliyetleri taşere edildiği için daha yüksek seyrederken Şirket yıllara sarı kendi bakım ekibini kurmuş ve bakım maliyetlerini görece azaltmıştır. Ayrıca önceki yıllarda fire giderlerinde saklama kuruluşun sorumluluğunun yüksek olmasına karşın tebliğ değişikliği ile sorumluluk büyük oranda aktarıldığı için fire maliyetleri azalmıştır. Ayrıca lisanslı depoculukta gelirler enflasyona ek olarak reel büyüme ile artarken maliyetler büyük oranda sabittir. Reel büyüme gerçekleştikçe ölçek ekonomisi etkisi ile marjlar artmaktadır. Buna ek olarak depoculuk faaliyetinde Şirket uzmanlaştıkça optimizasyon artmakta ve bu durum marjları artırmaktadır.

Lisanslı Depo Gid.	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Toplam Gid.	mn TL	(1,9)	(1,6)	(1,6)	(2,7)	(3,4)	(4,2)	(4,9)	(5,6)
Borsa Masrafları	mn TL	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
İlaçlama Giderleri	mn TL	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,6)
Fire Giderleri	mn TL	0,0	(0,4)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Sigorta Giderleri	mn TL	(0,6)	(0,5)	(0,8)	(1,3)	(1,7)	(2,0)	(2,3)	(2,5)
Labaratuvar Gid.	mn TL	(0,2)	(0,3)	(0,4)	(0,7)	(1,0)	(1,3)	(1,6)	(1,9)
Bakım-Onarım Gid.	mn TL	(0,0)	(0,3)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,4)
Kira Giderleri	mn TL	(1,1)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Değişim	%		-17,0%	4,8%	62,9%	30,2%	21,7%	16,9%	14,2%
Borsa Masrafları	%		a.d.	128,5%	60,0%	26,7%	18,3%	14,2%	11,4%
İlaçlama Giderleri	%		1093,0%	113,1%	60,0%	26,7%	18,3%	14,2%	11,4%
Fire Giderleri	%		a.d.	-99,5%	88,6%	39,4%	30,1%	22,7%	19,8%
Sigorta Giderleri	%		-5,1%	54,7%	60,0%	26,7%	18,3%	14,2%	11,4%
Labaratuvar Gid.	%		68,9%	57,5%	71,0%	39,4%	30,1%	22,7%	19,8%
Bakım-Onarım Gid.	%		644,2%	-46,6%	60,0%	26,7%	18,3%	14,2%	11,4%
Kira Giderleri	%		-100,0%						

Lisanslı Depoculuk	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Toplam Gelir	mn TL	2,2	4,6	6,9	17,8	24,8	32,3	39,7	47,5
Brüt Kar	mn TL	0,3	3,0	5,3	15,2	21,4	28,1	34,8	41,9
Brüt Kar Marjı	%	14,1%	66,1%	76,4%	85,1%	86,1%	87,0%	87,6%	88,2%

Satış Büyümesi	%	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Nominal Büyüme	%		110,2%	50,4%	159,1%	39,4%	30,1%	22,7%	19,8%

İNA Varsayımları

Lojistik hizmeti bir nevi çiftçinin finansmanı gibi görüldüğü için kar marjı düşüktür. Çiftçiye yapılan finansman nedeniyle ürünlerin daha ucuza alınması temel hedeftir.

Geçmiş yıllarda gerçekleşen Ayçiçek satışlarının olma olasılığının düşük olduğu ve demir satışlarının avantaj görüldüğü takdirde tekrarlanabileceği beklenmektedir.

Esas faaliyetlerden diğer gelirler. ELÜS dışı satışlarda Şirket çiftçiden malın tedariki ve müşteriye tesliminde taşıyonları kullanabildiği gibi kendi filosunu da kullanabilmekte ve bu hizmet karşılığında esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderlerde lojistik gelirleri ve nakliye giderleri oluşmaktadır. Aynı şekilde esas faaliyetlerden diğer gelirlerde yer alan teşvik gelirleri SGK teşviklerinden oluşmaktadır. Lojistik gelirleri ve nakliye giderlerine yönelik Yönetim bir tahminleme yapmadığı için Şirket'in EBITDA hesaplamasında ilgili kalemler dikkate alınmamıştır. Teşvik gelirleri ise ana faaliyetin bir parçası olması sebebiyle esas faaliyetlerden diğer gelirlerde sınıflanmasına karşın EBITDA hesanında dikkate alınmıştır. Projeksiyon döneminde ilgili kalemin net geliri 0,3-0,5 mn TL bandındadır. Sonuç olarak 2019 yılında toplam emtia satış miktarı 483 bin ton seviyesinde iken yüksek kar marjı ve fiyat optimizasyonu politikası ile her geçen dönem toplam tonaj gerilemiş ve 2021'de ve 2022'de 203 bin ton ve 88 bin ton olarak kaydedilmiştir. 2023 yılında 2022'deki dramatik gerilemenin baz etkisiyle reel büyüme beklenirken 2024 ve sonrasında ise yıllara sari marjların düşeceği beklentisiyle satış miktarlarında sürümden kazanma politikası ile reel büyümeler bütçelenmiştir. Bununla birlikte 2027 yılında toplam satış tonajının yaklaşık 174 bin ton ile 2019 seviyesinin oldukça altında kalacağı, muhafazakar bir yaklaşımla benimsenmiştir. Projeksiyonda toplam gelirin %98-99 banında emtia ticaretinden kaynaklanacağı ve kalan kısmın ise lisanslı depoculukla ile oluşacağı modellenmiştir.

Pazarlama giderleri. 1 kalem dışında tüm pazarlama giderlerinin sabit gider olması sebebiyle TÜFE kadar artacağı modelde dikkate alınmıştır. 2023 yılında vergi resim harç giderlerinde halka arz nedeniyle yukarı yönlü bir düzeltme yapılmış ve sonraki yıllarda ilgili kalem de TÜFE kadar artırılmıştır.

Esas Faal. Diğ. Gel-Gid.	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Gelir	mn TL	1,6	2,4	0,6	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5
Teşvik Gel.	mn TL	0,5	0,6	0,6	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5

Özet Tablo	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satış	mn TL	403,4	621,2	667,9	1.187,8	1.767,4	2.387,1	3.062,2	3.649,7
Miktarsal Tonaj	ton	283.687	203.469	88.273	100.375	121.486	141.898	162.064	174.817
Net Emtia Geliri	mn TL	362	582	660	1.170	1.743	2.355	3.023	3.602
Lisanslı Depo-Diğer	mn TL	41,4	39,0	7,6	17,8	24,8	32,3	39,7	47,5

Satış Büyümesi

Miktarsal Büyüme	%	-28,3%	-56,6%	13,7%	21,0%	16,8%	14,2%	7,9%
Net Satış Büyümesi	%	54,0%	7,5%	77,9%	48,8%	35,1%	28,3%	19,2%
Emtia/Toplam Gel.	%	93,7%	98,9%	98,5%	98,6%	98,6%	98,7%	98,7%
Lisanslı Depo-Diğer/Toplam	%	6,3%	1,1%	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%	1,3%

Pazarlama Giderleri	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Toplam	mn TL	(1,9)	(5,8)	(13,4)	(20,9)	(26,2)	(30,7)	(34,9)	(38,7)
Sigorta Gid.	mn TL	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,6)	(0,8)	(0,9)	(1,1)	(1,2)
Seyahat ve Taşıtlı Gid.	mn TL	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Gümrük ve Depo. Gid.	mn TL	(0,0)	(2,0)	(7,2)	(10,4)	(13,0)	(15,3)	(17,3)	(19,2)
Temsil ve İkram Gid.	mn TL	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,5)	(0,6)	(0,7)	(0,8)	(0,9)
Lojistik ve Kargo Gid.	mn TL	(1,1)	(1,5)	(1,6)	(2,2)	(2,8)	(3,3)	(3,7)	(4,2)
Kira Gid.	mn TL	(0,1)	(0,9)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Matbaa, Reklam Gid.	mn TL	(0,1)	(0,2)	(0,6)	(0,9)	(1,1)	(1,3)	(1,4)	(1,6)
Yakıt Gid.	mn TL	(0,1)	(0,1)	(3,1)	(4,5)	(5,6)	(6,6)	(7,5)	(8,3)
Vergi, Resim Gid.	mn TL	(0,1)	(0,6)	(0,1)	(1,8)	(2,2)	(2,6)	(2,9)	(3,2)
Diğer Gid.	mn TL	(0,1)	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)

Satış Payı	%	-0,5%	-0,9%	-2,0%	-1,8%	-1,5%	-1,3%	-1,1%	-1,1%
Sigorta Gid.	%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Seyahat ve Taşıtlı Gid.	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gümrük ve Depo. Gid.	%	0,0%	-0,3%	-1,1%	-0,9%	-0,7%	-0,6%	-0,6%	-0,5%
Temsil ve İkram Gid.	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Lojistik ve Kargo Gid.	%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Kira Gid.	%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Matbaa, Reklam Gid.	%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	0,0%
Yakıt Gid.	%	0,0%	0,0%	-0,5%	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,2%	-0,2%
Vergi, Resim Gid.	%	0,0%	-0,1%	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Diğer Gid.	%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

İNA Varsayımları

2022 sonunda %29,2 olarak gerçekleşen EBITDA marjının 2027'de %14,5'e kadar gerileyeceği varsayılmıştır.

EBITDA gelişimi. Genel yönetim giderleri projeksiyonda amortisman ve danışmanlık giderleri haricinde beklenen TÜFE kadar artırılmıştır. Önemli bir kısmını halka arz giderlerinin oluşturduğu danışmanlık giderlerinde 2023 yılında baz etkisi ile normalizasyon beklenirken sonraki yıllarda beklenen enflasyon kadar ilgili gider artırılmıştır. Amortisman giderleri ise yatırım stratejisine göre tahminlenmiştir. Şirket uzun vadeli yatırımlarını tamamladığı için projeksiyonda yatırımlar geçmiş veriler ve beklenen ÜFE + TÜFE ortalamasına göre tahmin edilmiştir. Sonuç olarak EBITDA'nın 2023'te güçlü büyüme trendini koruyacağı; sonraki yıllarda ise beklenen enflasyonun altında büyüyeceği varsayılmıştır. 2020-2022 arasında EBITDA'da yıllık bileşik büyüme %1151,1 olmasına karşın 2022-2027 arasında EBITDA'da yıllık büyümesi %22,1 olarak tahmin edilmiştir.

Genel Yönetim Gid.	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Toplam	mn TL	(6,6)	(12,2)	(21,1)	(30,9)	(38,3)	(45,0)	(51,2)	(57,1)
Personel Gid.	mn TL	(2,1)	(4,1)	(7,7)	(11,0)	(13,8)	(16,1)	(18,3)	(20,3)
Mahkeme Gid.	mn TL	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,5)
Seyahat ve Taşıtlı Gid.	mn TL	(0,1)	(0,4)	(0,5)	(0,7)	(0,9)	(1,1)	(1,2)	(1,4)
Danışmanlık Gid.	mn TL	(0,4)	(0,5)	(1,4)	(1,4)	(1,8)	(2,1)	(2,4)	(2,7)
Nakliye ve Kargo Gid.	mn TL	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)
Kira Gid.	mn TL	(0,1)	(0,2)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Temsil ve Ağır. Gid.	mn TL	(0,9)	(1,1)	(2,3)	(3,3)	(4,1)	(4,9)	(5,5)	(6,1)
Dışardan Sağ. Fay.	mn TL	(0,6)	(0,4)	(0,8)	(1,1)	(1,4)	(1,6)	(1,8)	(2,0)
Sigorta Gid.	mn TL	(0,1)	(0,9)	(0,4)	(0,5)	(0,7)	(0,8)	(0,9)	(1,0)
Oda-Aidat Gid.	mn TL	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,4)
Haberleşme Gid.	mn TL	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,4)
Vergi Resim Gid.	mn TL	(0,2)	(0,9)	(0,3)	(1,8)	(2,2)	(2,6)	(2,9)	(3,3)
Kıdem Tazminatı Gid.	mn TL	(0,2)	(0,1)	(0,3)	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,7)
Bakım Gid.	mn TL	(0,4)	(2,2)	(2,3)	(3,2)	(4,1)	(4,8)	(5,4)	(6,0)
Amortisman	mn TL	(0,9)	(0,8)	(3,7)	(4,3)	(5,0)	(5,8)	(6,7)	(7,7)
YK Huzur Hakkı	mn TL	0,0	0,0	(0,2)	(1,3)	(1,6)	(1,9)	(2,2)	(2,4)
Diğer	mn TL	(0,3)	(0,4)	(0,8)	(1,1)	(1,4)	(1,6)	(1,8)	(2,0)
Değişim	%		84,0%	72,6%	46,4%	24,1%	17,2%	13,8%	11,5%
Personel Gid.	%		97,5%	87,0%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Mahkeme Gid.	%		-49,3%	186,0%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Seyahat ve Taşıtlı Gid.	%		514,8%	29,4%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Danışmanlık Gid.	%		19,6%	185,9%	4,0%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Nakliye ve Kargo Gid.	%		-75,2%	126,4%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Kira Gid.	%		24,1%	-100,0%					
Temsil ve Ağır. Gid.	%		20,2%	114,5%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Dışardan Sağ. Fay.	%		-31,5%	70,7%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Sigorta Gid.	%		1558,1%	-56,9%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Oda-Aidat Gid.	%		1072,6%	2,1%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Haberleşme Gid.	%		203,1%	63,9%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Vergi Resim Gid.	%		285,0%	-65,4%	463,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Kıdem Tazminatı Gid.	%		-73,6%	438,8%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Bakım Gid.	%		404,7%	1,9%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Amortisman	%		-8,6%	366,4%	14,6%	16,0%	16,2%	15,8%	15,2%
YK Huzur Hakkı	%				472,8%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%
Diğer	%		9,5%	100,7%	43,2%	25,4%	17,4%	13,5%	10,9%

