

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan Ofis Yem Gıda Sanayi Ticaret A.Ş. A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Ofis Yem Gıda Sanayi Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Ofis Yem Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	OFSYM
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	10-11 Ağustos 2023
Halka Arz Öncesi Sermaye	130.000.000 TL
Sermaye Artırımı	16.250.000 TL
Ortak Satışı	6.500.000 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	146.250.000 TL
Halka Açıklık Oranı	15,56%
Talep Toplama Fiyatı	27,20 TL
Halka Arz Büyüklüğü	618.800.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	3.536.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	3.978.000.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2023/03	10,79
FD/FAVÖK 2023/03	8,38
PD/DD 2023/03	5,10

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2023/03	12,14
FD/FAVÖK 2023/03	8,38
PD/DD 2023/03	3,50

Özet Bilgi

- Şirket'in ana faaliyet konusu, her türlü canlı hayvan için vitaminli ve normal yemlerin imalatı, yem imalatı için gerekli olanlar başta olmak üzere işlenmiş veya işlenmemiş ham maddelerin toptan veya perakende alımı, satımı, ithalatı ve ihracatıyla iştigal etmektedir.
- Ofis Yem'in üretmiş olduğu yem ürünleri 4 adet ana gruptan oluşmaktadır. Bunlar; besi yem grupları, süt yem grupları, kuzu başlangıç, kuzu büyütme, toklu besi, koyun süt ve keçi sütü ürünlerinden oluşan küçükbaş yem grupları ile etli piliç yemi, etli civciv yemi, yumurta civciv yemi ve gezen tavuk ürünlerinden oluşan kanatlı yem gruplarıdır.
- Şirket, 1997 yılında Ankara'da 75 ton/saat üretim kapasitesine sahip Çubuk fabrikasını satın alarak faaliyetlerine başlamıştır. 2010 yılında Kars'ta 35 ton/saat üretim kapasitesine sahip ikinci bir yem fabrikası alınıp üretime başlanmıştır. 2012 yılında ise Manisa Salihli'de üçüncü yem fabrikası satın alınmış olup yenileme ve kapasite artışı amacıyla yapılan yatırımlar ile beraber Salihli'deki fabrikanın kapasitesi 40 ton/saat'e ulaşmıştır. Söz konusu fabrikanın şu anki üretim kapasitesi 60 ton/saat seviyesindedir.
- Talep karşılama adına 2015 yılında Sincan OSB'de, 2017 yılında ise Adana ilinde fason üretime başlanmıştır. Sincan OSB'deki fason yem üretimi kapasitesi 36 ton/saat, Adana'daki fason yem üretimi kapasitesi ise 45 ton/saat seviyesindedir.
- Ankara Çubuk fabrikasında 15.178 m² alan üzerine kurulu 6.100 m² kapalı alanda 9.000 ton ham madde stoklanıp saatte 75 ton/saat üretim yapılmaktadır. Tesiste 4 adet pelet pres hattında 3 farklı ürün aynı anda üretilebilmekte ve 3 paketleme hattı ve bir dökme hattından üretilen ürünlerin sevkiyatı sağlanmaktadır.
- Kars fabrikasında 35 ton/saat üretim yapılmaktadır. 2 pelet pres hattında 2 farklı ürün aynı anda üretilebilmekte ve 3 paketleme hattından sevkiyat yapılmaktadır.
- Manisa Salihli fabrikasında 13.895 m² alanda 5.500 ton ham madde stoklanabilmekte ve saatte 60 ton/saat üretim yapılmaktadır. Fabrikada 4 adet pelet pres hattından 4 farklı ürün aynı anda üretilebilmekte, 3 paketleme hattı ve bir dökme hattından üretilen ürünlerin sevkiyatı sağlanmaktadır.
- Adana Yüreğir'deki 45 ton/saat sevkiyat kapasitesine sahip tesiste 10.000 ton ham madde stoklanabilmektedir. Adana OSB'de devam eden yatırım faaliyete geçtiğinde bu fason fabrikadaki üretim sonlandırılacaktır.
- 2020 yılından itibaren Ankara Sincan'da fason üretim yaptırılmaktadır. Tesiste 25.000 ton ham madde stok alanı bulunmaktadır. 36 ton/saat üretim ve sevkiyat kapasitesine sahiptir.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket halka arz gelirinin, makul bir ekonomik veya finansal gerekçeye dayanmak koşuluyla verilen aralıklar içerisinde kalınmasına özen gösterilerek;

