



**ELİTE NATUREL ORGANİK GIDA SANAYİ VE TİCARET
ANONİM ŞİRKETİ
FİYAT TESPİT RAPORU**

25 Ekim 2021


HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İÇİNDEKİLER

TABLolar.....	3
ŞEKİLLER.....	4
KISALTMALAR.....	5
1. RAPOR ÖZETİ.....	7
2. YÖNETİCİ ÖZETİ.....	11
3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ.....	13
4. SEKTÖREL GÖRÜNÜM.....	29
5. DEĞERLEME ANALİZİ.....	37
6. DEĞERLEME VE SONUÇ.....	47

TABLULAR

Tablo 1 Halka Arz Edilen Pay Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	12
Tablo 2 Halka Arz Bilgileri	12
Tablo 3 Sertifika Bilgileri	14
Tablo 4 Kategorilere Göre Satış Tutarları	15
Tablo 5 Yarı Mamül Satışları	16
Tablo 6 Ambalaj Hacimlerine Göre Sınıflandırılmış Ürünlere Ait Satış Tutarları ve Oranları	17
Tablo 7 Satış Rakamları	18
Tablo 8 Elite Naturel'in Ülke Bazlı Satış Dağılımı (bin TL)	19
Tablo 9: Şirket'in Dahil Olduğu Grup	19
Tablo 10: Gelir Tablosu	21
Tablo 11: Satılan Mal Maliyeti	22
Tablo 12: Faaliyet Giderleri ve Faaliyet Kar Marjı	22
Tablo 13: Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	23
Tablo 14: Genel Yönetim Giderleri	23
Tablo 15: Ar – Ge Giderleri	23
Tablo 16: FAVÖK ve FAVÖK Marjı	24
Tablo 17: Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	24
Tablo 18: Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler ve Zararlar	24
Tablo 19: Finansman Gelirleri ve Giderleri (TL)	24
Tablo 20: Kur Farkları Gelirleri / Giderleri	25
Tablo 21: Bilanço	25
Tablo 22: Net Borç	27
Tablo 23: Likidite Oranları	28
Tablo 24: Mali Oranları	29
Tablo 25: Organik Tarım Arazizi ve Üreticisi	30
Tablo 26: Takviye/Fonksiyonel İçecekler Satış Hacmi	35
Tablo 27: Değerlemede Esas Alman Finansal Veriler	38
Tablo 28: Yurtdışı Benzer Şirketler FD / FAVÖK, PD / Net Kar Çarpan Değerleri	38
Tablo 29: Yurtdışı Benzer Şirketler FD / FAVÖK, PD / Net Kar Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı	39
Tablo 30: Yurtdışı Benzer İşlemler FD / FAVÖK, PD / Net Kar Çarpan Değerleri	39
Tablo 31: Yurtdışı Benzer İşlemler FD / FAVÖK, PD / Net Kar Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı	39
Tablo 32: Yurtiçi BIST Gıda, İçecek Endeksi İçecek Şirketleri FD / FAVÖK, PD / Net Kar Çarpan	40
Tablo 33: Yurtiçi BIST Gıda, İçecek Endeksi İçecek Şirketleri FD / FAVÖK, PD / Net Kar Çarpanına göre Özsermaye Değeri	40
Tablo 34: Brüt ve Net Satış Gelirleri	41
Tablo 35: Satılan Mal Maliyeti	42
Tablo 36: Amortisman Yansıtılan Gider Hesapları (mn TL)	43
Tablo 37: Toplam Faaliyet Giderleri	43
Tablo 38: Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	43
Tablo 39: Genel Yönetim Giderleri	44
Tablo 40: Ar – Ge Giderleri	44
Tablo 41: FAVÖK hesaplaması	44
Tablo 42: Ticari İşletme Sermayesi ve Değişimi	44
Tablo 43: Yatırım Harcamaları ve Amortisman (mn TL)	45
Tablo 44: AOSM Hesaplaması	45
Tablo 45: İndirgenmiş Nakit Akışları	46
Tablo 46: Değerleme Yöntemleri Sonuçları	47
Tablo 47: Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı	47

ŞEKİLLER

Şekil 1: Şirket'in Organik Tarım Alanı ve Organik Ürün Miktarı.....	29
Şekil 2: Organik Tarım Alanı 2019	30
Şekil 3: Şirket'in 2014-2018 Yılları Arası Satış Cirosu (mn \$).....	31
Şekil 4: Organik İçecek Satış Hacimleri (mn USD)	32
Şekil 5: Organik Meyve / Sebze Suyu Kategorisi Satış Hacmi (mn TL).....	33
Şekil 6: Markaların Sektör İçindeki Pazar Payları.....	33
Şekil 7: Şirket'in Fonksiyonel Ürün Satışları (mn TL).....	35
Şekil 8: Küresel Organik Bebek Ürünleri Hasılat Tutarı (mn TL)	36


HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

KISALTMALAR

ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları	:	Amerika Birleşik Devletleri resmi para birimi.
A.Ş.	:	Anonim Şirket
B2B	:	Business to Business (İşletmeden İşletmeye İş Modeli)
Başkent O.S.B	:	Ankara – Sincan – Başkent Organize Sanayi Bölgesi
Bio Doğal	:	Bio Doğal Tarım Pazarlama Gıda Ticaret Limited Şirketi
BIST, Borsa İstanbul	:	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
BRC	:	Brand, Reputation and Compliance (İngiliz Perakendeciler Birliği) (eski adıyla British Retail Consortium)
CAGR	:	Compounded Annual Growth Rate (Yıllık Bileşik Büyüme Oranı)
ÇED	:	Çevresel Etki Değerlendirmesi
Elite Naturel, Şirket, İhraççı	:	Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Elite Naturel Depo	:	Ankara – Sincan - Başkent Organize Sanayi Bölgesi, 3. Cadde No:4 201 ada 7 parsel’de bulunan depo.
Elite Naturel Meyve Suyu	:	Elite Naturel Meyve Suyu Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş.
Elite Naturel Üretim Tesisi	:	Ankara – Sincan - Başkent Organize Sanayi Bölgesi, Başkent Bulvarı 3. Cadde 208 ada 23 parsel’de bulunan Şirket üretim tesisi
GDO	:	Genetiği Değiştirilmiş Organizma
Halk Yatırım, HALKI	:	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahipleri	:	Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin halka arz eden pay sahipleri olan Ahmet Yaşar Eşmekaya ve Çağrı Eşmekaya
Halka Arz Edilen Paylar	:	Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin halka arz edilecek payları
HA	:	Hektar
IFOAM	:	The International Federation of Organic Agriculture Movements (Uluslararası Organik Tarım Hareketleri Federasyonu)
KAP	:	Kamuyu Aydınlatma Platformu
Kurul, SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
KVK	:	Kurumlar Vergisi Kanunu
LT	:	Litre
Maidan Ofis	:	Ankara – Çankaya Mustafa Kemal Mahallesi 2118. Cadde Maidan Sitesi 4-B/57’de bulunan Şirket ofisi.
Merkez Ofis	:	Ankara – Çankaya Mustafa Kemal Mahallesi 2159. Sokak Duru Apt. No: 6/8’de bulunan Şirket genel merkez ofisi.
MEYED	:	Meyve Suyu Endüstrisi Derneği
MKK	:	Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
NFC	:	Konsantre olmayan (not-from-concentrate)
Pay Tebliği	:	Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 22.06.2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan VII-128.1 sayılı Pay Tebliği
Polatlı Depo	:	Ankara – Polatlı, Kuşçu Mahallesi Köy Yolu Altı Evleri No:157, 205 Ada 16 parsel’de bulunan depo.
Pouch	:	Hammaddesi Alüminyum Olan, Hafif ve Yumuşak Ambalajlar

Private Label	:	Özel Etiket (Bir Şirket ya da Perakendeci Tarafından Farklı Bir Marka Adı Altında Üretilen Ürünler)
Rüya Organik	:	Rüya Organik Gıda ve Enerji Sanayi Ticaret A.Ş.
SPKn	:	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
T.C.	:	Türkiye Cumhuriyeti
TMS / TFRS	:	Türkiye Muhasebe Standartları / Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TL	:	Türk Lirası
TTK	:	Türk Ticaret Kanunu
TTSG	:	Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
UDS	:	Uluslararası Değerleme Standartları
YBBO	:	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı


HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

1. RAPOR ÖZETİ

Raporun Amacı

Bu rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Halk Yatırım") ile Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Şirket") arasında 08 Mart 2021 tarihinde imzalanmış olan "Halk Arza Aracılık ve Finansal Danışmanlık 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

Şirket'in işbu fiyat tespit raporunda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i ve Uluslararası Değerleme Standartları ("UDS") dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sorumluluk Beyanı

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

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uydüğümüzü, 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.

Fiyat Tespit Raporunu Hazırlayan Kuruluş ve Proje Ekibi

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

Ayrı bir Kurumsal Finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan Halk Yatırım Sermaye Piyasası

Kurulu'nun 11/04/2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında istenen şartlara haiz olarak gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti verebilmektedir.

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

Halk Yatırım'ın Şirket ile 08 Mart 2021 tarihinde imzalanmış olduğu "Halka Arza Aracılık ve Finansal Danışmanlık Sözleşmesi" dışında değerlendirme konusu Şirket ile önemli bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır.