Yatırım	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Toplam Yatırım	mn TL	4,2	6,6	16,4	13,7	17,1	20,1	22,9	25,4
Kapasite Yatırımı	mn TL	-	-	-	-	-	-	-	-
Bakım Yatırımı	mn TL	4,2	6,6	16,4	13,7	17,1	20,1	22,9	25,4
Yatırım/Satış	%	1,0%	1,1%	2,5%	1,2%	1,0%	0,8%	0,7%	0,7%

Gelir Tablosu	Birim	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2020-2022	2022-2027
Net Satış	mn TL	403	621	668	1.188	1.767	2.387	3.062	3.650	28,7%	40,4%
Değişim	%		54,0%	7,5%	77,9%	48,8%	35,1%	28,3%	19,2%		
SMM	mn TL	(396)	(526)	(442)	(755)	(1.287)	(1.866)	(2.481)	(3.031)	5,7%	47,0%
Brüt Kar	mn TL	7,3	95,4	225,5	432,9	480,6	521,5	581,5	618,3	454,9%	22,4%
Brüt Marj	%	1,8%	15,4%	33,8%	36,4%	27,2%	21,8%	19,0%	16,9%		
Faaliyet Giderleri	mn TL	(8,5)	(18,0)	(34,5)	(51,8)	(64,5)	(75,7)	(86,0)	(95,7)	101,0%	22,6%
Faaliyet Gid./Satış	%	-2,1%	-2,9%	-5,2%	-4,4%	-3,6%	-3,2%	-2,8%	-2,6%		
Amortisman	mn TL	(0,9)	(0,8)	(3,7)	(4,3)	(5,0)	(5,8)	(6,7)	(7,7)		
EBITDA	mn TL	1,2	80,6	195,3	385,7	421,4	452,0	502,6	530,8	1151,1%	22,1%
EBITDA Marjı	%	0,3%	13,0%	29,2%	32,5%	23,8%	18,9%	16,4%	14,5%		
Değişim	%		6357,3%	142,4%	97,5%	9,3%	7,3%	11,2%			

Piyasa Çarpanları

Uluslararası Çarpanlar

**Yurt dışı benzer şirket çarpanları
2.032 mn TL piyasa değerine işaret
etmekte**

19 uluslararası firma örnekleme kullanılmıştır. Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanlarına yer verilmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 14 Mart 2023 tarihlidir. Aşağıdaki tablolarda yurtdışı şirketlere yönelik finansal veriler, çarpan değerleri ve faaliyet alanlarına yönelik özet bilgiler yer almaktadır. Yurtdışı benzer şirketlerin farklı fiyatlama dinamiklerine sahip olması nedeniyle yurtiçi şirket çarpanlarından farklı olarak muhafazakar tarafta kalmak adına yurtdışı şirketlerin EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. 30x ve 5x eşik değerleri uç değerlerin elimine edilmesi amacıyla seçilmiştir. Değerleme yapılırken EV/EBITDA 2022/12 ile F/K 2022/12 çarpanına ise %50'şer ağırlık verilmiştir.

Yurtdışı Piyasa Çarpanları Analizinde Kullanılan Örnekleme Şirketler

Şirket	Ülke	Açıklama
Bunge	Amerika	Şirket, ticari müşteriler için hayvan yemi için protein unu ve yemeklik yağ ürünleri yapmak için yağlı tohumlar ve tahıllar alır, satar, depolar, nakleder ve işler.
Archer-Daniels	Amerika	Şirket, yağlı tohumlar, mısır, mısır, yulaf, arpa, yer fıstığı ve buğdayı alım satımı ve işlenmesi ile iştigal etmektedir.
Zhongnongfa	Çin	Şirket, tarım ürünleri, yağ, yonga ve lifleri, şeker, tahıl ve diğer ticari ürünlerin ticaretini yapmaktadır.
Baywa	Almanya	Şirket tarım ürün ve ekipmanları ticaretini yapmaktadır.
Andersons	Amerika	Andersons, Inc. tahıl ürünleri ticaretini yapmaktadır.
Kemel Holding	Ukrayna	Kemel Holding SA, Ukrayna'da faaliyet gösteren çeşitlendirilmiş bir tarım şirkettir. Şirket, kendisine ait liman aktarma tesisleri aracılığıyla uluslararası pazarlarda tarımsal emtia üretir, tedarik eder, nakleder, depolar, işler ve ticaretini yapar.
Feed One	Japonya	Şirket, kama yem, gübre, yağ, gıda ve tarım, besicilik ve su ürünleri imalatı, üretimi, işlenmesi, satışı, ithalatı ve ihracatını yapmaktadır.
Wynnstay	İngiltere	Wynnstay Group PLC, Galler'de ve Shropshire ve Cheshire'nin Sınır Bölgelerinde faaliyet gösteren bir tarımsal tedarik işletmesidir.
Agricola	Şili	Şirket, tohum, hayvan besleme, zirai ilaçlar, haşere kontrolü, çim ve bahçe ve evcil hayvan bakımı kategorilerinde faaliyet göstermektedir.
Tres Tentos	Brezilya	Şirket, tohum, tahıl, fasulye, soya fasulyesi, mısır, buğday, yulaf, gübre ve zirai ilaç üretir, işler ve pazarlar.
Yuasa Funashoku	Japonya	Şirket, genel gıda, besi hayvanı, pirinç, buğday unu ve ekmek pişirme işlemlerini yapan bir gıda toptancısıdır.
Amir Marketing	İsrail	Amir Marketing & Investments in Agriculture Ltd, tarım ürünleri tedarik etmekte ve dağıtmaktadır.
Apetit Oyj	Fintlandiya	Apetit Oyj gıda sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket, dondurulmuş gıdalar, reçeller, tatlandırıcılar ve balık ürünleri geliştirir, üretir, pazarlar ve satar. Apetit ayrıca hayvan yemi üretir ve tahıl ve tohum ticaretinde de bulunmaktadır.
Sakuma Exports	Hindistan	Şirket, yer fıstığı, soğan, buğday unu, susam, nohut ve pirinç gibi çeşitli ürünlerin ithalat ve ihracatını yapmaktadır.
Gansu Dunhuang	Çin	Şirket tohum, sebze, çiçek ve diğer ürünlerin satışını yapmaktadır.
Kitoku shinryo	Japonya	Şirket, süpermarket ve restoranlara pirinç satmaktadır. Şirket ayrıca yumurta ve işlenmiş gıda satışı da yapmaktadır.
China Dili	Çin	China Dili Group, bir tarım ürünleri pazarlama şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket sebze, meyve, deniz ürünleri, dondurulmuş gıdalar, tahıllar, yağlar ve diğer ürünlerin toptan satışını yapmaktadır.
Cian Agro	Hindistan	Şirket, yemeklik yağlar sağlar ve pirinç, şeker, bilyo-gübreler, baharatların ticaretini yapmaktadır.

Uluslararası Benzer Şirketler Piyasa Çarpımları				14 Mart	Son 12 Ay				Net Saly Artışı		EBITDA Artışı	EBITDA Marjı	Son 12 Ay	Carı	
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon)	EV/EBITDA	EV/Sabgir	F/K	PD/DD	EV/EBITDA	2019 - 2022/203 YBBO (%)	2019 - 2022/203 YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak	
Asya-Pasifik Gelişim-Gelişmekte Olan Ülkeler	Zhongnong Seed Industry A	800313 CH Equity	Çin	1.835	M.D	2.2	99.7	7.2	M.D	7.7%	M.D	M.D	M.D	(0.1)	
	Feed One Co Ltd	2000 JP Equity	Japonya	198	12.7	0.2	28.3	0.6	M.D	4.7%	2.9%	1.5%	6.1	0.8	
	Yusasa Fumetsoku Co Ltd	8006 JP Equity	Japonya	102	M.D	M.D	11.5	0.4	M.D	0.4%	7.8%	1.4%	M.D	M.D	
	Sakuma Exports Ltd	SAEL IN Equity	Hindistan	35	10.8	0.1	12.3	0.8	M.D	8.4%	7.9%	1.2%	2.3	0.2	
	Gansu Dunhuang Seed Group A	800354 CH Equity	Çin	580	M.D	3.4	M.D	6.8	M.D	10.5%	M.D	M.D	M.D	(0.1)	
	Kotoku Sheryo Co Ltd	2700 JP Equity	Japonya	50	8.0	0.1	6.1	0.6	M.D	3.7%	3.3%	1.7%	4.0	0.8	
	China Bih Group	1387 HK Equity	Çin	748	18.8	6.1	M.D	0.4	M.D	16.1%	15.5%	M.D	1.7	0.1	
	Can Agro Industries & Infra	CANAGRO IN Equity	Hindistan	14	12.0	1.1	184.1	1.4	M.D	M.D	M.D	10.6%	3.8	1.1	
	Ortalama			425	12.4	1.2	14.0	0.7	M.D	8.3%	1.2%	1.3%	3.8	0.4	
	Medyan			149	12.0	0.6	11.9	0.6	M.D	7.7%	2.9%	1.5%	3.8	0.2	
Minimum			14	8.0	0.1	6.1	0.4	M.D	3.7%	7.9%	1.2%	1.7	(0.1)		
Maksimum			1.835	18.8	6.1	184.1	7.2	M.D	16.1%	15.5%	10.6%	6.1	1.1		
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon)	EV/EBITDA	EV/Sabgir	F/K	PD/DD	EV/EBITDA	2019 - 2022/203 YBBO (%)	2019 - 2022/203 YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak	
Avrupa Gelişim-Gelişmekte Olan Ülkeler	Baywa-Bayerische Warenemal	BYW6 GR Equity	Almanya	1.540	M.D	M.D	8.1	M.D	10.9	8.3%	M.D	M.D	M.D	M.D	
	Kernel Holding Sa	KER PW Equity	Ukrayna	351	3.0	0.3	M.D	0.2	3.3	11.7%	29.2%	9.9%	15.4	0.5	
	Wynnasy Group Plc	WYN LN Equity	İngiltere	136	4.5	0.2	6.1	0.9	5.8	15.5%	11.0%	M.D	(0.5)	(0.1)	
	Apetit Oyj	APEIT FH Equity	Fineandya	65	5.5	0.3	25.4	0.8	5.5	9.5%	M.D	M.D	(1.4)	(0.1)	
	Ortalama			526	5.5	0.3	13.2	0.8	7.4	8.0%	20.1%	9.9%	4.5	0.1	
	Medyan			243	5.3	0.3	6.1	0.8	5.8	9.6%	20.1%	9.9%	(0.5)	(0.1)	
Minimum			65	3.0	0.2	6.1	0.2	3.3	9.5%	11.0%	9.9%	(1.4)	(0.1)		
Maksimum			1.540	5.5	0.3	25.4	0.9	10.9	15.5%	29.2%	9.9%	15.4	0.5		
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon)	EV/EBITDA	EV/Sabgir	F/K	PD/DD	EV/EBITDA	2019 - 2022/203 YBBO (%)	2019 - 2022/203 YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak	
Diğer Gelişim-Gelişmekte Olan Ülkeler	Bunge Ltd	BGUS Equity	Amerika	15.004	6.8	0.3	7.4	1.8	8.5	19.1%	17.7%	4.3%	1.8	0.4	
	Archer Daniels-Midland Co	ADM US Equity	Amerika	42.018	11.5	0.6	9.8	1.7	8.7	17.0%	9.7%	5.2%	1.8	0.4	
	Graincoop Ltd A	GNC AU Equity	Avustralya	1.082	3.5	0.3	4.4	1.1	8.2	22.9%	16.4%	M.D	1.1	0.5	
	Andersons Inc/The	ANDE US Equity	Amerika	1.319	6.2	0.1	10.5	1.1	8.9	30.8%	43.3%	2.1%	2.3	0.8	
	Agnicola Nacional S.A.	ANASAC CH Equity	Şili	62	3.9	0.5	3.0	0.4	M.D	12.6%	15.0%	13.4%	2.4	0.8	
	Terra Santos Agromodul S	TSEN3 BZ Equity	Brezilya	1.189	7.5	0.7	11.0	2.2	5.9	46.8%	M.D	9.4%	0.4	0.1	
	Amr Marketing Fund Invest	AMRK IT Equity	Brazil	73	7.8	0.4	9.2	0.7	M.D	6.0%	5.5%	5.4%	1.5	0.3	
	Ortalama			8.876	8.0	0.4	9.8	1.3	7.2	22.2%	16.1%	6.6%	1.8	0.4	
	Medyan			1.189	7.5	0.4	9.8	1.1	6.9	19.1%	15.7%	5.3%	1.8	0.4	
	Minimum			62	3.5	0.1	3.0	0.4	5.9	6.0%	5.5%	2.1%	0.4	0.1	
Maksimum			42.018	11.5	0.7	11.0	2.2	8.7	46.8%	43.3%	13.4%	2.4	0.8		
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon)	EV/EBITDA	EV/Sabgir	F/K	PD/DD	EV/EBITDA	Son 12 Ay YBBO (%)	Son 12 Ay YBBO (%)	Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak	
Global	Ortalama			3.465	9.7	0.7	12.0	0.8	7.3	12.4%	11.0%	5.5%	2.8	33%	
	Medyan			351	8.0	0.3	10.5	0.8	6.7	11.1%	11.0%	4.7%	1.8	38%	
	Minimum			14	3.0	0.1	3.0	0.2	3.3	6.5%	7.9%	1.2%	1.4	-13%	
	Maksimum			42.018	18.8	6.1	184.1	7.2	10.9	46.8%	43.3%	13.4%	15.4	108%	
	Genel Ort			2.032	8.0	0.2	10.5	2.0	6.7	28.7%	20.2%	26.2%	0.8	0.1	