- %50-60'ının finansal borçların kapatılmasında,
- % 10-20'sinin Şirket'in net işletme sermayesi ihtiyacının finansmanı kapsamında
- %15-20'sinin yatırım harcamalarında kullanılması planlanmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Ofis Yem Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Ofis Holding A.Ş.	19.500.000	15,00%	19.500.000	13,33%
Galip Yeşilbaş	32.500.000	25,00%	29.900.000	20,44%
Bekir Taşkaldıran	16.250.000	12,50%	16.250.000	11,11%
Muzaffer Daşkın	1.300.000	1,00%	1.300.000	0,89%
Agah Mamaloğlu	21.450.000	16,50%	21.450.000	14,67%
Salih Yeşilbaş	26.000.000	20,00%	23.400.000	16,00%
Selim Yeşilbaş	13.000.000	10,00%	11.700.000	8,00%
Halka Açık Kısım		0,00%	22.750.000	15,56%
Toplam	130.000.000	100,0%	146.250.000	100,0%

Mali Tablolar

Ofis Yem Gıda Sanayi Ticaret A.Ş. Bilanço (TL)				
VARLIKLAR	2020	2021	2022	2023/03
Dönen Varlıklar	544.534.256	1.032.006.495	2.219.379.603	2.661.621.048
Nakit ve Nakit Benzerleri	11.467.115	75.672.382	329.881.794	114.680.319
Finansal Yatırımlar	367.193	694.303	207.940.438	213.742.815
Ticari Alacaklar	310.338.844	600.262.539	1.176.666.671	1.542.191.364
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>37.385.748</i>	<i>55.864.325</i>	<i>152.082.078</i>	<i>262.042.066</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>272.953.096</i>	<i>544.398.214</i>	<i>1.024.584.593</i>	<i>1.280.149.298</i>
Diğer Alacaklar	31.174.625	44.230.793	46.689.436	55.057.288
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>18.103.365</i>	<i>27.879.813</i>	<i>11.807.589</i>	<i>19.440.096</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>13.071.260</i>	<i>16.350.980</i>	<i>34.881.847</i>	<i>35.617.192</i>
Stoklar	155.562.866	246.496.094	295.897.569	475.803.426
Canlı Varlıklar	113.742			
Peşin Ödenmiş Giderler	24.030.935	41.311.352	125.071.174	235.206.717
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar		46.792		60.243
Diğer Dönen Varlıklar	11.478.936	23.292.240	37.232.521	24.878.876
Duran Varlıklar	87.495.817	146.028.903	350.503.795	337.467.471
Diğer Alacaklar	18.821	118.821	4.200	4.200
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	37.636.042	36.900.464	18.346.000	18.346.000
Maddi Duran Varlıklar	45.319.530	102.824.649	272.713.703	280.990.901
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	53.528	29.619	78.357	71.441
Ertelenmiş Vergi Varlığı	4.467.896	6.155.350	59.361.535	38.054.929
Toplam Varlıklar	632.030.073	1.178.035.398	2.569.883.398	2.999.088.519

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Ofis Yem Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