İşbu Fiyat Tespit Raporu, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Üyelerinin; birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kurallarını ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen ve 8. sayfada yer alan etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır.

Proje Ekibi

Değerleme çalışması, Halk Yatırım'ın Kurumsal Finansman Bölümü çalışanlarından oluşan ve konusunda uzman bir ekip tarafından yürütülmüştür. Çalışma ekibi üyeleri, SPK mevzuatı uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli bilgi birikimine sahip olup, toplamda 50 yılı aşkın tecrübeye sahiptir.

Bülent Sezgin, 1997 yılında Orta Doğu Teknik Üniversitesi Siyaset Bilimi ve Kamu Yönetimi Bölümü'nden mezun olan Sezgin; 1997 yılında sermaye piyasalarında başladığı meslek hayatında 2011 yılına kadar sektörde çeşitli kademelerde görev almıştır. 2011 yılında Kurumsal Finansman Müdürü göreviyle başladığı Halk Yatırım'daki çalışma hayatını, 2012 Aralık ayı itibarıyla Kurumsal Finansman ve Hazine'den sorumlu Genel Müdür Yardımcısı olarak sürdürmüştür. 20.10.2020 tarihi itibarıyla Halk Yatırım Genel Müdürü ve Yönetim Kurulu üyesi olarak görev yapan Bülent Sezgin Kurumsal Finansman ve Danışmanlık, halka arzlar, şirket satın alma ve birleşmeleri ile borçlanma araçları ve sukuk ihraçları konusunda 20 yıldan fazla deneyim sahibidir. Bülent Sezgin, ayrıca SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 201018).

Zafer Mustafaoğlu, Halk Yatırım'da Kurumsal Finansman Birimi'nde Direktör pozisyonunda çalışmakta olup; sürdürülebilirlik ve geri kazanım esaslı iş geliştirme, inovasyon yönetimi, stratejik planlama, risk yönetimi, alternatif finansman araçları, girişim sermayesi yatırımları yönetimi, sınır ötesi şirket birleşmeleri ve satın almalar, finansal kontrol alanlarında 20 yıldan fazla deneyim sahibidir. Lisans eğitimini İstanbul Teknik Üniversitesi, İşletme Mühendisliği Bölümü'nden 1990 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Yüksek Lisans eğitimini ise İstanbul Teknik Üniversitesi, İşletme Bölümü'nde tamamlamıştır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 200195).

Recep Bozkurt, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş' de Kurumsal Finansman Birimi'nde Yönetici pozisyonunda çalışmakta olup; halka arzlar, şirket satın alma ve birleşmeleri ile borçlanma araçları ve sukuk ihraçları konusunda 8 senelik tecrübesi bulunmaktadır. Lisans eğitimini Erciyes Üniversitesi, İşletme Bölümü'nden 2000 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Yüksek Lisans eğitimini ise New York Teknoloji Enstitüsü, İşletme Bölümü'nden tamamlamıştır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 206166).

Sınırlayıcı Şartlar

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler, BDD Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından 30.06.2021 - 31.12.2020 - 31.12.2019 - 31.12.2018 - 31.12.2017 dönemleri için hazırlanan bağımsız denetim raporları, finansal tablolar ve kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgilere ve Halk Yatırım'ın bulgularına, tahminlerine ve analizlerine dayanmaktadır.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Müşteri, Kullanım, dağıtım ve yayınlanma kısıtlamaları

Şirket ile 08 Mart 2021 tarihinde imzalanmış olan "Halka Arza Aracılık ve Finansal Danışmanlık Sözleşmesi" kapsamında hazırlanan bu rapor ve içinde yer alan veriler VII – 128.1 sayılı Pay Tebliği'nin hükümleri uyarınca kamuya açıklanacaktır, ancak bu raporun muhatabı Şirket olarak kalacaktır.

İşbu rapor Şirket'in dahili kullanımı ve halka arz işlemiyle ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır. VII-128. 1 sayılı Pay Tebliğ hükümleri gereğince KAP'da yayımlanacak olan bu rapor Halk Yatırım'ın yazılı izni olmadan kısmen veya tamamen yayımlanamaz, çoğaltılamaz veya dağıtılamaz.

Değerlemesi Yapılacak Varlık, Değerleme Tarihi ve Para Birimi

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

Değerlemenin Amacı – Halka arz edilecek olan Şirket paylarının satış fiyatının (16.30 TL pay değeri hesaplanmıştır) nominal değeri olan 1 TL'nin üzerinde olmasından dolayı, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplamasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak görüş bildirmek dışında hiçbir amaca hizmet etmemektedir.

Kullanılan Değer Esası – Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak;

- i) Pazar Yaklaşımı için Pazar Değeri
- ii) Gelir Yaklaşımı için Makul Değer dikkate alınmıştır.

UDS'nin 104 Değer Esasları kapsamında Pazar Değeri ve Makul Değer sırası ile 30.1 ve 50.1 uyarınca aşağıda tanımlanmıştır.

Pazar Değeri - Pazar değeri, bir varlık veya 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.

Makul Değer - Makul değer, bir varlığın veya yükümlülüğün bilgili ve istekli taraflar arasında devredilmesi için, ilgili tarafların her birinin menfaatini yansıtan tahmini fiyattır. Aynı zamanda UDS'nin 50.4 maddesi ile makul değer kullanımına örnek olarak "Payları borsada işlem görmeyen bir işletmede pay sahipliği için makul olan fiyatın belirlenmesi" ifadesi doğrultusunda Gelir Yaklaşımı da kullanılmıştır.

2. YÖNETİCİ ÖZETİ

25.10.2021 tarihli bu rapor, 08 Mart 2021 tarihinde Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Elite Naturel", "İhraççı" veya "Şirket") ile Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Halk Yatırım") arasında imzalanmış olan Halka Arza Aracılık ve Finansal Danışmanlık Sözleşmesi gereği Şirket'in Özsermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan Değerleme Çalışmasının, SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak 8. sayfada yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına BDD Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından 30.06.2021 - 31.12.2020 - 31.12.2019 - 31.12.2018 - 31.12.2017 dönemleri için hazırlanan bağımsız denetim raporları, finansal tablolar, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler ve Halk Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Halk Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerin doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmektedir.

Halk Yatırım Değerleme Çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Halk Yatırım, Değerleme Çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Halk Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir. Kullanılan finansal bilgiler şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Halk Yatırım tarafından finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler Halk Yatırım değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte tam olarak doğruluğu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. Halk Yatırım olarak, Şirket'in finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir.

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri kapsamında sırası ile Madde 20 ve Madde 40 ile aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

- i) Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi
- ii) Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

Değerleme metodolojileri i) Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi ii) Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akışları ("İNA") analizi sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiştir. Uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.

Şirket'in değerlemesinde Çarpan Analizleri %50 ve İNA %50 ağırlıklandırılmış olup, **1,025.5 mn TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır. Sermayesi 50,000,000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri **20.51 TL** olarak hesaplanmıştır. Yaklaşık %20.53 oranında halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri **815 mn TL**, pay başına değer ise **16.30 TL** olarak hesaplanmıştır. Halka arz %8 oranında sermaye artırımını (4,000,000 TL nominal değerli 4,000,000 adet B grubu pay) ve mevcut ortaklardan Ahmet Yaşar Eşmekaya'nın sahip olduğu 5,775,000 TL nominal değerli 5,775,000 adet B grubu payı, Çağrı Eşmekaya'nın sahip olduğu 2,225,000 TL nominal değerli 2,225,000 adet B grubu payı olmak üzere toplam 12,000,000 TL nominal değerli 12,000,000 adet B grubu payın satışı yoluyla yapılacaktır. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 195.6 mn TL olup, halka açıklık oranı %22.2 olarak hesaplanmıştır.

HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 1 Halka Arz Edilen Pay Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü

(Bin TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık (%)	Özsermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	1.079.237	50.0%	539.618
Piyasa Yaklaşımı - Benzer İşlem Çarpanları (Yurtdışı)	1.258.229	12.5%	157.279
Piyasa Yaklaşımı - Benzer İşlemler (Yurtdışı)	1.011.230	12.5%	126.404
<i>Piyasa Yaklaşımı - BIST - Gıda İçecek Endeksi İçecek Şirketleri</i>	808.929	25.0%	202.232
Halka Arz Değeri			1.025.533
Ödenmiş Sermaye			50,000
Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)			20.51
Halka Arz İskontosu			20.53%
İskonto Sonrası Halka Arz Satış Fiyatı Değeri (TL)			16.30
İskonto Sonrası Özkaynak Değeri			815,000
Halka Arz Edilen Nominal Pay Sayısı			12,000
Halka Arz Büyüklüğü			195,600