Kaynak: Bloomberg

Piyasa Çarpanları

BİST Gıda Endeksi şirketlerinin çarpanları 2.264 mn TL piyasa değerine ulaşmıştır

BİST Ticaret Endeksi şirketlerinin çarpanları ile 1.939 mn TL piyasa değerine ulaşmıştır

BİST Sınai Endeksi şirketleri çarpanları ile 2.233 mn TL piyasa değerine ulaşmıştır

BİST Gıda & BIST Ticaret & BIST Sınai Endeksi

BIST Gıda & BIST Ticaret & BIST Sınai. Grainturk'ün ana faaliyet alanı buğday, mısır ve pamuk gibi tarımsal emtiaların alım satımı, pamuk çirçirleme lisanslı depoculuk faaliyetlerinden meydana gelmektedir. İfade edilen faaliyet alanlarına ek olarak Şirket 2022 yılından itibaren meyve üretim ve satışından da gelir elde etmeye başlamıştır. İlerleyen dönemlerde meyve üretiminden elde edilecek gelirin zamanla artması beklenmektedir. Bununla birlikte Şirket ile birebir aynı alanda faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul'da işlem gören herhangi bir şirket bulunmamaktadır. Bu nedenle faaliyet alanının hem gıda sektörüne hem de ticaret endeksinde hitap etmesi nedeniyle çarpanlardan değer tespit edilirken BIST Gıda ve BIST Ticaret endeksi çarpanlarına değerlemede yer verilmiştir. Ek olarak Şirket'in meyve üretim faaliyetinde bulunmaya başlaması ve pamuk çirçirleme faaliyetleri nedeniyle BIST Sınai endeksi de değerlemede göz önünde bulundurulmuştur.

En yüksek ağırlık BIST Gıda ve Ticaret Endeksi Çarpanlarına. BIST Gıda ve Ticaret Endeksi şirketlerinin EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. 30x ve 5x eşik değerleri uç değerlerin elimine edilmesi amacıyla seçilmiştir. Şirket'in ana faaliyet alanının gıda sektörünün büyüme dinamikleri ile birebir korele olması ve emtia ticareti yapması nedeniyle BIST Gıda ve BIST Ticaret endeksi çarpanlarına sırası ile %25 ve %15 ağırlık verilirken yurtdışı benzer şirket çarpanları ile sinai endeksi çarpanlarına %5'er ağırlık verilmiştir.

BIST Gıda Şirketleri							Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	2022/12	2022/12	2022/12
BIST Kodu	Şirket Adı	PD (mn TL)	FD/ FAVÖK 2022/12	FD/ Satışlar 2022/12	F/K 2022/12	PD/DD 2022/12	2020 - 2022/12 YBBO (%)	2020 - 2022/12 YBBO (%)	FAVÖK Marjı	Net Borç/FAVÖK	Net Borç/Özkaynak
ORCAY	Orçay Ortaköy Çay Sanayi	572	9,6	2,2	11,8	2,7	636,9%	2117,1%	22,7%	2,63	1,03
ULUUN	Ulusoy Un Sanayi	5.446	5,1	0,3	7,6	1,9	470,3%	942,8%	5,8%	0,56	0,24
TUKAS	Tukaş	8.721	6,7	2,4	6,3	4,1	490,6%	694,8%	36,1%	0,66	0,45
AVOD	A.V.O.D Gıda Ve Tarım	748	8,8	1,4	6,6	1,7	296,5%	522,7%	15,8%	0,80	0,17
KNFRT	Konfrut Gıda	2.082	10,1	1,2	16,2	6,0	794,3%	651,0%	11,5%	1,81	1,30
KTSKR	Kütahya Şeker Fabrikası	2.484	10,6	4,2	5,3	1,7	246,4%	559,8%	39,4%	(0,73)	(0,11)
BANVT	Banvit	7.982	31,6	0,9	(18,0)	3,7	298,9%	250,1%	2,7%	4,69	0,65
PENG D	Penguen Gıda	1.075	10,4	1,6	13,4	0,7	310,3%	378,7%	15,7%	2,40	0,22
FRIGO	Frigo Pak Gıda	889	6,4	2,1	11,9	2,9	386,7%	454,8%	32,5%	(0,18)	(0,08)
KERV T	Kerevitaş Gıda	8.156	5,0	0,8	6,2	2,4	403,6%	408,1%	15,5%	0,70	0,40
PNSUT	Pınar Süt	2.852	10,8	0,7	7,5	0,7	287,5%	371,4%	6,7%	3,49	0,34
AEFES	Anadolu Efes	37.007	3,0	0,6	10,8	1,4	338,4%	345,6%	18,1%	0,79	0,51
CCOLA	Coca Cola İçecek	53.036	5,8	1,1	12,2	2,6	372,0%	325,9%	19,0%	0,60	0,30
ELITE	Elite Naturel Organik Gıda	1.690	8,6	3,0	13,3	4,2	282,7%	287,4%	34,3%	0,17	0,08
SELVA	Selva Gıda Sanayi	804	11,2	1,6	10,1	1,7	262,5%	267,2%	13,9%	1,88	0,35
KRVGD	Kervan Gıda	5.544	10,9	1,4	13,6	3,6	478,3%	276,6%	12,9%	2,02	0,81
ULKER	Ülker Bisküvi	12.326	4,9	0,9	(34,9)	2,2	290,2%	284,4%	19,4%	2,61	2,51
TATGD	Tat Gıda	3.468	13,6	2,0	11,7	3,1	347,0%	288,1%	15,0%	5,31	2,01
PETUN	Pınar Et Ve Un	2.719	13,0	1,5	8,4	0,9	252,0%	252,2%	11,2%	1,55	0,12
TETMT	Tetamat Gıda Yatırımları	268	(43,6)	11,0	(28,8)	145,1	590,0%	237,9%	-25,2%	(1,39)	4,77
KRSTL	Kristal Kola	2.150	61,2	2,9	42,0	5,5	386,6%	532,3%	4,7%	(0,51)	(0,05)
OYLUM	Oylum Sınai Yatırımlar	314	15,1	1,2	11,6	1,3	381,7%	297,3%	8,2%	1,32	0,12
DARDL	Dardanel	2.403	16,1	1,2	32,0	1,2	304,4%	206,0%	7,2%	4,56	0,49
PINSU	Pınar Su	878	20,5	2,0	(16,2)	2,4	263,6%	164,8%	9,6%	4,59	0,70
FADE	Fade Gıda	989	35,5	7,3	5,6	2,3	212,0%	136,8%	20,7%	(0,52)	(0,03)
VANGD	Vanet Gıda	162	(516,1)	6,5	4,2	1,8	286,3%	43,9%	-1,3%	9,79	(0,03)
ERSU	Ersu Gıda	221	289,2	3,2	(419,1)	3,3	397,5%	29,1%	1,1%	(2,06)	(0,02)
SELGD	Selçuk Gıda	140	(123,0)	3,6	8,8	1,7	166,8%	-100,8%	-2,9%	0,96	(0,01)
Ortalama		5.897	10,7	1,7	10,0	2,3	365,5%	400,2%	13,2%	1,7	0,6
Medyan		2.116	10,5	1,5	10,5	2,2	324,4%	292,7%	13,4%	1,1	0,3
Minimum		140	(516,1)	0,3	(419,1)	0,7	166,8%	-100,8%	-25,2%	-2,1	-0,1
Maksimum		53.036	289,2	11,0	42,0	145,1	794,3%	2117,1%	39,4%	9,8	4,8
Grainturk		2.264	10,5	3,6	10,5	2,3	28,7%	4042,8%	29,2%	0,6	0,1

BIST TOP.TİCARET Endeksi Şirketleri						Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	2022/12	2022/12	2022/12	
BIST Kodu	Şirket Adı	PD (mn TL)	FD/ FAVÖK 2022/12	FD/ Satışlar 2022/12	F/K 2022/12	PD/DD 2022/12	2020 - 2022/12 YBBO (%)	2020 - 2022/12 YBBO (%)	FAVÖK Marjı	Net Borç/FAVÖK	Net Borç/Özkaynak
ARZUM	Arzum Ev Aletleri	680	5,8	0,7	16,7	3,4	153,2%	174,2%	11,1%	1,87	1,58
BIMAS	Bim Mağazalar	83.672	7,7	0,6	10,3	3,3	166,2%	134,2%	8,0%	0,65	0,31
BİZİM	Bizim Mağazaları	1.842	1,9	0,1	6,6	3,8	161,8%	212,9%	5,6%	(0,41)	(0,66)
CRFSA	Carrefoursa	6.817	5,5	0,4	(36,5)	(8,7)	142,6%	119,9%	7,7%	0,87	(1,65)
DOAS	Doğuş Otomotiv	28.490	3,3	0,5	3,6	2,4	147,5%	382,4%	16,8%	(0,36)	(0,24)
KIMMR	Ersan Alışveriş Hizmetleri	1.704	9,5	0,7	32,3	2,6	150,4%	132,5%	7,1%	(0,14)	(0,04)
GENİL	Gen İlaç	14.484	18,6	2,6	13,4	5,2	153,3%	210,1%	13,8%	(0,66)	(0,18)
GMTAS	Gimat Mağazacılık	1.567	14,7	2,1	8,3	1,7	239,2%	547,3%	14,3%	(0,26)	(0,03)
İNTEM	Intema	1.583	8,8	2,9	12,1	8,8	253,4%	1044,2%	32,5%	0,04	0,04
MAVİ	Mavi Glyim	10.726	3,9	0,9	7,5	4,1	341,0%	544,9%	23,4%	(0,45)	(0,43)
MEPET	Metro Petrol ve Tesisleri	365	4,3	0,2	14,2	0,6	361,3%	314,7%	5,7%	0,80	0,15
MGROS	Migros Ticaret	29.403	4,8	0,4	11,4	7,3	158,8%	168,3%	8,0%	(0,10)	(0,15)
MİPAZ	Milpa	2.099	(1.749,8)	226,6	2,1	1,6	8623,3%	-57,7%	-13,0%	431,16	(0,31)
PSDTC	Pergamon Dış Ticaret	261	6,8	3,9	7,9	4,3	172,1%	215,6%	56,8%	(9,42)	(2,49)
SANKO	Sanko Pazarlama	2.940	93,2	0,8	15,9	3,2	266,8%	564,9%	0,8%	(10,27)	(0,32)
SELEC	Selçuk Ecza Deposu	22.667	7,3	0,5	9,5	3,6	112,6%	323,4%	6,8%	(0,20)	(0,10)
SOKM	Şok Marketler Ticaret	17.383	4,4	0,4	7,3	6,1	177,7%	127,3%	8,0%	0,72	1,19
TKNSA	Teknosa İç ve Dış Ticaret	3.833	2,0	0,2	7,3	5,0	211,1%	203,8%	8,2%	(0,69)	(1,29)
TGSAS	TGS Dış Ticaret	257	9,4	3,5	12,2	3,0	271,9%	259,4%	37,1%	(1,17)	(0,34)
VAKKO	Vakko Tekstil	9.432	6,0	2,2	8,7	5,0	330,7%	812,4%	36,4%	(0,08)	(0,07)
Ortalama		12.010	9,1	1,2	10,6	2,9	629,7%	321,7%	14,8%	20,6	-0,3
Medyan		3.387	7,7	0,7	9,9	3,2	174,9%	214,2%	8,1%	-0,2	-0,2
Minimum		257	(1.749,8)	0,1	(36,5)	(8,7)	112,6%	-57,7%	-13,0%	-10,3	-2,5
Maksimum		83.672	93,2	226,6	32,3	8,8	8623,3%	1044,2%	56,8%	431,2	1,6
Granturk		1.939	7,7	3,1	9,9	2,0	28,7%	4042,8%	29,2%	0,6	0,1