KAYNAKLAR	2020	2021	2022	2023/03
Kısa Vadeli Yükümlülükler	395.821.700	824.377.241	1.664.046.430	2.011.002.175
Kısa Vadeli Borçlanmalar	229.488.770	400.450.347	927.626.008	942.549.425
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	5.918.097	36.269.380	184.097.465	260.160.886
Ticari Borçlar	101.395.081	315.684.148	431.473.939	681.438.868
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>11.910.318</i>	<i>20.724.498</i>	<i>16.354.202</i>	<i>112.510.552</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>89.484.763</i>	<i>294.959.650</i>	<i>415.119.737</i>	<i>568.928.316</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.342.871	2.036.394	4.715.089	8.599.549
Diğer Borçlar	14.084.002	28.683.497	9.836.364	5.306.382
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>14.084.002</i>	<i>28.480.694</i>	<i>9.836.364</i>	<i>5.306.382</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>		<i>202.803</i>		
Ertelenmiş Gelirler:	39.158.018	34.413.434	100.552.721	105.745.704
<i>İlişkili Taraflara Ertelenmiş Gelirler</i>			<i>3.746.382</i>	<i>313.025</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ertelenmiş Gelirler</i>	<i>39.158.018</i>	<i>34.413.434</i>	<i>96.806.339</i>	<i>105.432.679</i>
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	4.068.780	6.088.718	2.442.348	2.004.434
Kısa Vadeli Karşılıklar	240.564	385.192	1.456.237	1.756.566
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar</i>	<i>240.564</i>	<i>318.192</i>	<i>1.112.509</i>	<i>1.412.838</i>
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>		<i>67.000</i>	<i>343.728</i>	<i>343.728</i>
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	125.517	366.131	1.846.259	3.440.361
Uzun Vadeli Yükümlülükler	56.283.152	34.746.312	265.456.669	260.300.772
Uzun Vadeli Borçlanmalar	48.869.902	21.482.843	256.693.383	255.014.053
Diğer Borçlar		11.325		
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.696.451	2.117.201	8.763.286	5.286.719
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar</i>	<i>1.696.451</i>	<i>2.117.201</i>	<i>8.763.286</i>	<i>5.286.719</i>
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	5.716.799	11.134.943		
Özkaynaklar	179.925.221	318.911.845	640.380.299	727.785.572
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	179.925.221	301.086.335	610.761.592	693.785.915
Ödenmiş Sermaye	20.000.000	130.000.000	130.000.000	130.000.000
Ortak Kontrole Tabi Teş. veya İşl. İçeren Bir. Etkisi		-23.590.906	-23.590.906	-23.590.906
Kâr veya Zar. Yen. Sın. Bir. Diğer Kap. Gel. veya Gid.	14.664.739	46.020.527	72.346.293	74.418.663
<i>Maddi Duran Varlıkları Değerleme Artış</i>	<i>14.976.337</i>	<i>46.170.167</i>	<i>76.675.975</i>	<i>76.675.975</i>
<i>Tan. Fayda Planları Yeniden Ölçüm (Kayıpları)</i>	<i>-311.598</i>	<i>-149.640</i>	<i>-4.329.682</i>	<i>-2.257.312</i>
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	5.334.419	12.532.243	12.540.171	27.994.901
Diğer Yedekler		27.864.817		
Geçmiş Yıllar Kârları	84.776.450	22.728.239	107.374.995	404.011.304
Net Dönem Kârları	55.149.613	85.531.415	312.091.039	80.951.953
Kontrol Gücü Olmayan Paylar		17.825.510	29.618.707	33.999.657
Toplam Kaynaklar	632.030.073	1.178.035.398	2.569.883.398	2.999.088.519

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Ofis Yem Gıda Sanayi Ticaret A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