Tablo 2 Halka Arz Bilgileri**Halka Arz Bilgileri**

İhraççı	Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Konsorsiyum Liderleri	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyat İle Talep Toplama
Çıkarılmış Sermaye	50.000.000 TL
Talep Toplama Tarihleri	Daha sonra belirlenecektir.
Halka Arz Yapısı	Ortak Satışı: 8.000.000 TL nominal değerli pay Sermaye Artırımı: 4.000.000 TL nominal değerli pay
Halka Açıklık Oranı	%22,22 <ul style="list-style-type: none">• 4.800.000 adedi (%40) Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara• 4.800.000 adedi (%40) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara• 2.400.000 adedi (%20) Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılara
Tahsisat Grupları	
Fiyat	Pay Başına 16,30 TL
Satmama Taahhütleri	Halka Arz Eden Pay Sahipleri için 180 Gün
Fiyat İstikrarı	Planlanmaktadır.
Fiyat İstikrarı Süresi	Payların BİAŞ'ta işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün

3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

3.1. Genel Bakış

Şirket, 22/10/1998 tarihinde "Elite İçecek Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi" unvanı ile Ankara Ticaret Sicili nezdinde kurulmuştur. Şirket'in esas sözleşmesi 05 Kasım 1998 tarih ve 4663 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir. Şirket'in Ankara Ticaret Sicil Müdürlüğü'nün vermiş olduğu 143355 sicil numarası ile faaliyet göstermektedir. Şirket süresi, 4663 sayılı TTSG'de ilan edilen kuruluş esas sözleşmesinin 5. maddesi uyarınca, kuruluşundan itibaren 99 yıl olarak belirlenmiştir. Şirket'in süresi, 10 Ocak 2017 tarih ve 9238 sayılı TTSG'de yayınlanan esas sözleşme değişikliği ile sınırsız hale gelmiştir. Şirket'in ana faaliyet konusu; çeşitli organik meyve ve sebze suları, meyve ve sebze çekirdeğinin yağları ve ekstraktı, meyve kabuğu, meyve ve sebze suları, püreler, meyve posası, karışık sebze ve meyve kuruları, taze tıbbi, ve aromatik bitkiler, kurutulmuş tıbbi aromatik bitkiler, organik hazır demleme çay, sağlıklı atıştırmalıklar, fonksiyonel girdili besin takviyeleri, çocuk gıda ürünleri, yemeklik sos ile diğer yarı mamul ve mamul ürünlerin üretimi ve satışlarıdır.

Şirket hammaddeleri (organik meyve ve sebzeler) anlaşmalı çiftçiler ile T.C. Orman Genel Müdürlüğü bünyesindeki bölgelerden temin etmektedir. Şirket diğer işletme malzemelerini (şişe, kapak, etiket, kutu, koli, palet vb.) tamamını yurt içi piyasadan temin etmektedir.

Şirket 1998 yılında ilk üzüm suyu üretimiyle başlamıştır, sonrasında nar, ayva, armut sularıyla 2003 yılına kadar faaliyet göstermiştir. 2004 yılında ürünlerin organik statü kazanmasıyla ilk olarak organik nar suyu ihracatı gerçekleştirilmiştir.

Şirket üretimde %100 soğuk sıkım teknolojisi kullanılarak organik meyve ve sebzeleri işlemektedir. Şirket'in cirosuna az miktarda katkı sağlayan konsantre ürünler ise müşteri talepleri doğrultusunda Şirket'in konsantre tesisi olmadığından dolayı fason olarak diğer firmalara yaptırılmaktadır.

Şirket altı farklı grupta sınıflandırılmış hem yurtiçi hem yurtdışı piyasada, private label ve Şirket kendi markaları ile mamul satışı gerçekleştirmektedir. Bu ürün gruplarına aşağıda yer verilmiştir:

- 2004 yılında üretimine başlanan %100 Nar, Kayısı, Vişne ve Karadut Meyve Suları: 200 ML, 250 ML, 330 ML, 700 ML, 1000 ML, 3000 ML ve 210 KG (bag in box) şişe, varil ve steril ambalajlarda üretilmektedir.
- 2014 yılında üretimine başlanan %100 Meyve-Sebze Püresi: 200 ML, 414 ML, 120 GR pouch 210 KG hacimli şişe, varil ve steril ambalajlarda üretilmektedir.
- 2014 yılında üretimine başlanan Çocuklar İçin Organik Atıştırmalıklar: 90 GR ve 110 GR hacimli pouchlarda üretilmektedir.
- 2017 yılında üretimine başlanan Soğuk Demleme Organik Bitki Çayları: 200 ML, 330 ML ve 414 ML hacimli şişelerde üretilmektedir.
- 2018 yılında üretimine başlanan %100 Organik Smoothie: 200 ML, 330 ML, 414 ML, 700 ML ve 1000 ML şişelerde üretilmektedir.
- 2018 yılında üretimine başlanan Fonksiyonel & Arındırıcı Organik İçecekler: 60 ML, 200 ML ve 414 ML hacimli şişelerde üretilmektedir.

Şirket'in ilgili ürünlerin üretimini ve satışını seçmesinin ve yıllar içerisinde yeni ürün çeşitlerini ekleyerek büyümesinin nedeni kar marjı ve katma değeri yüksek, pazarda talebi artan ürünlerin üretilmesini hedeflemesinden kaynaklanmaktadır.

Üretim Süreci

Şirket, 2004 yılında ilk organik sertifikasını almış ve ilk organik meyve suyu satışını yurt içine ve yurt dışına yapmıştır. Daha sonraki yıllarda; 2008 yılına gelindiğinde, Orthodox Union tarafından verilen Kosher sertifikasına, 2011 yılında NSF tarafından verilen BRC sertifikasına ve 2014 yılında Kascert tarafından verilen Helal sertifikasına sahip olunmuştur. Yine 2016 yılında Foodchain tarafından verilen NonGMO sertifikası ve 2017 yılında Kiwa BCS tarafından verilen Adil Ticaret sertifikası alınmıştır. Avrupa Birliği ilk organik sertifika alım yılı 2004; Amerika Birleşik Devletleri ilk organik sertifika alım tarihi 2004; Çin organik sertifika alım tarihi 2013; Kore organik sertifika alım tarihi ise 2017 olup sertifikalar alındıktan sonra ilgili ülkelere satışlar başlamıştır. Şirket'in sahip olduğu sertifikalara yönelik ayrıntılı tablo aşağıda yer almaktadır.

Tablo 3 Sertifika Bilgileri

Sertifikalandıran Kuruluş	Sertifika	İlk Sertifikalandırma Yılı	Sertifika Son Geçerlilik Tarihi
Kiwa BCS Öko-Garantie GmbH	ABD Milli Organik Programı	2004	24.01.2022
	AB Organik Uygunluk Belgesi	2004	31.01.2022
	Kanada Organik Uygunluk Belgesi	2004	24.01.2022
Orthodox Union	Japon Tarım Standardı (JAS)	2008	31.01.2022
	Koşer	2008	31.01.2022
NSF Safety and Quality UK Ltd.	Küresel Gıda Güvenliği NSF Sertifikası / BRC Sertifikası (İngiliz Perakende Konsorsiyumu – Gıda Güvenliği Sertifikası)	2011	07.07.2022
Chong Qing Jinzhi Quality Certification Co. Ltd.	Çin Organik Uygunluk Belgesi	2013	20.06.2022
Kascert	Helal	2014	04.09.2021*
Foodcahin	NonGMO (Genetiği Değiştirilmiş Organizma İçermeyen Ürün Sertifikası)	2016	02.09.2022
Kiwa BCS Öko-Garantie GmbH	Fair TSA (Adil Tic. Sürdür. Bel.)	2017	30.11.2021
	Güney Kore Organik Uygunluk Belgesi	2017	10.01.2022
İntersistem Teknik Sertifikasyon Uluslararası Belg. Den. Gözetim ve Eğitim Hizm. San. ve Tic. Ltd. Şti.	Vegan-Vejetaryen Sertifikası	2021	21.10.2022

*Sertifika yenileme süreci devam etmektedir.

Şirket'in ürünlerinin tüketildiği her ülkenin organik ürünlerle ilgili olarak birbirinden farklı standartları bulunmaktadır. Bu sebeple Şirket üretimin her aşamasında sertifikasyon gereği testler yapmakta olup, “%100 organik” test sonucunu almayan hiçbir ürünü bir sonraki aşamaya geçirmemektedir. Tarladan alınan hammaddeyi itibaren son ürüne kadar aşamaların her birinde sertifikasyon gereği izlenebilirlik açısından ayrı kodlar verilmektedir. Bu kodlar sayesinde geriye dönük olarak %100 organik ürün testlerinden geçip geçemediği takip edilmektedir.

Üretimle ilgili olarak şirketin Başkent Organize Sanayi Bölgesi'nde tek yerleşke üzerinde üretim tesisi bulunmaktadır. Bu yerleşkede hem meyve-sebze işleme tesisi hem de şişeleme tesisi vardır.

Şirket'in 8.000 anlaşmalı çiftçi ve ormanlardaki toplam 766.000 hektar organik tarım arazisinden yılda 75.000 ton meyve ve sebze tedarik imkanı bulunmaktadır. Tedarikteki bu plan ile hammadde tedariki konusunda sıkıntı olmayacak organik tarım alanları projeler kapsamına dahil edilmiş olup, bunu da tedarikte anlaşmalı tarım alanları ile ormandan doğal toplamayı eşit olacak şekilde kurgulamıştır.