BIST Sınai Endeksi						Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	2022/12	2022/12	2022/12	
BIST Kodu	Şirket Adı	PD (MilyonTL)	FD/ FAVÖK 2022/12	FD/ Satışlar 2022/12	F/K 2022/12	PD/DD 2022/12	2020 - 2022/12 YBBO (%)	2020 - 2022/12 YBBO (%)	FAVÖK Marjı	Net Borç/FAVÖK	Net Borç/Özkaynak
Ortalama		12.458	11,6	1,8	11,7	2,6	89,1%	108,1%	16,6%	0,9	0,8
Medyan		2.497	10,4	1,6	10,2	2,5	88,9%	87,6%	15,6%	0,6	0,2
Minimum		140	(1.351,2)	(0,4)	(865,1)	(1.137,5)	-38,9%	-73,0%	-66,5%	-31,3	-3,5
Maksimum		259.963	342,1	27,5	652,2	145,1	183,6%	959,5%	86,9%	18,4	35,4
Granturk		2.233	10,4	3,5	10,2	2,3	28,7%	4042,8%	29,2%	0,6	0,1

Çarpan Değerlemesi

**Çarpan değerlemesine nihai
değerde %50 ağırlık verilmiştir**

**Yatırım faaliyetlerinden karlılık net
dönem karından çıkarılarak
normalize kara ulaşılmıştır**

EV/EBITDA ve F/K çarpanı kullanılmıştır. Piyasa çarpanlarından değer elde edilirken EV/EBITDA ve F/K çarpanları ile Grainturk'ün 2022/12 itibarıyla son 12 EBITDA ve normalize net dönem karı verileri kullanılmıştır. Normalize net kar, 2022/12 bağımsız denetim net kar rakamından efektif vergi oranı da göz önünde bulundurularak yatırım faaliyetlerinden gelirler kaleminde gösterilen ve tek seferlik olması nedeniyle yatırım amaçlı gayrimenkullerden kaynaklanan değer artış karı ile TMO'ya kiralanın depo kira gelirlerinin çıkarılması ile hesaplanmıştır. Normalize net dönem karı hesaplanırken TMO kira gelirlerinin bağımsız denetim net dönem karından çıkarılmasının nedeni TMO'ya kiralanın depoların yatırım amaçlı gayrimenkul olarak sınıflandırılması ve yatırım amaçlı gayrimenkulleri değere eklerken depo değerlerini iki kere nihai değere eklenmesinin önüne geçilmek istenmesidir. Şirket'in 2022/12 bağımsız denetim net dönem karı 421,8 m TL iken normalize net dönem karı 183,2 m TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in 2022/12 EBITDA'sı 195,3 milyon TL olup çarpan değerlemesinde EV/EBITDA ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir. Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkuller hariç net borç tutarı 122,4 m TL olarak tespit edilmiştir. Yatırım amaçlı gayrimenkullerin defter değerine %25 iskonto konmuş ve yatırım amaçlı gayrimenkuller halka arz iskontosu öncesi piyasa değerine 342,9 m TL olarak eklenmiştir. BIST Gıda, BIST Ticaret, BIST Sınai ve yurtdışı benzer şirketlerin çarpanlarından hesaplanan değerler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Mn TL	Değer
Grainturk EBITDA 2022/12 4Ç	195,3
BIST Gıda Grubu Medyan EV/EBITDA (x)	10,5
BIST Gıda Grubu Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.049
Grainturk Net Borç 2022/12	122
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	343
BIST Gıda Grubu Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.270
EV/EBITDA Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
Mn TL	Değer
Grainturk Net Kar 2022/12 4Ç	183,2
BIST Gıda Grubu Medyan F/K (x)	10,5
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	343
BIST Gıda Grubu Medyan F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.259
F/K Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
BIST Gıda Grubundan Gelen Nihai Piyasa Değeri	2.264

Mn TL	Değer
Grainturk EBITDA 2022/12 4Ç	195,3
BIST Ticaret Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x)	7,7
BIST Ticaret Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.504
Grainturk Net Borç 2022/12	122
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	343
BIST Ticaret Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.725
Mn TL	Değer
Grainturk Net Kar 2022/12 4Ç	183,2
BIST Ticaret Şirketleri Medyan F/K (x)	9,9
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	342,9
BIST Ticaret Şirketleri Medyan F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.154
BIST Ticaret Şirketleri Çarpanına göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	1.939

Mn TL	Değer
Granturk EBITDA 2022/12 4Ç	195,3
BIST Sınai Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x)	10,4
BIST Sınai Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.026
Granturk Net Borç 2022/12	122
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	343
BIST Sınai Şirketleri Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.247
EV/EBITDA Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık %)	50%
Mn TL	Değer
Granturk Net Kar 2022/12 4Ç	183
BIST Sınai Şirketleri Medyan F/K (x)	10,2
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	343
BIST Sınai Şirketleri F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.220
F/K Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık %)	50%
BIST Sınai Şirketleri Çarpanına göre Hesaplanan Nihai Piyasa Değeri	2.233

Mn TL	Değer
Granturk EBITDA 2022/12 4Ç	195,3
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	8,0
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	1.572
Granturk Net Borç 2022/12	122
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	343
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.792
EV/EBITDA Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık %)	50%
Mn TL	Değer
Granturk Net Kar 2022/12 4Ç	183
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	10,5
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	343
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.271
F/K Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık %)	50%
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri	2.032

Nihai Değer

**1.760 mn TL iskonto sonrası
halka arz piyasa değeri**

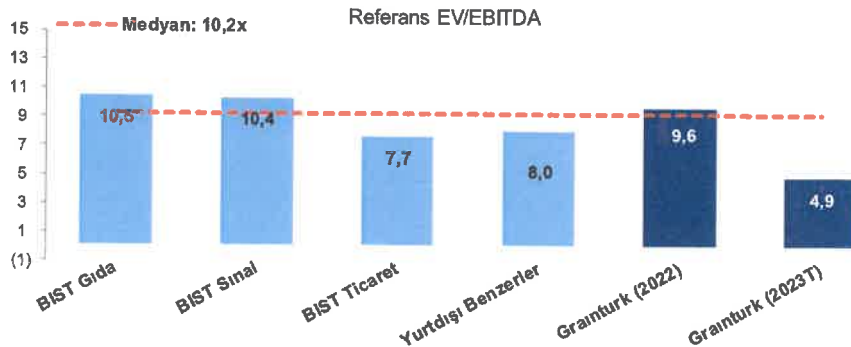
**Halka arz piyasa değeri 2022
EBITDA ve düzeltilmiş net kar
verisine göre 9,6x EV/EBITDA ve
9,6 F/K çarpanına işaret
etmektedir**

9,6x EV/EBITDA. Nihai değerde şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz İNA'ya %50 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerde dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir. Granturk'un ana faaliyet alanı buğday, mısır ve pamuk gibi tarımsal emtiaların alım satımı, pamuk çırçırılama lisanslı depoculuk faaliyetlerinden meydana gelmektedir. İfade edilen faaliyet alanlarına ek olarak Şirket 2022 yılından itibaren meyve üretim ve satışından da gelir elde etmeye başlamıştır. İlerleyen dönemlerde meyve üretiminden elde edilecek gelirin zamanla artması beklenmektedir. Bununla birlikte Şirket ile birebir aynı alanda faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul'da işlem gören herhangi bir şirket bulunmamaktadır. Bu nedenle faaliyet alanının hem gıda sektörüne hem de ticaret endeksine hitap etmesi nedeniyle çarpanlardan değer tespit edilirken BIST Gıda ve BIST Ticaret endeksi çarpanlarına değerlemede yer verilmiştir. Ek olarak Şirket'in meyve üretim faaliyetinde bulunmaya başlaması ve pamuk çırçırılama faaliyetleri nedeniyle BIST Sınai endeksi de değerlemede göz önünde bulundurulmuştur. Şirket'in ana faaliyet alanının gıda sektörünün büyüme dinamikleri ile birebir korele olması ve emtia ticareti yapılması nedeniyle BIST Gıda ve BIST Ticaret endekslerine yüksek ağırlık verilirken yurtdışı benzer şirketler ile BIST Sınai çarpanlarına sırasıyla %5'er ağırlık verilmiştir. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır. **Şirket için halka arz iskontosu sonrası 1.760 mn TL piyasa değeri ve pay başı 17,60 TL değer tespit edilmiştir.**

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	2.242	50,0%	22,42
Bist Gıda	2.264	25,0%	22,64
Bist Ticaret Endeksi	1.939	15,0%	19,39
Sınai Endeksi	2.233	5,0%	22,33
Yurtdışı Benzerler	2.032	5,0%	20,32
Halka Arz Piyasa Değeri	2.191	100%	21,91
<i>Halka Arz İskontosu</i>	<i>-20%</i>		
Nihai Değer	1.760		17,60

Değer Çarpanları	2022	2023T	2024T
EV/EBITDA	9,6	4,9	4,5
F/K	9,6	m.d.	m.d.
EV/Net Satış	2,8	1,6	1,1
PD/DD	1,8	m.d.	m.d.

Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans değerlerin altındadır...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

Sektör

**OECD verilerine göre
önümüzdeki on yılda, küresel
tarımsal üretimin (sabit fiyatlarla
ölçülen) %17 oranında artması
bekleniyor**

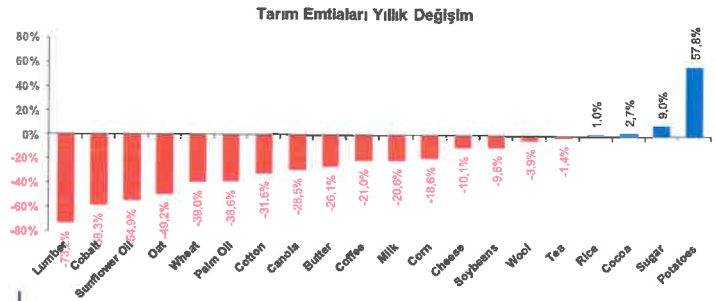
Tarımsal Faaliyetlerde Küresel Görünüm. Tarımsal faaliyetler insanlık tarihinin en eski iş kollarından birisidir. Tarih boyunca toplumları yaşam biçimine, yerleşim konumuna ve sosyo-kültürel yapısına doğrudan etki etmiştir. Beslenme ihtiyacı, Maslow'un İhtiyaçlar Hiyerarşisinin en temelini oluşturan Fizyolojik İhtiyaçların başında gelmektedir. Uluslararası Hububat Konseyi (IGC) verilerine göre 2020/2021 tahıl sezonunda, dünya genelinde toplam tahıl üretimi 2019/2020 dönemine kıyasla %1,6 artış göstererek 2.227,1 mn ton, tahıl tüketimi %1,9 artış göstererek 2.240,7 mn ton, tahıl ticareti %7,3 artış göstererek 425,8 mn ton seviyesinde gerçekleşmiştir. 2020/21 sezonunda toplam tahıl üretiminin %39'u mısır, %26'sı buğday, %17'si pirinç, %13'ü soya fasulyesi, %5'i arpadan oluşmaktadır.

Gıda Fiyatlarının Seyri. Küresel bazda artış gösteren tarımsal girdi fiyatları, gıda üretimine dair endişeleri tetikliyor. Başta fosil yakıtlardan elde edilen enerji olmak üzere hızla artan girdi fiyatları, küresel gıda güvenliği için olumsuz sonuçlarla birlikte gıda fiyatları üzerinde yukarı yönlü baskı oluşturmuştur. FAO Gıda Fiyat Endeksi, Şubat 2023'te Ocak ayına göre %0,6 düşüşle ortalama 129,8 puan oldu ve art arda 11. ayda düşüş trendini sürdürdü. Endeks, son düşüşle birlikte Mart 2022'de ulaştığı zirveden %18,7 oranında geriye düştü.