Ofis Yem Gıda Sanayi Ticaret A.Ş. Gelir Tablosu						
TL	2020	2021	2022	2022/03	2023/03	Son4Ç
Hasılat	1.299.205.241	3.169.029.240	7.609.085.750	1.544.704.167	2.254.090.063	8.318.471.646
Yıllık Değişim		143,9%	140,1%		45,9%	
Satışların Maliyeti (-)	-1.198.404.713	-2.879.977.080	-6.945.937.268	-1.394.492.671	-2.053.740.444	-7.605.185.041
Yıllık Değişim		140,3%	141,2%		47,3%	
Brüt Kâr	100.800.528	289.052.160	663.148.482	150.211.496	200.349.619	713.286.605
Yıllık Değişim		186,8%	129,4%		33,4%	
Brüt Kar Marjı	7,8%	9,1%	8,7%	9,7%	8,9%	8,6%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-9.172.193	-13.108.728	-25.704.337	-4.590.121	-10.152.521	-31.266.737
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-32.737.315	-58.013.475	-128.899.526	-30.069.976	-38.213.955	-137.043.505
Faaliyet Karı	58.891.020	217.929.957	508.544.619	115.551.399	151.983.143	544.976.363
Yıllık Değişim		270,1%	133,4%		31,5%	
Faaliyet Kar Marjı	4,5%	6,9%	6,7%	7,5%	6,7%	6,6%
Amortisman	2.701.556	3.661.027	10.200.633	1.736.758	3.247.594	11.711.469
FAVÖK1	61.592.576	221.590.984	518.745.252	117.288.157	155.230.737	556.687.832
Yıllık Değişim		259,8%	134,1%		31,5%	
FAVÖK1 Marjı	4,7%	7,0%	6,8%	7,6%	6,9%	6,7%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	47.331.593	28.379.300	54.306.813	24.585.784	29.051.553	58.772.582
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-41.194.878	-87.851.671	-53.029.213	-31.679.082	-16.775.560	-38.125.691
Esas Faaliyet Kârı	65.027.735	158.457.586	509.822.219	108.458.101	164.259.136	565.623.254
Yıllık Değişim		143,7%	221,7%		51,4%	
FAVÖK2	67.729.291	162.118.613	520.022.852	110.194.859	167.506.730	577.334.723
Yıllık Değişim		139,4%	220,8%		52,0%	
FAVÖK2 Marjı	5,2%	5,1%	6,8%	7,1%	7,4%	6,9%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	47.682.620	41.448.897	56.024.996	11.218.188	11.977.537	56.784.345
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-18.289	-1.118.698	-46.348		-81.705	-128.053
TFRS 9 Uy. Bel. Değer Düş.Kaz.(Zar.) ve Değer Düş. Zar.İpt.			-6.709.003		-1.340.069	-8.049.072
Özkaynak Yön. Değ. Yatırımların (Zar.) Payları	-10.647.747					
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kârı	102.044.319	198.787.785	559.091.864	119.676.289	174.814.899	614.230.474
Finansman Gelirleri	2.440.960	10.946.224	12.876.841	2.448.021	3.015.627	13.444.447
Finansman Giderleri (-)	-36.324.021	-87.862.086	-262.533.679	-33.579.431	-70.348.874	-299.303.122
Vergi Öncesi Kâr	68.161.258	121.871.923	309.435.026	88.544.879	107.481.652	328.371.799
Vergi Geliri / (Gideri)	-13.011.645	-36.109.244	11.935.340	-20.781.653	-22.670.626	10.046.367
Dönemin Vergi Gideri	-10.322.170	-29.099.934	-54.768.565	-17.431.297	-2.012.582	-39.349.850
Ertelenmiş Vergi Geliri/ (Gideri)	-2.689.475	-7.009.310	66.703.905	-3.350.356	-20.658.044	49.396.217
Dönem Net Kâr	55.149.613	85.762.679	321.370.366	67.763.226	84.811.026	338.418.166
Dönem Kâr Dağılımı						
Kontrol Gücü Olmayan Paylar		231.264	9.279.327	2.428.233	3.859.073	10.710.167
Ana Ortaklık Payları	55.149.613	85.531.415	312.091.039	65.334.993	80.951.953	327.707.999

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- Garanti Yatırım, Ofis Yem'in halka arz fiyatının tespitinde indirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, İNA %50 ve Çarpan Analizi %50 ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Ofis Yem özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Garanti Yatırım tarafından Ofis Yem'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışında işlem gören benzer şirketlerin İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanının medyanı

kullanılmıştır. İD/FAVÖK çarpanının meydanının kullanılmasını makul karşılamakla birlikte Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.