Covid-19 pandemi sürecinde şirket tedarik zinciri risklerini yönetmek için güvenlik üretimini ve stoğunu oluşturmuştur. Satış ve dağıtım tarafında tır ve konteyner trafiğinde sokağa çıkma yasakları ve seyahat kısıtlamalarından dolayı sorun olmakla beraber yurtdışı sevkiyatlar sorunsuz bir şekilde devam etmiştir. Yurt içi piyasaya dağıtımda da herhangi bir sorun yaşanmamıştır.

Üretim süreçleri, anlaşmalı çiftçiler veya Orman Genel Müdürlüğü tarafından tahsis edilen ormanlardan muhtelif organik meyve ve sebzelerin toplanması suretiyle temin edilen organik tarım ürünlerinin, Elite Naturel Üretim Tesisi'nde soğuk sıkım teknolojisi ile işlenerek yarı mamül haline getirilmesi ve aseptik dolum yapılarak depolanması suretiyle gerçekleştirilmektedir. Müşterinin talep ettiği ürünler için daha önceden geliştirilen reçetelere uygun girdiler karıştırılır ve dolumu yapılır. Portföyde bulunan müşterilerin çeşitli ambalajlarda farklı miktarlarda üretimlerine hızlı cevap verebilmek için yüksek

kapasitede farklı hatların yatırımı geçmiş dönemlerde yapılmış ve kullanımdadır. Siparişlerin miktarına göre üretim süreleri değişmekle birlikte minimum sipariş miktarları için üretim sürecinin tamamlanması bir vardiya içerisinde gerçekleşmektedir. Müşteri siparişleri daha önce onaylanan ürün çeşitlerine (reçete) göre çeşitli ambalajlarda (90 gr, 110 gr, 120 gr, 60 ml, 200 ml, 250 ml, 330 ml, 414 ml, 700 ml, 1.000 ml ve 3.000 ml) dolumu yapılarak müşterilere karayolu, denizyolu ve hava yolu ile sevk edilmektedir. Bu ürünler private label olabileceği gibi Şirket'in kendi markaları ile de üretimi yapılarak müşterilere gönderilmektedir.

Atıştırmalık ürünler, 2014 yılında çocuklar için üretilmeye başlanmış, 2018 yılında yetişkinler için üretilmeye başlanmıştır. Fonksiyonel ve sağlıklı ürünlerin üretilmesine 2020 yılında başlanmıştır. Yulaf sütlü ve ezmeli atıştırmalıklar, dondurulmuş, kurutulmuş meyve toplarının AR-Ge çalışmaları tamamlanmış ve 2022 yılının ilk çeyreğinde satışına başlanacaktır.

Ürün Çeşitleri

Şirket hem kendi markasıyla hem de private label olarak nitelendirilen, müşterinin kendi markasıyla olan üretimleri yapmaktadır. Bunun yanı sıra organik yarı mamul üretimlerinden hem kendi kullanmakta hem de müşterilerden gelen talepler doğrultusunda satışını da yapmaktadır. Şirket ilk olarak kendi markasıyla Türk pazarına yönelik ürünlerin satışıyla faaliyetine başlamıştır. Tarımsal projelerin 2004 yılında organik statüye geçmesiyle organik ürün ihracatı yapmıştır. İlk ihracatlar yine şirketin kendi markasıyla gerçekleşmiştir. Sonrasında sektördeki büyük oyuncuların gelen fason üretim talepleri, hem nakit akışına yapacağı hem de satış hacmine vereceği katkı nedeniyle olumlu olarak değerlendirilmiştir. Sektördeki büyük oyuncularla yapılan işbirlikleri neticesinde fason üretim adetleri yurt dışında markalı ürün adetlerinin üzerine çıkmıştır. Bu durumun ana sebebi ise fason çalışma yapılan firmaların buldukları pazarlardaki büyük satış paylarıdır. Şirket ayrıca B2B satışlarını da gerçekleştirmeye başlamıştır. Bu satışlar da endüstrinin önemli oyuncularına yapılan satışlardır. Şirketin cirosuna ve nakit akışına ciddi olarak katkı sağlamaktadır.

Satış kanallarında yapılan çeşitlendirme sayesinde Şirket'in hem endüstri kanalında hem perakende kanalında tanınırlığı artmıştır.

Şirket'in ürün çeşitliliği yıllar içinde artmıştır. Şirket ürettiği her bir ayı ürün formülünü reçete olarak adlandırmaktadır. 1998 yılında 5 reçeteli ürün üretilirken, 2012 yılına kadar 170 adede ulaşan reçeteli ürün sayısı, 2018 yılında 212 adete, 2019 yılında 370 adete, 2020 yılında 535 adete ve 30.06.2021 itibarıyla 581 adete yükseltilmiştir. Reçete sayısı son durum olarak; 20.10.2021 tarihi itibarıyla 807 adete yükselmiştir.

Şirket'in üretimini ve satışını gerçekleştirdiği ürün kategorileri aşağıda yer almakta olup, Şirket ilk üretime başladığı 1998 yılında tüm ürünlerini kendi markası ile satmakta iken yıllar itibarıyla artan müşteri talepleri doğrultusunda private label olarak ürün üretmektedir. 31.12.2018 tarihinde private label satışları %96 markalı ürünlerin satışları %4 iken 30.06.2021 tarihine göre söz konusu ürünlerin private label satışları %86,5'e düşmüş, Şirket'in kendi tescilli markalarıyla satışları %13,5'e yükselmiştir. Şirket ürünlerini hem yurt için hem yurt dışı pazarlarda satmaktadır.


Şirket satışlarını 3 ana ürün kategorisi altında gerçekleştirmektedir. Şirket'in satışlarını gerçekleştirmekte olduğu ürün kategorilerine göre satış tutarları aşağıdaki şekildedir.

Tablo 4 Kategorilere Göre Satış Tutarları

Net Satışlar (TL)	2018	Pay % (2018)	2019	Pay % (2019)	2020	Pay % (2020)	30.06.2021	Pay % (30.06.2021)
Yarı Mamül Satışları	4.426.960	3,15	4.720.703	4,16	24.036.353	11,69	9.860.939	9,4
Fason Olarak Üretilen Konsantre Ürünler	2.818.215	2,01	5.433.410	4,79	21.011.460	10,22	1.745.802	1,66
Mamül Satışları	133.239.990	94,84	101.817.120	89,75	155.996.343	75,84	93.063.204	88,73
Diğer Satış	-	-	1.477.107	1,3	4.647.559	2,26	214.535	0,2
Toplam Net Satışlar	140.485.165	100	113.448.340	100	205.691.715	100	104.884.479	100

Şirket'in satışını gerçekleştirdiği ürünler aşağıdaki şekildedir:

15


HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

a) Yarı Mamül Satışı

Şirket'in organik tarım alanlarından yüksek miktarda hammadde tedarik edebilme yeteneği sayesinde, üretilen yarı mamullerle ilgili gelen talepleri de karşılamak üzere üretimde bulunmaktadır. Böylece hem bitmiş ürünlerin hem de organik yarı mamullerle ilgili fırsatların tamamı değerlendirilmektedir. Satış hacminizi genişleten ve üretim maliyetlerini düşüren bir operasyon olduğu için tercih edilmektedir.

Şirket'in yarı mamül ürünlerinin tamamı soğuk sıkım yöntemiyle üretilmektedir. Yarı mamül ürünler %100 soğuk sıkım meyve sularının üretiminde de kullanıldığı için hasılatla ortak pay paylaşmaktadırlar. Şirket'in satışını gerçekleştirdiği yarı mamül ürünlerin satış tutarları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5 Yarı Mamül Satışları

Yarı Mamül Ürün Satışları TL	2018	Pay % (2018)	2019	Pay % (2019)	2020	Pay % (2020)	30.06.2021	Pay % (30.06.2021)
%100 Soğuk Sıkım Meyve Suları (Yarı Mamül)	4.426.960	57,00	4.720.703	40,59	24.036.353	48,37	9.860.939	83,42
Yarı Mamül Olarak 210 Kg'lık Varillerle Satışı Yapılan Ürünler	2.818.215	43,00	5.433.410	46,71	21.011.460	42,28	1.745.802	14,77
Taze meyve satışları	-	-	1.477.107	12,70	4.647.559	9,35	214.535	1,81
Toplam Yarı Mamül Ürün Satış Tutarı	7.245.175	100	11.631.220	100	49.695.372	100	11.821.275	100

%100 Soğuk Sıkım Meyve Suları (Yarı Mamül)

Anadolu bölgelerindeki 8.000'den fazla anlaşmalı çiftçiler tarafından hasat edilen meyve ve sebzeler ile BRC sertifikalı tesislerde soğuk sıkım yöntemiyle üretilmektedir. Çeşitli hacimlerde üretilmekte olup böğürtlen, karpuz, vişne, nar, kızcılık, karadut, erik, mor havuç, elma ve karışım çeşitleri bulunmaktadır. Ürünlerin cirodaki payı 2018 yılında %97,99, 2019 yılında 95,21, 2020 yılında %89,78 ve 2021/06 döneminde %96,97'dir. Yarı mamuller yurt içinde satıldığı şekilde benzer olarak yurt dışı müşterilere de satılmaktadır.