	Dünyada Toplam Təh						
<i>mn Ton</i>	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22T	2022/23T
Üretim	2.190,5	2.141,5	2.144,6	2.192,1	2.225,2	2.291,8	2.251,9
<i>Değişim</i>	6,5%	-2,2%	0,1%	2,2%	1,5%	3,0%	-1,7%
Ticaret	352,8	369,9	364,7	396,7	425,8	422,0	405,9
<i>Değişim</i>	2,0%	4,8%	-1,4%	8,8%	7,3%	-0,9%	-3,8%
Kullanılabilir Ürün	2.789,3	2.803,8	2.794,6	2.815,5	2.841,7	2.895,4	2.859,5
<i>Değişim</i>	6,8%	0,5%	-0,3%	0,7%	0,9%	1,9%	-1,2%
Tüketim	2.127,0	2.153,8	2.171,2	2.199,0	2.237,7	2.287,8	2.276,4
<i>Değişim</i>	5,7%	1,3%	0,8%	1,3%	1,8%	2,2%	-0,5%
Yıl Sonu Stokları	662,3	650,0	623,4	616,5	603,5	607,6	583,1
<i>Değişim</i>	10,6%	-1,9%	-4,1%	-1,1%	-2,1%	0,7%	-4,0%

Kaynak: International Grains Council (IGC), T: Tahmin

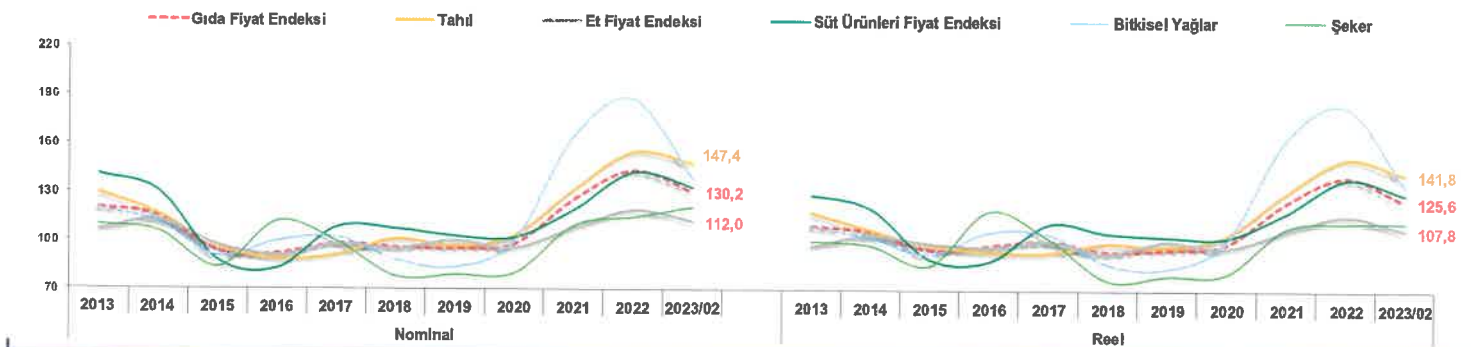
2022 yılında emtialardaki zirve fiyatlamalardan sonra fiyatlar düşüş trendine girdi...



Kaynak: Trade Economics, Erişim: 10.03.2023

Artan üretim maliyetleri nedeniyle küresel arz kanadındaki sıkışma, pandemi, jeopolitik gerginlikler, savaş, ekonomik aktivitedeki yavaşlama ve geleceğe yönelik belirsizlikler; 2020'nin ikinci yarısından 2022'nin ilk yarısına kadar fiyatlarında artışa neden olmuştur. OECD-FAO tahminlerine göre gıda emtialarının fiyatları 2022/23 döneminde görece yüksek seyredecek, devam eden yıllarda düşüş trendine girerek normalize olacağı projekte edilmiştir.

FAO - Gıda Fiyat Endeksi



Kaynak: Food and Agriculture Organization, Info Yatırım

Sektör

Uluslararası Hububat Konseyi verilerine göre Türkiye'de 2020/21 döneminde 32,2 mn ton tahıl üretimi, 40,6 mn ton tahıl tüketimi gerçekleşmiştir. 2021'de Türkiye'de toplam tarım alanı 38,1 mn hektar büyüklüğündedir

Tahıl Koridoru'nun sürekliliği, tahıl fiyatları için kritik önem arz etmekte

Tarımsal Faaliyetlerde Yerel Görünüm. Tarım, Türkiye ekonomisinde stratejik öneme sahip sayılı sektörler arasındadır. Tarımın Türkiye ekonomisindeki önemi nisbi olarak azalmış olmakla birlikte, yurtiçi gıda gereksiniminin karşılanması, sanayi sektörüne girdi temini, ihracat ve yarattığı istihdam olanakları açısından halâ büyük önem taşımaktadır. Uluslararası Hububat Konseyi verilerine göre 2020/2021 tahıl sezonunda, Türkiye'de toplam tahıl üretimi 2019/2020 dönemine kıyasla %5,7 artış göstererek 35,2 mn ton, tahıl tüketimi %1,9 azalış göstererek 40,6 mn ton seviyesinde gerçekleşmiştir. 2020/21 sezonunda, Türkiye'de toplam tahıl üretiminin %56'sı buğday, %18'i mısır, %24'ü arpadan oluşmaktadır.

Türkiye'de Toplam Tarım Alanı ve Tahıl Alanı. TÜİK verilerine göre Türkiye'de toplam tarım alanı 2021 yılında 38.089 bin hektar olduğu tahmin edilmektedir. Tahıl alanının (ekili alan + nadas) toplam tarım alanına oranı ise %50,2 oranında gerçekleşmiştir. Sanayileşme ve hizmet sektörlerine mukayesen daha fazla ağırlık verilmesi, girdi fiyatlarındaki artış tarım alanlarında azalışa neden olmuştur. Ancak 2022'de patlak veren küresel gıda krizi ile birlikte tarımın önemi bir kez daha ön plana çıkmıştır.

Dünyada Toplam Tahıl	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22B	2022/23T
Üretim	2.190,5	2.141,5	2.144,6	2.192,7	2.227,1	2.290,5	2.248,2
Değişim	6,5%	-2,2%	0,1%	2,2%	1,6%	2,8%	-1,8%
Ticaret	352,8	369,9	364,7	396,7	425,8	423,8	407,4
Değişim	2,0%	4,8%	-1,4%	8,8%	7,3%	-0,5%	-3,9%
Kullanılabilir Ürün	2.789,3	2.803,8	2.793,6	2.815,5	2.842,7	2.892,5	2.845,8
Değişim	6,8%	0,5%	-0,4%	0,8%	1,0%	1,8%	-1,6%
Tüketim	2.127,0	2.154,8	2.170,7	2.200,0	2.240,7	2.294,9	2.266,5
Değişim	5,7%	1,3%	0,7%	1,3%	1,9%	2,4%	-1,2%
Yıl Sonu Stokları	662,3	649,0	622,8	615,5	602,0	597,6	579,3
Değişim	10,6%	-2,0%	-4,0%	-1,2%	-2,2%	-0,7%	-3,1%

Kaynak: International Grains Council (IGC), Güncelleme: 16.02.2023, B: Beklenti, T: Tahmin

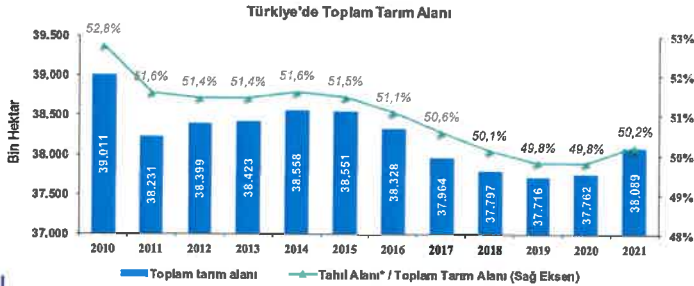
Türkiye'de toplam tahıl üretimi, 2013/14 - 2020/21 dönemi YBBO -%0,6 iken tüketimi %1,6 oranında hesaplanmaktadır.

Türkiye'de Toplam Tahıl Üretimi & Tüketimi



Kaynak: International Grains Council (IGC), T: Tahmin

Türkiye'nin 2021 yılında savunma harcamalarının kamu harcamaları içinden aldığı pay %6,3 olarak gerçekleşirken 2015'te bu oran %5,46 seviyelerindeydi.

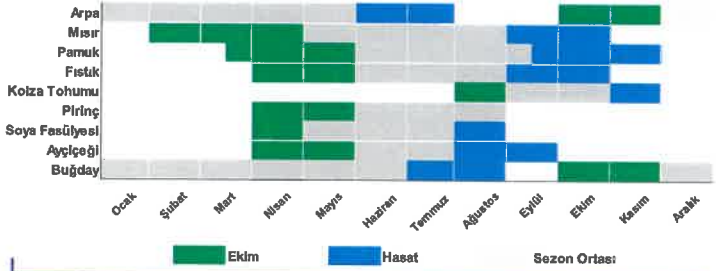


Kaynak: TÜİK Bütçesel Üretim 1. Tahmini, 2022, Info Yatırım

* Tahıllar ve diğer bitkisel ürünler ekili alan + nadas

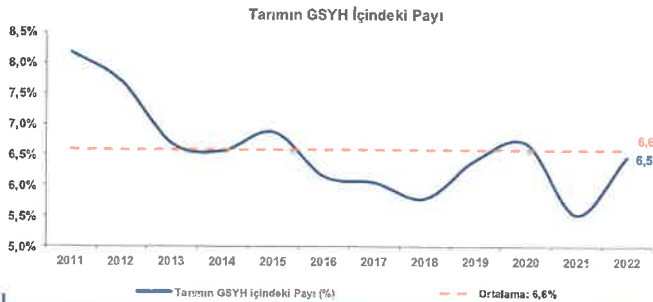
2022/23 sezonunda Türkiye'de hasat dönemi Haziran - Kasım ayları aralığında değişmektedir.

Türkiye'nin Mahsul Takvimi - 2022/23 Sezonu



Kaynak: U.S. Department of Agriculture, Info Yatırım

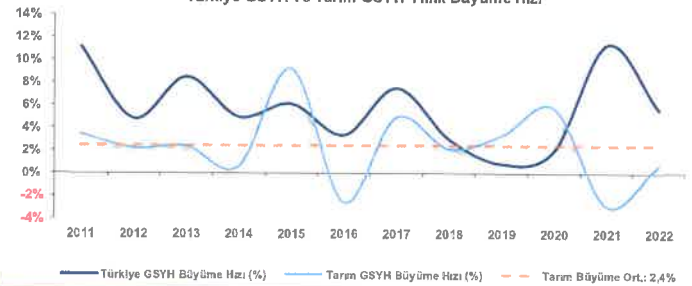
2022 yılında tarım, GSYH içinden %6,5 pay almıştır...



Kaynak: TÜİK, Info Yatırım

GSYH büyüme hızları, iktisadi faaliyet kollarına ayrıldığında tarım, ormancılık ve balıkçılık 2022 yılında %0,6 büyümüştür.

Türkiye GSYH ve Tarım GSYH Yıllık Büyüme Hızı*



Kaynak: TÜİK, Info Yatırım

* Zincirlenmiş Hacim Endeksi yıllık değişim. (Zincirlenmiş hacim endeksleriyle GSYH, üretimdeki değişimin daha sağlıklı ölçülmesi için enflasyon etkisinin arındırılmasıyla yapılan hesaplamadır.)

Sektör

Türkiye, 2020/21 döneminde dünya buğday üretiminde yaklaşık %3'lük bir pay aldı

Türkiye'nin buğday ithalatının %87'si Rusya ve Ukrayna'dan

Buğdayda Küresel Görünüm. Uluslararası Hububat Konseyi (IGC) verilerine göre 2020/2021 buğday sezonunda, dünya genelinde toplam buğday üretimi 2019/2020 dönemine kıyasla %1,7 artış göstererek 773,8 mn ton, buğday tüketimi %3,5 artış göstererek 771,6 mn ton, buğday ticareti %2,3 artışla 189,7 mn ton seviyesinde gerçekleşmiştir.

Buğdayda Yerel Görünüm. Uluslararası Hububat Konseyi (IGC) verilerine göre 2020/2021 tahıl sezonunda, Türkiye toplam buğday üretimi 2019/2020 dönemine kıyasla %2,6 artış göstererek 19,5 mn ton, buğday tüketimi %1,8 azalış göstererek 21,7 mn ton seviyesinde gerçekleşmiştir. Türkiye buğday kullanımının %78,1'ini gıda, %12,4'ünü yem, %6,6'sını tohumluk oluşturmaktadır. 2019/20'de 192,8 olan kişi başı tüketim 2020/21'de 176,8 kg'a gerilemiştir. 2022'de ürününü TMO'ya satan üreticilere ton başına ilave 1.000 TL prim ve tüm üreticilere dekara 50 TL ek girdi desteği verilecektir. Türkiye'nin buğday ihracatı yaptığı ülkelerin başında Irak, Venezuela, Somali, Benin ve Gana gelirken, en fazla buğday ithalatı yaptığı ülke Rusya'dır. (Mevcut durumda Türkiye'de direkt buğday ihracatı yasak olup un olarak ihraç edilmekte ve buğday karşılığı olarak istatistik tutulmaktadır.)