- Piyasa çarpanları analizinde, İD/FAVÖK çarpanı hesaplamasında 5'ten küçük ve 15'ten büyük değerler uç değer olarak kabul edilmiş olup değerlendirme dışı bırakılmıştır.
- Garanti Yatırım tarafından İD/FAVÖK çarpanları hesaplanırken şirketlerin 7 Temmuz 2023 piyasa kapanışı işletme ve piyasa değerleri ile 7 Temmuz 2023 itibarıyla açıklanmış olan en güncel finansal tablolar üzerinden son 12 aylık finansal veriler kullanılmıştır. Ofis Yem'in 31.03.2023 tarihli bilançosundaki net borç ve son 12 aylık FAVÖK rakamları düzeltilerek çarpan analizinde kullanılmıştır. Ofis Yem 'in düzeltilmiş FAVÖK ve net borcu Ofis Acay'ın %49'luk kontrol gücü olmayan payları çıkartılarak hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Yurt içi benzer şirketler çarpan analizinde, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler incelendiğinde Şirket ile bire bir aynı alanda faaliyet gösteren herhangi bir şirket bulunmamasından ötürü, Şirket faaliyetlerinin gıda sektörüne hitap etmesi nedeniyle Borsa İstanbul Gıda Endeksi'nde yer alan 34 şirket incelenmiştir. İncelenen şirketler arasından İD/FAVÖK çarpanı 5'ten küçük ve 15'ten büyük olanlar uç değer kabul edilerek hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Yurt İçi Benzer Şirketler	
Şirket	İD/FAVÖK
AEFES Anadolu Efes	3,17
AVOD A.V.O.D Gıda Ve Tarım	11,46
BANVT Banvit	28,31
COLLA Coca Cola İçecek	6,75
DARDL Dardanel	19,68
EKSUN Eksun Gıda	10,66
ELITE Elite Naturel Organik Gıda	11,17
ERSU Ersu Gıda	n.m
FADE Fade Gıda	41,68
FRIGO Frigo Pak Gıda	6,31
GOKNR Gökür Gıda	14,63
KAYSE Kayseri Şeker Fabrikası	7,23
KERTV Kerevitaş Gıda	4,51
KNFRT Konfrut Gıda	9,69
KRSTL Kristal Kola	25,46
KRVGD Kervan Gıda	8,47
KTSKR Kütahya Şeker Fabrikası	12,71
MERKO Merko Gıda	5,74
ORCAY Orçay Ortaköy Çay Sanayi	8,40
OYLUM Oylum Sınai Yatırımlar	10,93
PENGÜD Penguen Gıda	13,06
PETUN Pınar Et Ve Un	10,26
PINSU Pınar Su	17,87
PNSUT Pınar Süt	10,65
SELGD Selçuk Gıda	n.m
SELVA Selva Gıda Sanayi	13,24
SÖKE Söke Değirmencilik	15,68
TATGD Tat Gıda	12,66
TETMT Tetamat Gıda Yatırımları	n.m
TUKAS Tukaş	6,28
ULKER Ülker Bisküvi	4,21
ULUUN Ulusoy Un Sanayi	6,48
VANGD Vanet Gıda	n.m
YYLGD Yayla Agro Gıda	14,62
Medyan	10,65

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Yurt içi benzer şirket çarpan analizinden şirket için 4.707 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Değeri	
mnTL	
İD/FAVÖK (x)	10,65
Düzeltilmiş FAVÖK	546
İşletme Değeri	5.817
Düzeltilmiş Net Borç	1.111
Piyasa Değeri	4.707

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Yurt dışı benzer şirket analizinde, Ofis Yem ile benzer alanlarda faaliyet gösterdiği belirlenen 13 şirket incelenmiş olup FD İD/FAVÖK çarpanı 5'ten küçük ve 15'ten büyük olanlar uç değer kabul edilerek hesaplamaaya dahil edilmemiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler	
Şirket	İD/FAVÖK
Farmsco	12,96
Feedone Co., Ltd.	15,51
Godrej Agrovet Limited	24,56
Hanil Feed Co., Ltd	89,92
KSE Limited	-191,91
Lee Feed Mill Public Company Limited	27,08
Vitarich Corporation	10,40
Charoen Pokphand Enterprise (Taiwan	15,00
Astral Foods Limited	9,55
Prima Agro Limited	5,55
ForFarmers N.V.	8,43
Aman Feed Limited	21,54
Phibro Animal Health Corporation	12,17
Medyan	10,40

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Yurt dışı benzer şirket çarpan analizinden şirket için 4.707 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değeri	
mnTL	
İD/FAVÖK (x)	10,40
Düzeltilmiş FAVÖK	546
İşletme Değeri	5.682
Düzeltilmiş Net Borç	1.111
Piyasa Değeri	4.571

Çarpan Analizi Sonucu

- Çarpan analizinde, yurt içi ve yurt dışı benzer şirket çarpan değerleri eşit ağırlıklandırılarak şirket için 5.749.555.907 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi Sonucu		
TL	Ağırlık	Değer
İD/FAVÖK BIST Gıda Endeksi	50%	5.817.265.163
İD/FAVÖK Yurt Dışı Benzer Şirketler	50%	5.681.846.650
Ofis Yem'in Çarpan Değeri		5.749.555.907