Yarı Mamül Olarak 210 Kg'lık Varillerle Satışı Yapılan Ürünler

NFC nar suyu, NFC vişne suyu, karadut, ahududu ve armut pürelerinin 210 kg varillerde satışı yapılmaktadır. Hem yurt içi hem de yurt dışı pazarda satılmaktadır. Bu ürün grubunun 2018, 2019, 2020 ve 30.06.2021 dönemleri itibariyle sırasıyla toplam yarı mamül satışı içerisindeki payı %57, %40,59, %48,37 ve %83,42'dir.

Organik sertifikalı, soğuk sıkım, GDO'suz ve şeker ilavesizlerdir.

Organik Taze Meyveler

Bu ürün grubunun üretimine 2019 yılında başlanmıştır. Vişne ve nar meyveleri ile kurutulmuş nar çekirdeğinin direkt satışlarıdır. Bu ürün grubunun 2019, 2020 ve 30.06.2021 dönemleri itibariyle sırasıyla toplam yarı mamül satışı içerisindeki payı %12,70, %9,35 ve %1,81'dir. 2019 yılı satış gelirleri, organik nar meyvesinin yurt içi ve yurt dışı satışından, 2020 yılı satış gelirleri ise Şirket tarafından alınan organik vişne meyvesinin fason üretimi için ilgili firmaya satışından ve 2021/06 dönemi satış gelirleri müşteri talebi doğrultusunda organik nar meyvesi satışından kaynaklanmaktadır.

b)Fason Olarak Üretilen Konsantre Ürünler

Şirket hammadde tedariki konusunda sıkıntı yaşamamakla beraber organik meyve ve sebze temin etme kapasitesine bağlı olarak piyasadaki organik meyve suyu konsantreleri taleplerine cevap verebilmek için fason konsantre üretimine başlamıştır. Türkiye'deki konsantre üretim fabrikalarının kurulu kapasitelerinin, Türkiye'deki toplam işlenen meyve kapasitesinin ortalama 4 katı olması nedeniyle şirkette konsantre hattı kurulmasına gerek duyulmamış olup fason üretim yaptırılması uygun görülmüştür.

Şirket'in satışlarının içerisinde, fason olarak üretimi yaptırılarak Şirket cirosuna katkı sağlayan konsantre ürünler yer almaktadır. Konsantre ürünlerin yarı mamül satışları içindeki payı 2018, 2019, 2020 ve 2021/06 tarihlerinde sırasıyla %43 %46,71, %42,28 ve %14,72'dir. Bu doğrultuda Şirket'in kendi fabrikasında yaptığı üretimin tamamı %100 soğuk sıkım meyve sularından oluşmaktadır. Fason üretilen konsantrelerin müşteri talepleri doğrultusunda sevkiyatı yapılmakta olup, müşteri talepleri değiştiğinden dolayı yıllar itibariyle dalgalanma olmaktadır.

c) Şirket'in Satışını Yaptığı Ürünler

Şirket ilk üretime başladığı 1998 yılında tüm ürünlerini kendi markası ile satmakta iken yıllar itibariyle artan müşteri talepleri doğrultusunda private label olarak ürün üretmektedir. 31.12.2018 tarihinde private label satışı %96 markalı ürünlerin satışı %4 iken 30.06.2021 tarihine göre söz konusu ürünlerin private label satışları %86,5'e düşmüş, Şirket'in kendi tescilli markalarıyla satışı %13,5'e yükselmiştir. Şirket satışını yaptığı ürünlerini hem yurt için hem yurt dışı pazarlarda satmaktadır.

Şirket'in satışını yaptığı ambalaj hacimlerine göre sınıflandırılmış ürünlere ait satış tutarları ve oranları aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 6 Ambalaj Hacimlerine Göre Sınıflandırılmış Ürünlere Ait Satış Tutarları ve Oranları

Şirket'in Satışını Yaptığı Ürünler	2018	Pay % (2018)	2019	Pay % (2019)	2020	Pay % (2020)	30.06.2021	Pay % (30.06.2021)
%100 Meyve-Sebze Püresi	1.505.612	1,13	1.311.837	1,29	2.020.678	1,3	1.100.656	1,18
%100 Organik Smoothie	63.795.307	47,88	38.167.217	37,49	86.687.087	55,57	50.434.290	54,19
Fonksiyonel & Arındırıcı Organik İçecekler	3.757.368	2,82	3.233.109	3,18	4.243.424	2,72	2.686.346	2,89
Çocuklar İçin Organik Atıştırmalıklar	839.412	0,63	774.707	0,76	1.414.475	0,91	792.845	0,85
%100 Nar, Kayısı, Vişne ve Karadut Meyve Suları	47.673.268	35,78	39.065.877	38,37	41.625.967	26,68	26.967.887	28,98
Soğuk Demleme Organik Bitki Çayları	15.669.023	11,76	19.264.373	18,92	20.004.712	12,82	11.081.179	11,91
Toplam Mamül Ürün Satış Tutarı	133.239.990	100	101.817.120	100	155.996.343	100	93.063.204	100

Şirket'in satışını yaptığı ürünler aşağıda yer almaktadır:

%100 Meyve-Sebze Püresi

Yetişkinler için üretilmekte olup, 120 gr pouch adı verilen hammaddesi alüminyum olan, hafif ve yumuşak ambalajlarda paketlenmektedir. Bu püre çeşitleri muz, elma, armut, kıvılcık, yaban mersini, böğürtlen, nar, kayısı, şeftali, salatalık, kereviz, havuç, gibi organik meyve ve sebzelerden üretilmektedir.

%100 meyve ve sebze pürelerinin 2018, 2019, 2020 ve 30.06.2021 dönemleri itibariyle sırasıyla toplam mamül satışı içerisindeki payı %1,13, %1,29, %1,30 ve %0,98'dir. Private label ve Şirket'in kendi tescilli markalarıyla satışı yapılmaktadır. Hem yurt içi hem de yurt dışı pazarda satılmaktadır. Yıllar itibari ile talebi artmaktadır.

%100 Organik Smoothie

Bu ürün grubunun üretimine 2018 yılında başlanmıştır. Bu ürün grubu meyve ve sebzelerin püre ve sularının karışımından 200 ml, 250 ml, 330 ml, 414 ml, 700 ml ve 1000 ml'lik şişelerde üretilmekte olup 2018, 2019, 2020 ve 30.06.2021 dönemleri itibariyle sırasıyla toplam mamül satışı içerisindeki payı %47,88, %37,49, %55,57 ve %54,19'dur. Private label olarak satılmakla birlikte Şirket'in kendi tescilli markalarıyla satışı yapılmaktadır. Hem yurt içi hem de yurtdışı pazarda satışı yapılmaktadır. Bu ürün grubunun 2019 yılı dışında talebi artmakta olup, 2019 yılındaki düşüşün nedeni ABD'de yer alan müşterinin 2018 yılında stoklu çalışmasından kaynaklanmaktadır.

Fonksiyonel & Arındırıcı Organik İçecekler

Bu ürün grubunun üretimine 2018 yılında başlanmıştır. Meyve ve sebze pürelerinin amaca uygun çeşitli vitamin mineral ve fonksiyonel girdilerle desteklenmesiyle (Kolejen, Vitamin D, Vitamin B, Vitamin E, Probiyotik ve Prebiyotik) 60 ml ve 200 ml şişelerde üretilmekte olup 2018, 2019, 2020 ve 30.06.2021 dönemleri itibariyle sırasıyla toplam mamül satışı içerisindeki payı %2,82, %3,18, %2,72 ve %2,89'dur. Private label olarak satılmakla birlikte Şirket'in kendi tescilli markalarıyla da satışı yapılmaktadır. Hem yurt içi hem de yurtdışı pazarda satışı yapılmaktadır. Bu ürün grubunun yıllar itibariyle talebi birbirine yakın seyretilmektedir.

Çocuklar İçin Organik Atıştırmalıklar

Bu ürün grubunun üretimine 2014 yılında başlanmıştır. Sebze ve meyvelerin pürelerinden 90 gr ve 110 gr pouchlarda karışım olarak üretilmekte olup 2018, 2019, 2020 ve 30.06.2021 dönemleri itibariyle sırasıyla toplam mamül satışı içerisindeki payı %0,63, %0,76, %0,91 ve %0,85'tir. Ürünlerin paket tasarımı çocuklara yönelik tasarlanmakla birlikte yetişkin tüketimine de uygundur. Private label olarak

satılmakla birlikte Şirket'in kendi tescilli markalarıyla satışı yapılmaktadır. Hem yurt içi hem de yurt dışı pazarda satışı yapılmaktadır. Bu ürün grubunun talebi yıllar itibariyle sürekli artış göstermektedir.

%100 Nar, Kayısı, Vişne ve Karadut Meyve Suları

Bu ürün grubunun üretimine 2004 yılında başlanmıştır. 200 ml, 250 ml, 330 ml, 700 ml, 1000 ml ve 3000 ml (Bag in Box) şişelerde üretilmekte olup 2018, 2019, 2020 ve 30.06.2021 dönemleri itibariyle sırasıyla toplam mamül satışı içerisindeki payı %35,78, %38,37, %26,68 ve %28,98'dir. Private label olarak satılmakla birlikte Şirket'in kendi tescilli markalarıyla satışı yapılmaktadır. Bu ürün grubunun 2020 yılı hariç yıllar itibariyle talebi artış göstermekte olup 2020 yılındaki düşüşün nedeni ise müşterinin ürün talebinin çeşitliliğindedir.