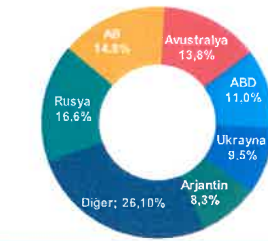
Dünya Genelinde Buğday	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22B	2022/23T
Üretim	757,0	761,7	732,1	760,8	773,8	781,1	796,1
Değişim	2,3%	0,6%	-3,9%	3,9%	1,7%	0,9%	1,9%
Ticaret	176,6	176,3	168,9	185,5	189,7	196,7	196,6
Değişim	6,3%	-0,2%	-4,2%	9,8%	2,3%	3,7%	-0,1%
Kullanılabilir Ürün	983,9	1.008,7	998,4	1.020,0	1.048,6	1.058,1	1.070,9
Değişim	3,9%	2,5%	-1,0%	2,2%	2,8%	0,9%	1,2%
Tüketim	736,9	742,4	739,2	745,3	771,6	783,3	789,2
Değişim	2,3%	0,7%	-0,4%	0,8%	3,5%	1,5%	0,8%
Yıl Sonu Stokları	247,0	266,3	259,2	274,7	277,0	274,8	281,7
Değişim	8,9%	7,8%	-2,7%	6,0%	0,8%	-0,8%	2,5%

Kaynak: International Grains Council (IGC), Güncelleme: 16.02.2023, B: Beklenti, T: Tahmin

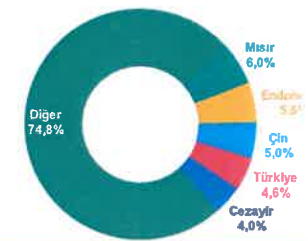
Türkiye Genelinde Buğday	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22B	2022/23T
Üretim	20,6	21,5	20,0	19,0	19,5	17,7	19,8
Değişim	-8,8%	4,4%	-7,0%	-5,0%	2,6%	-9,2%	11,9%
İthalat	4,7	6,2	6,8	12,6	8,6	10,1	9,5
Değişim	4,4%	31,9%	9,7%	85,3%	-31,7%	17,4%	-5,9%
İhracat	6,7	6,8	6,8	6,7	6,7	6,4	7,2
Değişim	9,8%	1,5%	0,0%	-1,5%	0,0%	-4,5%	12,5%
Kullanılabilir Ürün	27,6	28,6	29,1	34,3	33,6	33,0	34,4
Değişim	-4,5%	3,6%	1,7%	17,9%	-2,0%	-1,8%	4,2%
Tüketim	20,0	19,5	19,7	22,1	21,7	21,4	21,9
Değişim	-2,4%	-2,5%	1,0%	12,2%	-1,8%	-1,4%	2,3%
Yıl Sonu Stokları	0,9	2,3	2,7	5,5	5,2	5,1	5,3
Değişim	-60,9%	155,6%	17,4%	103,7%	-5,5%	-1,9%	3,9%

Kaynak: International Grains Council (IGC), Güncelleme: 16.02.2023, B: Beklenti, T: Tahmin

Buğday İhracatında Ülkelerin Payı (2021/22)



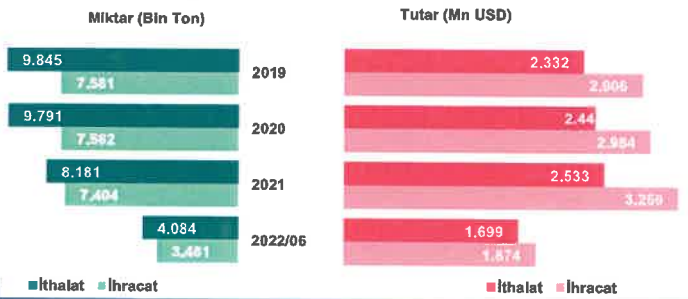
Buğday İthalatında Ülkelerin Payı (2021/22)



Buğday Fiyatları (TL/kg)

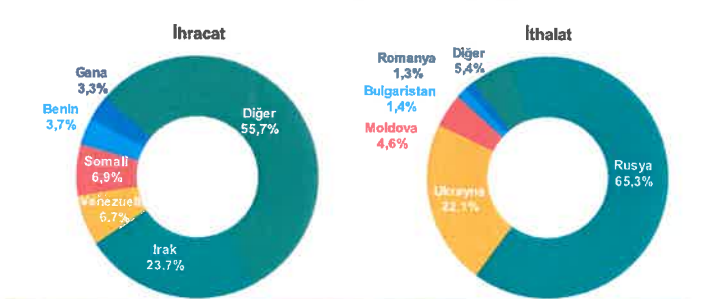


Buğday ve Mamulleri Dış Ticaret Verileri

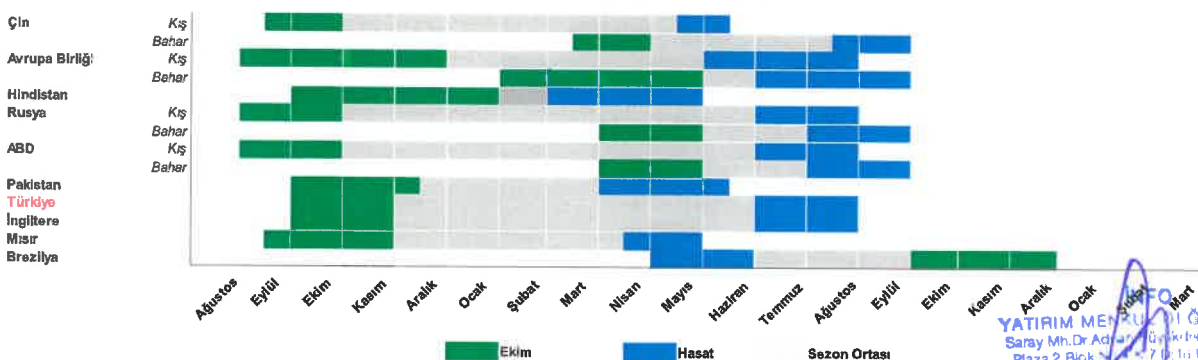


Kaynak: TÜİK Dış Ticaret Verileri, Tarımsal Ekonomi ve Politika Geliştirme Enstitüsü / TEPEGE, Tarım Ürünleri Piyasaları, Temmuz 2022, Info Yatırım

Türkiye'nin Ülkelere Göre Buğday İhracatı & İthalatı (2021/22)



Buğday Takvimi - 2022/23 Sezonu



Kaynak: U.S. Department of Agriculture, Info Yatırım

Sektör

IGC verilerine göre 2021/22 döneminde dünyada 1,2 milyar ton, Türkiye’de 6,5 mn ton mısır üretimi; dünyada 1,2 milyar ton ve Türkiye’de 9,7 mn ton mısır tüketimi gerçekleşeceği tahmin edilmekte

Mısırdaki Küresel Görünüm. Mısır, uzun yıllardan beri tarımı yapılan ürünlerdendir. Anavatanı Amerika kıtasıdır ve buradan Dünya'nın her yerine yayıldığı bilinmektedir. 1600 yıllarında Suriye yoluyla Mısır'dan İstanbul'a "Mısır buğdayı" ya da "Mısır darısı" adıyla gelmiştir. Mısır, Avrupa'ya Osmanlı'dan yayıldığı için birçok Avrupa dilinde mısır "Türk buğdayı" olarak isimlendirilmiştir. Uluslararası Hububat Konseyi (IGC) verilerine göre 2020/2021 mısır sezonunda, dünya genelinde toplam mısır üretimi 2019/2020 dönemine kıyasla %0,4 artış göstererek 1.136,5 mn ton, mısır tüketimi %0,4 azalış göstererek 1.155,4 mn ton, mısır ticareti %7,4 artışla 188,1 mn ton seviyesinde gerçekleşmiştir. Küresel mısır üretimi, 2021/22'de 1,2 milyar ton ile rekor seviyede. Üretimde ve en büyük ihracatçı konumda ABD, ekim alanında ve en büyük ithalatçı konumunda Çin ilk sırada yer almaktadır. Fiyatlardaki artış, Rusya-Ukrayna savaşının etkisiyle daha da hızlanmış durumda.

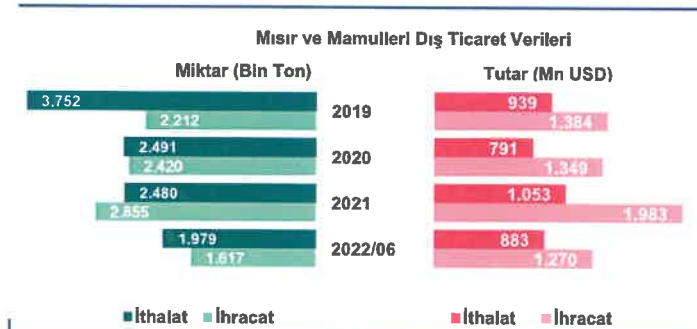
Mısırdaki Yerel Görünüm. Uluslararası Hububat Konseyi (IGC) verilerine göre 2020/2021 mısır sezonunda, Türkiye toplam mısır üretimi 2019/2020 dönemine kıyasla %8,3 artış göstererek 6,5 mn ton, mısır tüketimi %9,9 azalış göstererek 9,1 mn ton seviyesinde gerçekleşmiştir. Dünya piyasalarının ve maliyetlerin etkisiyle fiyatlarda hızlı artış devam ediyor. Tarım ve Orman Bakanlığı Tarımsal Ekonomi ve Politika Geliştirme Enstitüsü raporlarına göre yurt içi üretimde Konya, Şanlıurfa, Adana ilk sıralarda yer almakta olup toplam üretimin %75'ini karşılamaktadır. Türkiye'nin kendine yeterlilik 2020/21'de %85'e yükseldi. 2021'de 71 TL/dekar tarımsal destek verildi. Yem sanayi mısırın %81'ini kullanıyor.

Dünya Geneline Mmr							
mnr Ton	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22B	2022/23T
Üretim	1.135,8	1.094,6	1.134,4	1.131,9	1.136,5	1.220,3	1.152,2
Değişim	11,0%	-3,6%	3,6%	-0,2%	0,4%	7,4%	-5,6%
Ticaret	137,4	153,3	164,8	175,1	188,1	179,4	170,0
Değişim	0,8%	11,6%	7,5%	6,3%	7,4%	-4,6%	-5,2%
Kullanılabilir Ürün	1.461,0	1.464,3	1.478,2	1.458,3	1.434,4	1.499,4	1.434,8
Değişim	10,2%	0,2%	0,9%	-1,3%	-1,6%	4,5%	-4,3%
Tüketim	1.091,3	1.120,5	1.151,8	1.160,4	1.155,4	1.217,1	1.180,2
Değişim	9,1%	2,7%	2,8%	0,7%	-0,4%	5,3%	-3,0%
Yıl Sonu Stokları	369,7	343,8	326,4	298,0	279,0	252,3	254,6
Değişim	13,6%	-7,0%	-5,1%	-8,7%	-6,4%	1,2%	-9,8%

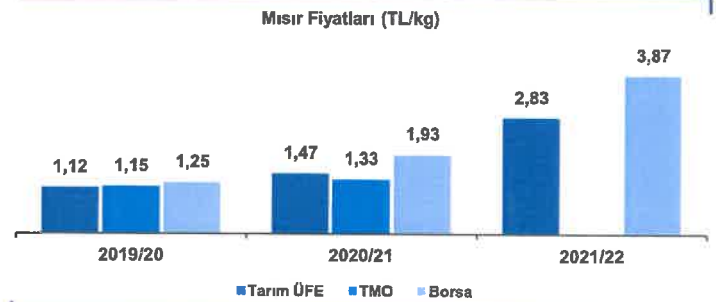
Kaynak: International Grains Council (IGC), Güncelleme: 16.02.2023, B: Beklenti, T: Tahmin

Türkiye'de Maaz							
min Ton	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22B	2022/23T
Üretim	6,4	5,9	5,7	6,0	6,5	6,8	8,5
Değişim	0,0%	-7,8%	-3,4%	5,3%	8,3%	4,6%	25,0%
İthalat	1,6	3,4	3,9	4,2	2,3	3,0	2,4
Değişim	14,3%	112,5%	14,7%	7,7%	-45,2%	30,4%	-20,0%
İhracat	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Değişim	0,0%	0,0%	a.d.	a.d.	a.d.	a.d.	-100,0%
Kullanılabilir Ürün	8,9	10,1	10,3	10,9	9,7	10,3	11,4
Değişim	1,1%	13,5%	2,0%	5,8%	-11,0%	6,2%	10,7%
Tüketim	8,1	9,3	9,5	10,1	9,1	9,7	10,6
Değişim	3,8%	14,8%	2,2%	6,3%	-9,9%	6,6%	9,3%
Yıl Sonu Stokları	1,0	0,7	0,6	0,7	0,5	0,6	0,5
Değişim	0,0%	-30,0%	-14,3%	16,7%	-28,6%	20,0%	-16,7%