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2023-2027 yılları için projekte edilmiştir.
- Satışlar:** Şirket gelir projeksiyonları oluşturulurken tümevarım yaklaşımı benimsenmiştir. Bu doğrultuda; besi yemi, buzağı yemi, kanatlı yemi, küçükbaş yemi, süt yemi ve ticari mal satış kalemleri Şirket'in stratejik hedeflerine uygun büyüme oranları kullanılarak modellenmiştir.
- Adana, Çubuk Kars fabrikalarında tüm ürün segmentleri için Şirket'in üretim kapasitesi ve yönetim stratejisi göz önüne alınarak tonaj bazında büyüme oranları belirlenmiş, Salihli ve Kars fabrikalarındaki üretim miktarları için ise bütün ürün segmentlerinde projeksiyon dönemi için sırasıyla %2'lik ve %3'lük büyüme öngörülmüştür. Fiyat tarafında 2023-2027 projeksiyon dönemi boyunca tüm ürün fiyatlarının TL enflasyon tahminlerine paralel olarak artacağı varsayılmıştır.
- Şirket'in projeksiyon dönemindeki ticari mal satış tonajları için Şirket yönetiminin strateji planı ve piyasa beklentisi baz alınmış olup, birim fiyatların 2023-2027 projeksiyon dönemi boyunca TL enflasyon tahminlerine paralel olarak artacağı öngörülmüştür.
- Giderler:** Direkt ilk madde ve malzeme giderleri, genel üretim giderleri, personel ücret gideri, stok değer düşüklüğü, amortisman giderleri ve itfa payları ile ticari mal maliyeti olmak üzere altı ana gider kaleminden oluşmaktadır.
- Şirketin ham madde giderleri hesaplanırken, her bir ürüne özgü olan reçeteler kullanılmıştır. Bu reçeteler üzerinden projeksiyon dönemi boyunca her bir senede satılacak ürün tonajı için gerekli olan ham madde tonajları hesaplanmıştır. Sonrasında her bir ham madde için bulunan tonajlar ile o ham maddenin söz konusu senedeki birim maliyet Öngörüsü hesaba katılarak ham madde maliyeti bulunmuştur. Projeksiyon dönemi boyunca ham madde birim fiyatları, birim ürün satış fiyatlarında öngörüldüğü gibi 2022 yılı için gerçekleşen birim fiyatlar baz alınarak projeksiyon dönemi için öngörülen TL enflasyon oranları ile büyütülmüştür.
- Genel üretim giderleri hesaplanırken bu kalemi oluşturan buhar kazam giderleri, tamir bakım giderleri, yemek giderleri, özel güvenlik giderleri, servis ve yol giderleri kalemleri için 2022 yılında gerçekleşen bu kalemlerin her birinin satışlara oranlarının projeksiyon dönemi boyunca aynı olacağı varsayılmış ve projeksiyon dönemi boyunca net satışların bu oranlar ile çarpılması ile bulunmuştur.