Soğuk Demleme Organik Bitki Çayları

Bu ürün grubunun üretimine 2017 yılında başlanmıştır. Ihlamur, rezene, tarçın, limon ve papatya gibi girdilerle desteklenerek 200 ml ve 414 ml şişelerde üretilmektedirler. 2018, 2019, 2020 ve 30.06.2021 dönemleri itibariyle sırasıyla toplam mamül satışı içerisindeki payı %11,76, %18,92, %12,82 ve %11,91'dir. Private label olarak satılmakla birlikte Şirket'in kendi tescilli markalarıyla satışı yapılmaktadır. Hem yurt içi hem de yurt dışı pazarda satışı yapılmaktadır. Bu ürün grubunun 2020 yılı hariç yıllar itibariyle talebi artış göstermekte olup 2020 yılındaki düşüşün nedeni ise müşterinin ürün talebinin çeşitliliğindedir.

Coğrafi Konuma Göre Satışlar

Şirket'in 1998 yılında üzüm suyu ile başlayan satışları bayilik kanalı ile yurt içi piyasada yapılmış olup, 2001 yılında yerel marketlere, 2003 yılında ise ulusal marketlere satışını gerçekleştirmiştir. 2004 yılına gelindiğinde organik meyve ve sebze sularının ilk ihracatı gerçekleştirilmiştir. Zaman içerisinde müşteri portföyünün genişlemesi doğrultusunda ve tüketici taleplerinin organik ürünlere yönelmesi ile birlikte Şirket'in yurt içi ve yurt dışı satışları artmıştır.

Aşağıdaki tabloda yıllar itibariyle Şirket'in satış rakamlarına yer verilmiştir.

Tablo 7 Satış Rakamları

Yıl	SATIŞLAR TL		DİĞER GELİRLER VE İNDİRİMLER TL		TOPLAM SATIŞ VE ORANLAR	
	Yurtiçi Satışlar	Yurtdışı Satışlar	Diğer Gelirler	İndirimler Toplamı	Net satışlar	İhracatın Genel Satışlara Oranı %
2018	8.910.243	131.250.360	1.544.442	-1.219.880	140.485.165	93,43
2019	8.087.167	104.270.063	3.340.309	-2.249.199	113.448.340	91,91
2020	21.843.031	182.592.063	4.746.476	-3.489.855	205.691.715	88,77
2021/06	9.852.751	95.922.906	508.047	-1.399.225	104.884.479	91,46
Genel Toplam	48.693.192	514.035.392	10.139.274	-8.358.159	564.509.699	91,06

Şirket 30 farklı ülkeye ihracat yapmakta olup, 30.06.2021 ara dönem verilerine göre en yüksek paya sahip üç ülke olan ABD, Fransa ve Güney Kore'nin ihracat içindeki toplam payı %84,8 seviyelerindedir. Şirket ayrıca Almanya, Hollanda, Çin, İtalya, Danimarka, İngiltere, Hong Kong, Avusturya ve Japonya ile diğer ülkelere dolaylı satış yapmaktadır. Yurt dışına satılan ürünlerin çoğunluğu ihracat kaydıyla Elite Naturel Meyve Suyu İç ve Dış Ticaret A.Ş. üzerinden yapılmakta olup, bu satışlar dolaylı satış olarak nitelendirilmektedir. Şirket'in satışını yapmakta olduğu ürünlerin bazıları "Elite Naturel" adı altında ambalajlanarak satışı gerçekleştirilirken, bazı ürünler satışı gerçekleştirecek müşterinin talebi doğrultusunda farklı isim ve ambalajlarla üretilerek müşteri kanalıyla satılmaktadır. Yurt dışına ihracat edilen ürünlerin de bir kısmı Şirket'e ait markalar ile satışa sunulurken özellikle Amerika'da satışı gerçekleştirilen organik meyve sularının çoğunluğu private label olarak adlandırılan farklı marka ambalajlarda satışa sunulmaktadır.

Tablo 8 Elite Naturel'in Ülke Bazlı Satış Dağılımı (bin TL)

Elite Naturel'in Ülke Bazlı Satış Dağılımı (bin TL)						
Satış Yapılan Ülkeler	30.06.2021	Satışlar İçindeki Payı	30.06.2020	2020	2019	2018
A.B.D.	75,599.1	72.08%	46,278.9	128,051.5	80,234.8	109,651.4
Kore	6,974.4	6.65%	25,033.5	36,854.0	20,719.7	3,255.6
Türkiye	9,852.8	9.39%	7,844.4	20,008.7	9,178.3	9,234.8
Fransa	6,413.3	6.11%	5,292.7	10,342.9	261.3	9,713.6
Almanya	1,599.3	1.52%	1,324.6	3,844.1	496.1	402.6
Çin	0.0	0.00%	563.9	1,916.3	1,604.4	0.5
Japonya	905.2	0.86%	689.6	1,171.4	442.4	3,472.0
İspanya	315.0	0.30%	0.0	0.0	0.0	0.0
Avusturya	733.4	0.70%	456.2	757.3	0.0	242.4
Srilanka	0.0	0.00%	0.0	589.3	23.6	0.0
Hong Kong	317.2	0.30%	329.8	578.5	255.3	441.0
İtalya	0.0	0.00%	214.5	359.8	0.0	451.6
Arnavutluk	83.1	0.08%	0.0	0.0	0.0	0.0
Filipinler	0.0	0.00%	291.6	267.9	0.0	0.0
Kanada	1,043.0	0.99%	850.6	0.0	0.0	2,348.1
Danimarka	0.0	0.00%	0.0	218.2	0.0	0.0
Avustralya	314.4	0.30%	182.3	162.6	162.0	0.0
İngiltere	81.2	0.08%	0.0	161.7	70.2	195.4
Hollanda	0.0	0.00%	0.0	152.7	1.2	1.4
Malezya	122.9	0.12%	0.0	136.5	241.7	100.3
Seul	0.0	0.00%	355.1	0.0	0.0	0.3
Tayvan	0.0	0.00%	69.4	69.9	0.0	601.5
K.K.T.C.	22.3	0.02%	0.0	0.0	0.0	0.0
Diğer Gelirler	508.0	0.48%	1,115.0	0.0	0.0	0.0
Genel Toplam	104,884.5	100.00%	90,891.9	205,691.7	113,932.5	140,112.6

3.2. Şirket'in Dahil Olduğu Grup

Şirket'in herhangi bir iştiraki veya bağlı ortaklığı yoktur. Bununla birlikte, Şirket ortaklarının sahibi olduğu aşağıdaki ilişkili taraf şirketler bulunmaktadır: Şirket, pay sahipleri ve ilişkili taraf şirketleri bir grup oluşturmaktadır. Bu ilişkili taraf şirketleri aşağıda yer almaktadır.

Tablo 9: Şirket'in Dahil Olduğu Grup

Şirket Adı	Kurulu Olduğu Ülke	Faaliyet Konusu	Şirket ile Olan İlişki	Ahmet Yaşar Eşmekaya	Çağrı Eşmekaya	Nuri Baklacı
1 - Elite Naturel Meyve Suyu Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş.	Türkiye	meyve ve sebze suları, maden suyu, meşrubat ve diğer alkolsüz içeceklerin toptan ticaretinin (su hariç) yapılması.	mal ve hizmet alım satım ilişkisi	%50 payı bulunmakta dır.	%50 payı bulunmakta dır.	
2 - Elite USA LLC	Amerika	meyve ve sebze suları, maden suyu, meşrubat ve diğer alkolsüz içeceklerin toptan ticaretini yapmaktadır.	mal ve hizmet alım satım ilişkisi	%50 payı bulunmakta dır.	%50 payı bulunmakta dır.	
3 - Rüya Organik Gıda ve Enerji Sanayi Ticaret A.Ş.	Türkiye	meyve sebze ürünlerinin işlenmesi ve pazarlanmasıdır	mal ve hizmet alım satım ilişkisi		%100 payı bulunmakta dır.	
4 - Bio Doğal Tarım Pazarlama Gıda Ticaret Limited Şirketi	Türkiye	diğer taze meyve, sebze toptan ticareti (patates dahil) yapmaktadır	mal ve hizmet alım satım ilişkisi	%34 payı bulunmakta dır.	%33 payı bulunmakta dır.	%33 payı bulunmakta dır.

1. Türkiye’de eski unvanı Bio Hayat Kozmetik Reklam Gıda İçecek İmalat ve İthalat Ticaret Limited Şirketi olarak kurulan ve 27.12.2017 tarihinde nevi değişikliği ile limited şirketten anonim şirkete dönüşerek unvan değişikliği yapılan Elite Naturel Meyve Suyu Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş.’ye ait ortaklık yapısının %50’si Ahmet Yaşar Eşmekaya, %50’si ise Çağrı Eşmekaya’ya aittir. Fiili faaliyet konusu; meyve ve sebze suları, maden suyu, meşrubat ve diğer alkolsüz içeceklerin toptan ticaretinin (su hariç) yapılmasıdır. Elite USA LLC’ye yapılan 06.03.2018 tarihli ilk satışı itibarıyla Şirket’in Avrupa ve Amerika Birleşik Devletleri’ne yapılan satışları ihracat kaydı ile Elite Naturel Meyve Suyu Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş. üzerinden yapılmaktadır. Elite Naturel Meyve Suyu’nun Şirket’ten başka firmalar ile mal alım satımı bulunmamaktadır. Mevcut durumda olmadığı gibi, bundan sonra da Şirket’in faaliyet alanında Şirket’le rekabet içinde olacağı herhangi bir çalışması olmayacaktır.