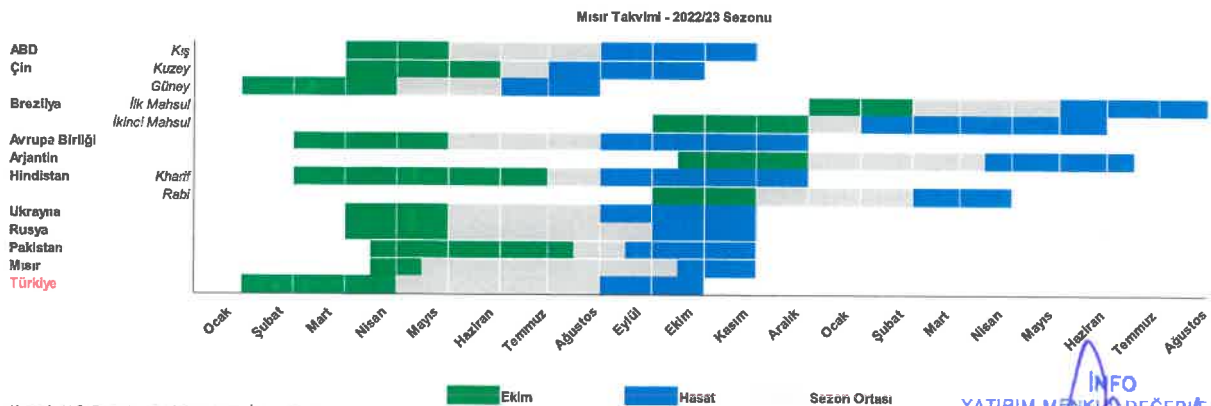
Kaynak: International Grains Council (IGC), Güncelleme: 16.02.2023, B: Beklenti, T: Tahmin



Kaynak: TÜİK Dış Ticaret Verileri, Tarımsal Ekonomi ve Politika Geliştirme Enstitüsü / TEPGE, Tarım Ürünleri Piyasaları, Temmuz 2022



*Kaynak: Tarımsal Ekonomi ve Politika Geliştirme Enstitüsü / TEPGE, Tarım Ürünleri Piyasaları, Temmuz 2022
Mayıs 2022 itibarıyla*



Kaynak: U.S. Department of Agriculture, Info Yatırım

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Saray Mh. Dr. Adnan Bülkendenli Çk. Cansın
Plaza 2. Blok Kat: 4 K: 7 D: 26 Ümraniye/İST.
Tel: 0212 332 26 00 Fax: 0212 650 16 75
Boğaziçi Kurumlar V.D. 4/78 0076 787
Mersis No: 0475 0038 78700011 Tic. Sic. No: 271081

Sektör

2020/21 döneminde dünyada 57,4 mn ton, Türkiye’de 2,1 mn ton ayçiçeği üretimi; dünyada 51,1 mn ton ve Türkiye’de 3,3 mn ton ayçiçeği tüketimi gerçekleşmiştir

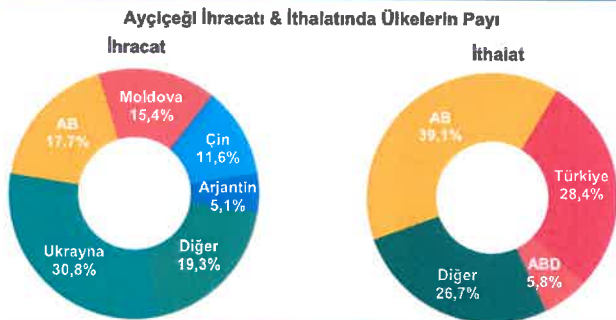
Ayçiçeğinde Küresel Görünüm. Dünyada ayçiçeği üretimi 2021/22 sezonunda, 2020/21'e kıyasla yıllık %16,5 artışla 57,4 milyon ton, tüketimi %3,4 artışla 51,1 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Dünya genelinde ayçiçeği ihracatında pastadan en fazla payı %30,8 ile Ukrayna, %17,7 ile Avrupa Birliği, %15,4 ile Moldova; ayçiçeği ithalatında ise en büyük payı %39,1 ile Avrupa Birliği, %28,4 ile Türkiye, %5,8 ile ABD almıştır. Ekilen alanda ve verimdeki artış devam ediyor. 2022'deki ayçiçeği yağı krizi, fiyatlarda hızlı artışa neden oldu ve bu durum üretimdeki artışı tetikledi.

Ayçiçeğinde Yerel Görünüm. Türkiye’de ayçiçeği üretimi 2021/22 sezonunda, 2020/21’e kıyasla yıllık %1,6 düşüşle 2,1 milyon ton, tüketimi %5,3 düşüşle 3,3 milyon ton olarak gerçekleşmiştir. Dünya genelindeki ayçiçeği yağı krizinden Türkiye’de etkilenmiş ve fiyatlarla hızlı artışlar gerçekleşmiştir. Üretimde Tekirdağ, Konya, Edirne ve Adana ilk sırada yer almaktadır. TEPGE raporlarındaki bilgilere göre 2022’de Türkiye’de ayçiçeği üretiminin 2,6 milyon ton olması bekleniyor.

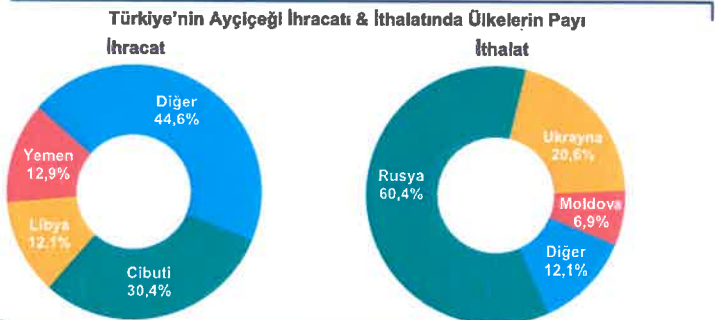
Dünyada Ayçiçeği Üretim ve Tüketimi					
Bin Ton	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2020/21
Alan	25.991	25.810	26.035	26.942	28.847
Değişim		-0,7%	0,9%	3,5%	7,1%
Üretim	48.010	50.569	54.200	49.249	57.379
Değişim		5,3%	7,2%	-9,1%	16,5%
Verim	1,85	1,96	2,08	1,83	1,99
Değişim		5,9%	6,1%	-12,0%	8,7%
Tüketim	48.289	50.523	53.541	49.425	51.101
Değişim		4,6%	6,0%	-7,7%	3,4%
İthalat	2.383	2.890	3.343	2.734	2.812
Değişim		21,3%	15,7%	-18,2%	2,9%
İhracat	2.748	3.238	3.659	2.911	3.242
Değişim		17,8%	13,0%	-20,4%	11,4%
İhracat Fiyatı	685	694	612	683	939
Değişim		1,3%	-11,8%	11,6%	37,5%

Kaynak: USDA, Tarımsal Ekonomi ve Politika Geliştirme Enstitüsü / TEPGE, Tarım Ürünleri Piyasaları, Temmuz 2022

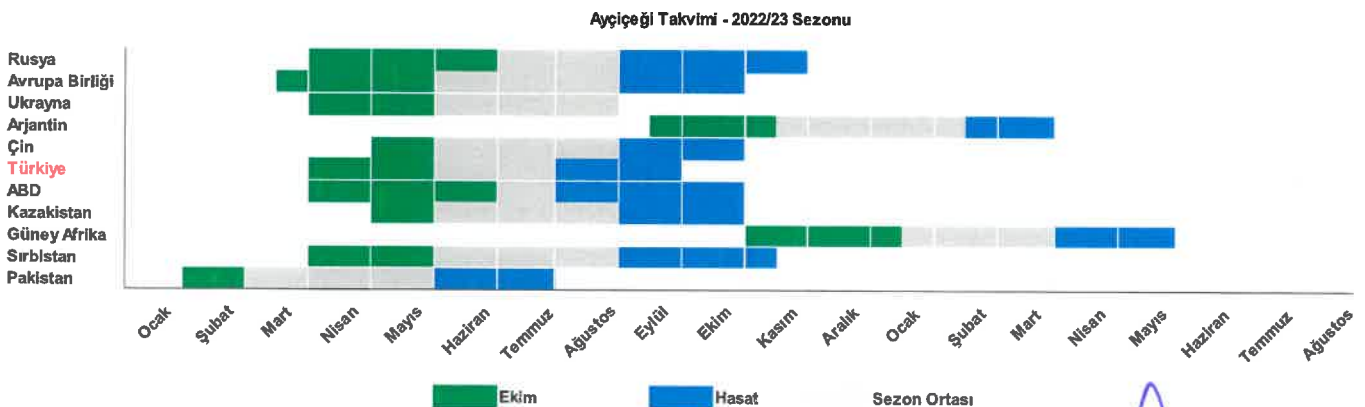
Türkiye Ayrışıcı Üretim ve Tüketimi					
Bin Ton	2015/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
Alan	720	779	734	752	728
Değişim		8,2%	-5,8%	2,5%	-3,2%
Verim	232	252	265	279	284
Değişim		8,6%	5,2%	5,3%	1,8%
Üretim	1.671	1.964	1.949	2.100	2.067
Değişim		17,5%	-0,8%	7,7%	-1,6%
Yurtiçi Kullanım	2.589	3.032	2.914	3.466	3.281
Değişim		17,1%	-3,9%	18,9%	-5,3%
İthalat	2.864	2.166	2.747	3.301	3.135
Değişim		-24,4%	26,8%	20,2%	-5,0%
İhracat	1.975	1.203	1.619	1.939	2.025
Değişim		-39,1%	34,6%	19,8%	4,4%
Kendine yeterlilik	64	64,3	66,4	60,1	62,5
Değişim		0,5%	3,3%	-9,5%	4,0%



Kaynak: USDA, Tarımsal Ekonomi ve Politika Geliştirme Enstitüsü / TEPGE, Tarım Ürünleri Piyasaları, Temmuz 2022



Kaynak: USDA, Tarımsal Ekonomi ve Politika Geliştirme Enstitüsü / TEPGE, Tarım Ürünleri Piyasaları, Temmuz 2022



Kaynak: U.S. Department of Agriculture, Info Yatırım

YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Saray Mh. D. Nispetiye Büyükdere
Plaza 2 Blok No. 4 K: 7 D: 18 Ümraniye/İST.
Tel: 0212 319 76 00 Fax: 0212 312 12 75
Boğaziçi Kurumlar V.D. 4/8 0212 312 7477
Mersis No: 0870003698700011 Tic. Sic.No: 271091

Sektör

Pamuk fiyatlarındaki artışın pamuk ekilen alanları artırması beklenmekte

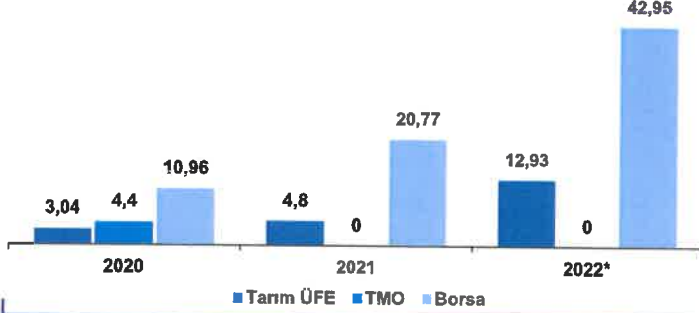
Pamukta Küresel Görünüm. Uluslararası Pamuk Danışma Kurulu (ICAC) verilerine göre 2020/2021 pamuk sezonunda, Dünya toplam pamuk üretimi 2019/2020 dönemine kıyasla %6,2 artış göstererek 25.890 bin ton, pamuk tüketimi %1,9 artış göstererek 26.155 bin ton seviyesinde gerçekleşmiştir. Ekim alanları ve üretimdeki artışın büyük kısmı pamuk üretiminde lider ülkelerden ABD, Brezilya ve Pakistan'dan kaynaklandı. Dünyadaki pamuğun %32'sini Çin, %21'ini Pakistan kullanıyor. 2020/21 sezonunda hızlı bir şekilde artarak yükselen Cotlook A Endeksi, 2021/22 sezonunda da bu yükselişini sürdürmektedir.