- Stok değer düşüklüğü hesaplanırken, 2021 ve 2022 yıllarında gerçekleşen stok değer düşüklüğünün satışlara oranının projeksiyon dönemi boyunca aynı olacağı varsayılmış ve projeksiyon dönemi boyunca net satışların bu oran ile çarpılması ile bulunmuştur.
- Projeksiyon dönemi boyunca personel giderleri öngörülürken, 2023 yılının kalan 9 aylık döneminde de 2023 ilk çeyrekte gerçekleşen personel başına düşen ortalama aylık giderlerin devam edeceği varsayılmıştır. Personel başına düşen ortalama aylık giderler, 2024 yılından itibaren projeksiyon dönemi için öngörülen TL enflasyon oranlarıyla büyütülmüştür. Bu tutarın projeksiyon dönemi boyunca öngörülen çalışan sayısı ile çarpılması sonucu yıllıklandırılması ile personel giderleri hesaplanmıştır. Genel üretim giderlerindeki personel sayısının projeksiyon dönemi boyunca geçmişe göre her yıl ortalama %7 büyüyeceği varsayılmıştır. Pazarlama ve satış giderlerindeki personel sayısının ise projeksiyon dönemi boyunca geçmişe göre her yıl ortalama %3 artış göstereceği öngörülmüştür. Genel yönetim giderlerindeki personel sayısının 2024 yılı sonrası, 2023 ve önceki yıllara göre %12 artış göstereceği öngörülmüştür.
- **İşletme Sermayesi:** İşletme sermayesine dahil edilen kalemler için Şirket'in 2020, 2021, 2022 yıllarına ve 2023 ilk çeyrek dönemlerine ait gün sayıları hesaplanmıştır. Tüm kalemler için 2021 ve 2022 yıllarındaki gün sayılarının ortalaması kullanılmıştır.
- **Yatırım Harcamaları:** 2023 yılında Salihli'deki fabrikada kapasite artış yatırımı ve Adana OSB'de devam eden yatırımın 2024'te faaliyete geçmesi planlanmaktadır. Mayıs 2023 itibarıyla Ankara ili Bala ilçesinde 14 mWp kapasiteli, yıllık 22.400.000 kWh elektrik üretmesi beklenen güneş enerjisi santrali kurulumuna başlanmış ve santralin Ekim 2023 itibarıyla tamamlanması planlanmaktadır. Kurulum sonrası Ankara Çubuk ve Manisa Salihli lokasyonlarındaki fabrikaların tüm elektrik tüketimi karşılanacaktır. Kars fabrikasının elektrik ihtiyacı için ise Ankara ili Şereflikoçhisar ilçesinde 1.258 mWp kapasiteli, yıllık 1.950.000 kWh elektrik üretmesi beklenen güneş enerjisi santralinin kurulumuna 2023 Ağustos ayında başlanacak olup kurulumun 2023 Ekim ayı için içerisinde tamamlanması planlanmaktadır. Yeni yatırımlara ek olarak, 2020, 2021 ve 2022 yıllarındaki gerçekleştirmeler baz alındığında, Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca satışlarının %0,4'ü seviyesinde idame yatırım ihtiyacı olacağı öngörülmüştür.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlamaya Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** İtfa tarihi 13.10.2032 olan 10 yıllık TL devlet tahvilinin (TRT131032T13) 7 Temmuz 2023 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan 16,87 dikkate alınmış ve projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranının sabit kalacağı varsayılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** Kaldıraçsız beta 1 olarak kabul edilmiş ve kaldıraçlı beta 2,50 olarak hesaplanmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Şirket risk primi:** İlave %1 şirkete özgü risk primi eklenmiştir.
 - **Özsermaye Maliyeti:** %31,63 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Vergi öncesi borçlanma maliyeti, risksiz getiri oranı olan %16,87'ye %5,00 borç primi eklenmesi yoluyla %21,87 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borç Oranı:** Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve özkaynak toplamına oranı olan %66,70 kullanılmıştır.
- AOSM, %21,5 olarak hesaplanmıştır.

- Uç Değer Büyüme Oranı: %5 olarak varsayılmıştır.

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu		
TL	Ağırlık	Değer
Çarpan Değeri	50,00%	5.749.555.907
İNA Değeri	50,00%	5.629.964.915
Ağırlıklı Şirket Değeri		5.689.760.411
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller		18.346.000
Net Borç		1.110.688.486
Piyasa Değeri		4.597.417.924
Ödenmiş Sermaye		130.000.000
Pay Başı Değer		35,36
Halka Arz İskontosu		23,10%
Halka Arz Fiyatı		27,20

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA ve Çarpan Analizi eşit ağırlıklandırılmış olup %23,10 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 27,20 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %23,10'lik iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Ofis Yem'in fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Ofis Yem'in özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Garanti Yatırım tarafından Ofis Yem'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışında işlem gören benzer şirketlerin İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanının medyanı kullanılmıştır. İD/FAVÖK çarpanının meydanının kullanılmasını makul karşılamakla birlikte Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Piyasa çarpanları analizinde, İD/FAVÖK çarpanı hesaplamasında 5'ten küçük ve 15'ten büyük değerler uç değer olarak kabul edilmiş olup hesaplama dahil edilmemesi makuldür.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2023-2027 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Risksiz getiri oranı olarak itfa tarihi 13.10.2032 olan 10 yıllık TL devlet tahvilinin (TRT131032T13) 7 Temmuz 2023 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %16,87 dikkate alınmış ve projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranının sabit kalacağı varsayılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmuştur.

- Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkulleri olan 18.346.000 TL şirket değerine eklenmiştir.
- Uygulanan %23,10'luk iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Ofis Yem için halka arz fiyatının tespit edilmesinde Garanti Yatırım'ın kullanmış olduğu varsayımlar dahilinde %23,10 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 27,20 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz. Farklı varsayımlarla farklı değere ulaşabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.