2. Amerika Birleşik Devletlerinde 04.09.2013 kuruluş tarihli Elite USA LLC’nin ortaklık yapısının %50’si Ahmet Yaşar Eşmekaya, %50’si de Çağrı Eşmekaya’nın hissedarlığından oluşmaktadır. Fiili faaliyet konusu, meyve ve sebze suları, maden suyu, meşrubat ve diğer alkolsüz içeceklerin toptan ticaretini yapmaktır. ABD’de yer alan müşterilerin karşılarında ABD’de yerleşik bir muhatap istemelerinden dolayı kurulmuştur. Şirket, Elite Naturel Meyve Suyu aracılığı ile Elite USA LLC’ye ürünlerini göndermektedir. Elite USA LLC tarafından ithal edilen ürünler ABD’deki nihai müşterilere satılmaktadır. Elite USA LLC’nin Şirket’in faaliyet alanı ile rekabet edecek ürün üretim ve satış faaliyeti veya böyle bir planı bulunmamaktadır.

3. Türkiye’de 09.02.2021 kuruluş tarihli Rüya Organik Gıda ve Enerji Sanayi Ticaret Anonim Şirketi’nin ortaklık yapısının %100’ü Çağrı Eşmekaya’nın hissedarlığından oluşmaktadır. Fiili faaliyet konusu, meyve sebze ürünlerinin işlenmesi ve pazarlanmasıdır. Rüya Organik Gıda ve Enerji Sanayi Ticaret Anonim Şirketi organik meyve suyu üretimi yapmamakta olup gelecekte de üretim yapmayacaktır.

Rüya Organik Gıda ve Enerji Sanayi Ticaret Anonim Şirketi, Kırsal Kalkınma Projesi ile soğuk hava deposu ve GES elektrik santrali kuracaktır. GES elektrik santrali projesi nedeniyle sözleşme kapsamında Şirket’in Sincan/ Ankara’da sahip olduğu gayrimenkul Rüya Organik Gıda ve Enerji Sanayi Ticaret Anonim Şirketi’ne kiralandığından dolayı tapuya şerh konulmuştur. Rüya Organik Gıda ve Enerji Sanayi Ticaret Anonim Şirketi Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi’ne soğuk hava deposu hizmeti verecektir.

4. Türkiye’de 27.10.2009 kuruluş tarihli Bio Doğal Tarım Pazarlama Gıda Ticaret Limited Şirketi’nin ortaklık yapısının %34’ü Ahmet Yaşar Eşmekaya, %33’ü Çağrı Eşmekaya ve %33’ü Nuri Baklacı’nın hissedarlığından oluşmaktadır. Fiili faaliyet konusu, diğer taze meyve, sebze toptan ticareti (patates dahil) yapmaktır. Bio Doğal Tarım Pazarlama Gıda Ticaret Limited Şirketi ile en son ticari faaliyet 2018 yılında gerçekleştirilmiş olup, daha sonrasında herhangi bir ticari faaliyet bulunmamaktadır. Bio Doğal’ın eski faaliyetleri de, bundan sonraki faaliyetleri de Şirket’in faaliyet konusu ile aynı değildir. Şirket ortağı Nuri Baklacı’nın vefat etmesi üzerine T.C. Ankara Batı Asliye Ticaret Mahkemesi 07/04/2021 tarih ve 2021/228 numaralı kararı ile ortaklıktan çıkarılmasına karar vermiştir. Yasal süreç devam etmektedir.

Şirket, İlişkili Taraf şirketleri Elite Naturel Meyve Suyu, Elite USA LLC ile İlişkili Taraf şirketlerinin de pay sahipleri olan Ahmet Yaşar Eşmekaya ve Çağrı Eşmekaya ile, Şirket tarafından yurtdışına ihracatı gerçekleştirilecek ürünlerin ihracatı kapsamında, Şirket’in ihracat kaydı ile ürünlerini sattığı Elite Naturel Meyve Suyu ile Elite Naturel Meyve Suyu’nun ihracat yaptığı Elite USA LLC arasındaki satışlara ilişkin olarak, İlişkili Taraf şirketleri tarafından sağlanan ihracata yönelik hizmetler doğrultusunda taraflar arasındaki komisyon oranlarının belirlenmesi amacıyla 10 Eylül 2021 tarihli alım satım ve hizmet sözleşmesini akdetmiştir.

Alım Satım ve Hizmet Sözleşmesi’nin Şirket tarafından feshedilmedikçe yürürlükte kalacağı düzenlenmektedir. Alım Satım ve Hizmet Sözleşmesi’nin taraflar arasındaki alım satım ve hizmet faaliyetini tanımlayan 5. maddesi uyarınca; Şirket, ürünlerini, ihracat kaydı ile Elite Naturel Meyve Suyu’na piyasa fiyatı ve transfer fiyatlandırması esasları çerçevesinde satmayı ve Elite Naturel Meyve Suyu da Şirket tarafından kendisine satılan ürünleri, bu koşullar ile satın almayı kabul beyan ve taahhüt etmektedirler. Alım Satım ve Hizmet Sözleşmesi’nin ilgili 5. maddesi uyarınca, ihracat kayıtlı olarak yapılacak olan satış sonrasında, ürünlerin yurt dışına ihracına ilişkin tüm navlun,

depolama, gümrükleme ve satış işlemlerinin Elite Naturel Meyve Suyu tarafından gerçekleştirileceği ve söz konusu hizmetler nedeniyle Elite Naturel Meyve Suyu'nun, Şirket'ten satın alm fiyatının üzerine ürünlerin ihracat satış bedeline azami olarak belirlenen sabit bir tutarda komisyon koyacağı belirlenmektedir.

Yine yukarıdaki paragrafta belirtilen ilgili maddenin üçüncü fıkrası uyarınca, Elite Naturel Meyve Suyu Şirket'ten ihracat kayıtlı olarak satın aldığı ürünleri, Amerika Birleşik Devletleri'nde Elite USA LLC dışında bir üçüncü kişiye satmayacağına taahhüt etmektedir. Elite Meyve Suyu'nun söz konusu ürünleri Amerika Birleşik Devletleri dışında başka bir ülkeye ihraç etmesi halinde de, yukarıdaki paragrafta atıf yapılan komisyon tutarında satış yapılabileceği hüküm altına alınmaktadır. Alım Satım ve Hizmet Sözleşmesi uyarınca Elite Meyve Suyu, her halde ürünleri, Elite USA LLC dışında Şirket'in, Şirket pay sahiplerinin ve kendisinin başka bir İlişkili Taraf'ına satmayacağına taahhüt etmektedir.

Elite USA LLC'nin, Şirket tarafından ihracat kayıtlı olarak Elite Naturel Meyve Suyu'na satılan ve Alım Satım ve Hizmet Sözleşmesi'ne konu ürünleri sadece Elite Naturel Meyve Suyu'ndan satın alacağı ve ürünlerin ithali, depolanması, pazarlanması ve satışı hizmetlerinin tamamen kendisi tarafından karşılanacağı Alım, Satım ve Hizmet Sözleşmesi tahtında düzenlenmektedir. Yine, Elite USA LLC'nin Elite Meyve Suyu'ndan aldığı ürünlere uygulayabileceği azami komisyon tutarı ilgili sözleşmede net olarak belirtilmektedir.

Eğer Elite Meyve Suyu ve Elite USA LLC Alım Satım ve Hizmet Sözleşmesi ile düzenlenen azami komisyon tutarlarını aşarlarsa komisyon tutarlarının üzerinde elde ettikleri gelirlerin tamamını satın alma primi olarak Şirket'e 3 (üç) iş günü içerisinde ödemekle yükümlü olacaklardır. Alım Satım ve Hizmet Sözleşmesi kapsamında, Şirket ve İlişkili Taraf Şirketleri pay sahipleri Ahmet Yaşar Eşmekaya ve Çağrı Eşmekaya tarafından SPK'ya hitaben hazırlanan beyanlar ile taahhüt verilmiştir. Söz konusu beyan içeriklerinde Şirket pay sahipleri Ahmet Yaşar Eşmekaya ve Çağrı Eşmekaya, Alım Satım ve Hizmet Sözleşmesi uyarınca, garantör olarak, Elite Meyve Suyu ve Elite USA'nın ilgili sözleşme tahtında düzenlenmiş olan taahhütlerine uyacaklarını ve sözleşme uyarınca düzenlenen satın alma primini elde etmeleri halinde bu satın alma primini Şirket'e tam, zamanında ve gereği gibi ödeyeceklerini, Elite Meyve Suyu ve Elite USA'nın taahhütlerinden bağımsız olarak, 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu m.128 ve devamı maddeleri tahtında ayrı ayrı garanti ettiklerini kabul, beyan ve taahhüt etmişlerdir.