Pamukta Yerel Görünüm. 2020/2021 pamuk sezonunda, Türkiye toplam pamuk üretimi 2019/2020 dönemine kıyasla %19,4 azalış göstererek 656 bin ton, pamuk tüketimi %7,1 artış göstererek 1.578 bin ton seviyesinde gerçekleşmiştir. TEPGE raporlarına göre pamuk fiyatlarındaki artışın, 2022'de çiftçilerin ekim alanlarını artırmaya teşvik edeceği öngörülmüyor. 2022/23 sezonu tahmininde küresel üretim tüketimi geride bırakacak, enflasyon ve artan enerji maliyetlerine tepki olarak tüketim azalacak. Üretim artışı ve talepte yaşanacak olası düşüş, fiyatları aşağı yönlü baskı altına alacak.

Dünyada Pamuk Arz ve Talebi					
Bin Ton	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22
Alan (bin hektar)	33.283	33.041	34.495	31.500	33.159
Değişim		-0,7%	4,4%	-8,7%	5,3%
Verim (kg/hektar)	811	786	762	774	774
Değişim		-3,1%	-3,1%	1,6%	0,0%
Üretim	27.000	25.983	26.271	24.381	25.890
Değişim		-3,8%	1,1%	-7,2%	6,2%
Tüketim	26.346	26.012	23.050	25.664	26.155
Değişim		-1,3%	-11,4%	11,3%	1,9%
Bitiş Stokları	19.434	19.339	22.111	20.605	20.344
Değişim		-0,5%	14,3%	-6,8%	-1,3%
İthalat	9.041	9.222	8.771	10.391	10.092
Değişim		2,0%	-4,9%	18,5%	-2,9%

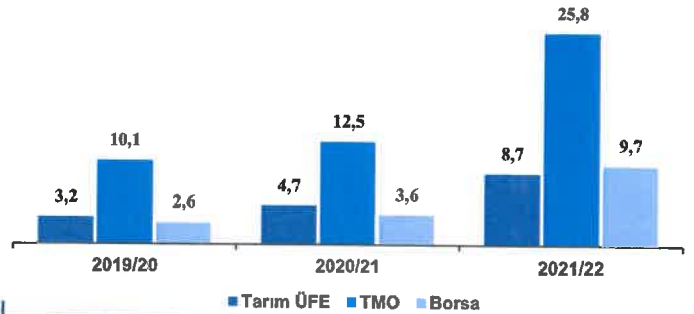
Türkiye'de Pamuk Arz ve Talebi					
Bin Ton	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
Alan (bin hektar)	416	502	519	478	359
Değişim		20,7%	3,4%	-7,9%	-24,9%
Verim (kg/hektar)	1.820	1.760	1.880	1.700	1.830
Değişim		-3,3%	6,8%	-9,6%	7,6%
Üretim	756	882	977	814	656
Değişim		16,7%	10,8%	-16,7%	-19,4%
Tüketim	1.508	1.570	1.680	1.473	1.578
Değişim		4,1%	7,0%	-12,3%	7,1%
Bitiş Stokları	822	984	911	1.171	1.282
Değişim		19,7%	-7,4%	28,6%	9,5%
İthalat	838	956	785	1.017	1.160
Değişim		14,1%	-17,9%	29,6%	14,1%
İhracat	100	106	155	98	127
Değişim		6,0%	46,2%	-36,8%	29,6%

Pamuk Fiyatları (TL/kg)



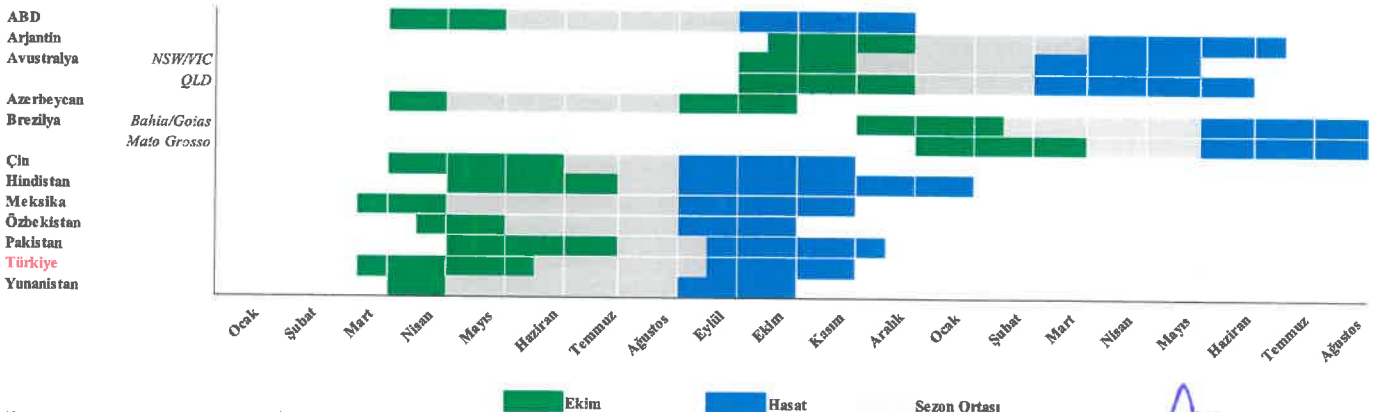
Kaynak: USDA, Tarımsal Ekonomi ve Politika Geliştirme Enstitüsü / TEPGE, Tarım Ürünleri Piyasaları, Temmuz 2022
* 5 aylık veri

Ayçiçeği Fiyatları (TL/kg)



Kaynak: USDA, Tarımsal Ekonomi ve Politika Geliştirme Enstitüsü / TEPGE, Tarım Ürünleri Piyasaları, Temmuz 2022

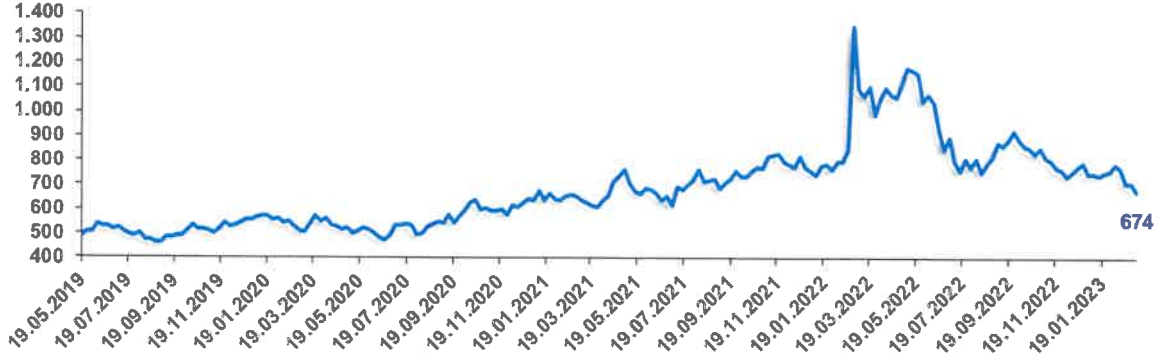
Pamuk Takvimi - 2022/23 Sezonu



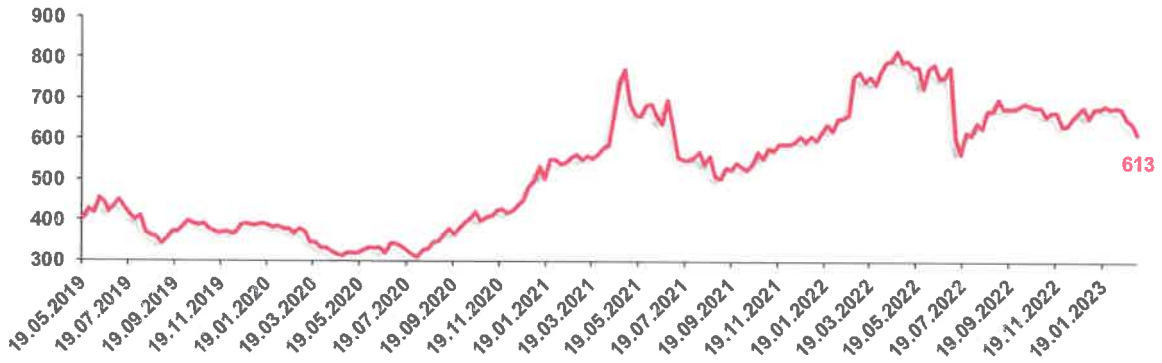
Kaynak: U.S. Department of Agriculture, Info Yatırım

INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Saray Mh. Dr. İsmail Hakkı Karagöz Cad. No: 1
Plaza 2. Blok Kat: 4 K/7 D: 16 Ümraniye/İST.
Tic. Sic. No: 270800
Tic. Sic. No: 270800
Mersis No: 041000078000011 Tic. Sic. No: 270801

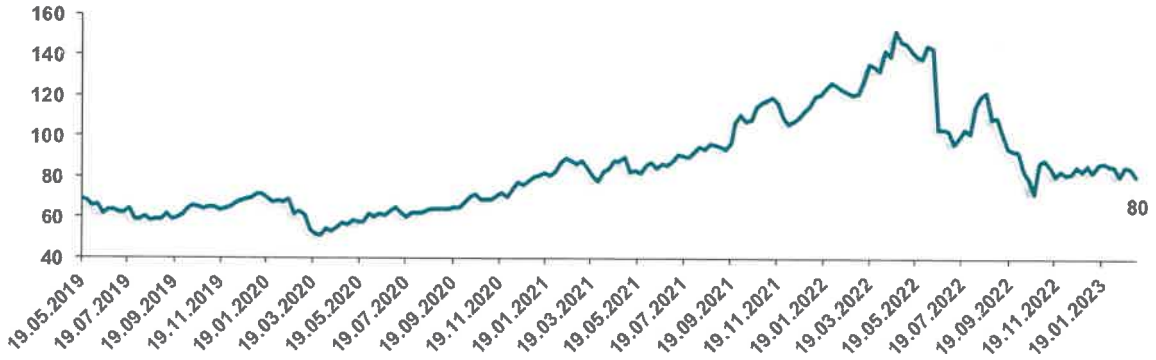
CBOT Buğday (Mayıs 2023) - Haftalık



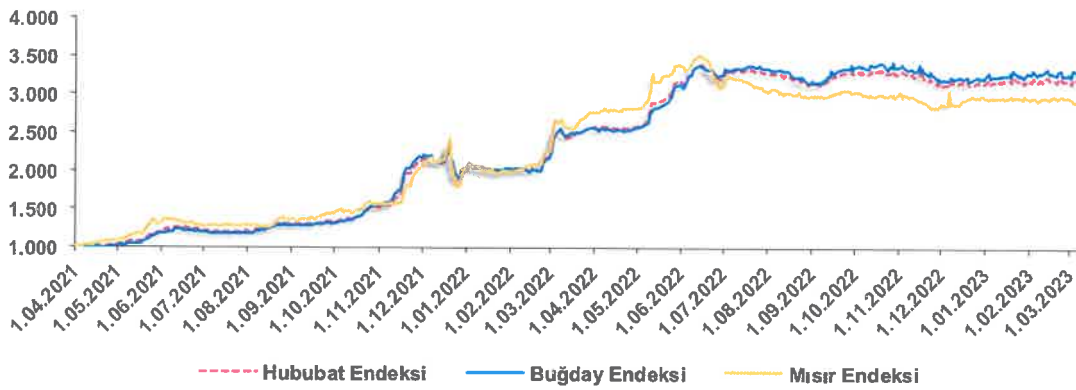
CBOT Mısır (Mayıs 2023) - Haftalık



CBOT Pamuk (Mayıs 2023) - Haftalık



TÜRİB Tarımsal Ürün Endeksleri (01.04.2021=1000)



Kaynak: Türkiye Ürün İhtisas Borsası (TÜRİB), Investing

12.Nisan.2023

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Saray Mh. D. Konaq. Büyükdere Cd. Seseas
Plaza 2. Blok No:4/K:7 D:16 Ümraniye/İST.
Tel: 0 212 319 26 00 Fax: 0216 408 10 75
E-posta: info@kurumlar.v.d. 478 0036 707
Mersis No: 0478003678700011 Tic.Sic.No:271081

Engin Emre Seçen
Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin GÜLER
Genel Müdür Yardımcısı

12.04.2023

Sermaye Piyasası Kurulu'na
Mustafa Kemal Mahallesi, Dumlupınar Bulvarı (Eskişehir Yolu)
No:156 06530 Çankaya / ANKARA

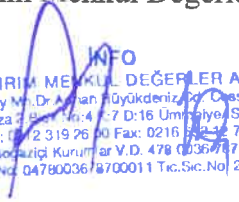
Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

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

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki 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, İzahnamenin bir parçası olan işbu Fiyat Tespit Raporu'nda 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,

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.


YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Saray Mh. Dr. Arslan Hüyükdeniz Dr. Cessas
Plaza 3. Kat No: 4 K: 7 D: 16 Ümitliye ST.
Tel: 0312 319 26 00 Fax: 0216 334 12 75
Borçlulu Kurumlar V.D. 478 036 477
Mersis No: 0478003678700011 Tic.Sic.No: 271081

Engin Emre SEÇEN

Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin GÜLER

Genel Müdür Yardımcısı