3.3. Finansal Tablolar

3.4.1. Gelir Tablosu

Şirket'in 30.06.2021 tarihi itibarıyla solo TMS/TFRS gelir tablosu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 10: Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	2017	2018	2019	2020	2020/6	2021/6
Hasılat	58,815,368	140,485,165	113,448,340	205,691,715	90,891,928	104,884,479
Satışların Maliyeti (-)	29,652,199	-63,422,197	-55,022,000	-93,842,794	-45,730,406	-42,439,198
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)	29,163,169	77,062,968	58,426,340	111,848,921	45,161,522	62,445,281
BRÜT KAR/ZARAR	29,163,169	77,062,968	58,426,340	111,848,921	45,161,522	62,445,281
Genel Yönetim Giderleri (-)	-3,335,801	-3,342,104	-5,635,013	-8,771,973	-4,280,914	-3,684,376
Pazarlama Giderleri (-)	11,919,634	-19,448,051	-21,994,875	-31,461,041	-13,001,358	-23,461,424
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)				-456,434		-1,156,100
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	411,819	913,603	1,042,768	6,373,571	1,273,690	26,697
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-954,802	-3,461,261	-593,243	-7,016,289	-1,848,358	-4,719,353
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	13,364,751	51,725,155	31,245,977	70,516,755	27,304,582	29,450,725
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)			-1,052,121	-2,497,767	-624,915	-3,457,034
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI/ZARARI	13,364,751	51,725,155	30,193,856	68,018,988	26,679,667	25,993,691
Finansal Gelirler	7,041,024	23,317,821	13,337,946	25,653,195	10,770,907	13,388,507
Finansman Giderleri (-)	-8,988,917	-32,574,372	-18,783,305	-56,801,833	-24,240,046	-23,316,991
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	11,416,858	42,468,604	24,748,497	36,870,350	13,210,528	16,065,207
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri/Gideri	-2,286,373	-9,459,573	-3,095,983	-7,491,582	-3,530,840	-3,582,426

- Dönem Vergi Geliri Gideri	-2,269,780	-9,362,188	-3,103,905	-7,544,790	-3,640,700	-3,683,083
- Ertelenmiş Vergi Geliri Gideri	-16,593	-97,385	7,922	53,208	109,860	100,657
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	9,130,485	33,009,031	21,652,514	29,378,768	9,679,688	12,482,781
DÖNEM KARI/ZARARI	9,130,485	33,009,031	21,652,514	29,378,768	9,679,688	12,482,781

2019 yılında satış hasılatının düşmesinin nedeni Amerika Birleşik Devletleri’nde yerleşik Seven/Eleven firmasının 2018 yılı sonlarına doğru yüklü miktarda ürün çekmesi nedeni 2019 yılının satış hasılatının düşük olmasına neden olmuş ve 2020 yılında ürün alımları planlı bir şekilde devam etmiştir

3.4.1.1. Satışların Maliyeti ve Brüt Kar

Şirket’in brüt karı 31.12.2018 döneminde 140,5 milyon TL, 31.12.2019 döneminde 113,4 milyon TL, 31.12.2020 döneminde ise 205,7 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket’in brüt karlılık oranı 2018 yılında %54,8 iken 2019 yılında %51,5’e düşmüş, 2020 yılında ise %54,4 seviyesine yükselmiştir. 2018 yılından 2019 yılına geçerken brüt kar oranının düşme sebebi ise ABD’de bulunan büyük müşterinin 2018 yılında stoklarını artırması nedeniyle 2019 yılı alımlarını azaltması, 2019 yılından 2020 yılına geçerken yükselmesinin sebebi ise Güney Kore’ye yapılan satışlar ve ABD’de bulunan büyük müşterinin artan alımlarından kaynaklanmaktadır. Şirket’in brüt kar marjındaki iyileşme FAVÖK marjına da yansımıştır. 2020 döneminde FAVÖK tutarı 73,9 milyon TL ye yükselmiştir. Şirket’in 30.06.2020 tarihiyle brüt karı 45.161.522 TL iken 30.06.2021 tarihi itibarıyla %38,27 artışla 62.445.281 TL tutarında gerçekleşmiştir. Bu artış döviz kurlarındaki artış ile kar marjı yüksek ürünlerin satışından kaynaklanmaktadır.

Tablo 11: Satılan Mal Maliyeti

Satılan Mal Maliyeti (TL)	2017	2018	2019	2020	2020/6	2021/6
Satılan Mal Maliyeti	29,652,199	63,422,197	55,022,000	93,842,794	45,730,406	42,439,198
Amortisman Giderleri	0	624,856	1,550,789	2,012,264	929,113	1,452,286
Diğer Satılan Mal Maliyeti	29,652,199	62,797,341	53,471,211	91,830,530	44,801,293	40,986,912
<i>Diğer Satılan Mal Maliyeti / Satış Gelirleri</i>	<i>50.4%</i>	<i>44.7%</i>	<i>47.1%</i>	<i>44.6%</i>	<i>49.3%</i>	<i>39.1%</i>
Satılan Mal Maliyeti / Satış Gelirleri	50.4%	45.1%	48.5%	45.6%	50.3%	40.5%
Brüt Kar	29,163,169	77,062,968	58,426,340	111,848,921	45,161,522	62,445,281
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>49.6%</i>	<i>54.9%</i>	<i>51.5%</i>	<i>54.4%</i>	<i>49.7%</i>	<i>59.5%</i>

3.4.1.2. Faaliyet Giderleri ve Faaliyet Kar Marjı

Tablo 12: Faaliyet Giderleri ve Faaliyet Kar Marjı

Faaliyet Giderleri (TL)	2017	2018	2019	2020	2020/6	2021/6
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	11,919,634	19,448,051	21,994,875	31,461,041	13,001,358	23,461,424
Genel Yönetim Giderleri	3,335,801	3,342,104	5,635,013	8,771,973	4,280,914	3,684,376
Ar - Ge Giderleri	0	0	0	456,434	0	1,156,100
Toplam Faaliyet Giderleri	15,255,435	22,790,155	27,629,888	40,689,448	17,282,272	28,301,900
<i>Faaliyet Giderleri / Satış Gelirleri</i>	<i>25.9%</i>	<i>16.2%</i>	<i>24.4%</i>	<i>19.8%</i>	<i>19.0%</i>	<i>27.0%</i>
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	411,819	913,603	1,042,768	6,373,571	1,273,690	26,697
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	954,802	3,461,261	593,243	7,016,289	1,848,358	4,719,353
Faaliyet Karı	13,364,751	51,725,155	31,245,977	70,516,755	27,304,582	29,450,725
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	<i>22.7%</i>	<i>36.8%</i>	<i>27.5%</i>	<i>34.3%</i>	<i>30.0%</i>	<i>28.1%</i>

Şirket’in faaliyet giderleri 30 Haziran 2021 döneminde 28.30 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Faaliyet giderleri hasılat büyümesine bağlı olarak yıllar itibarıyla artarken, faaliyet giderlerinin hasılat oranı 2018 yılında %16, 2019 yılında %24.4, 2020 yılında %20, 2020’nin 2. çeyreğinde %19 ve 2021’in ikinci çeyreğinde ise %27 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket’in faaliyet giderleri ile ilgili stratejisi, yüksek ciro artışını sağlayabilmek, marka bilinirliğini artırmak, yurtdışı pazardaki konumunu kuvvetlendirmek, kurumsal altyapısını derinleştirmek ve müşterilerine daha kaliteli hizmet verebilmek için faaliyet giderlerini oransal olarak ciro artışı kadar artırmaktır. Bu bağlamda Şirket orta ve uzun vadede faaliyet giderlerinin ciroya oranını %19 - %21 arasında yönetmeyi planlamaktadır.

3.4.1.3. Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri

Tablo 13: Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri

Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri (TL)	2017	2018	2019	2020	2020/6	2021/6
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	11,919,634	19,448,051	21,994,875	31,461,041	13,001,358	23,461,424
Ücret Giderleri	745	120,512	560,178	920,494	611,962	507,117
Amortisman Giderleri						
Diğer Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	11,918,889	19,327,539	21,434,697	30,540,547	12,389,396	22,954,307
<i>Diğer Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri / Satış Gelirleri</i>	<i>20.3%</i>	<i>13.8%</i>	<i>18.9%</i>	<i>14.8%</i>	<i>13.6%</i>	<i>21.9%</i>
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri / Satış Gelirleri	20.3%	13.8%	19.4%	15.3%	14.3%	22.4%

Şirket'in pazarlama, satış ve dağıtım giderleri 2021 2. çeyrek döneminde 23,461,424 TL, 2020 yılında 31,461,041.17 TL, 2019 yılında 21,994,875.35 TL ve 2018 yılında 19,448,051.39 TL olarak gerçekleşmiştir. Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri toplamının hasıllata oranı 2021 2. çeyrek döneminde %22.4 2020 yılında %15.3, 2019 yılında %19.4 ve 2018 yılında %13.8 olarak gerçekleşmiştir.

Nakliye giderleri, toplam pazarlama, satış ve dağıtım giderleri içerisinde önemli yer tutmaktadır. Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri içerisinde en büyük pay 2021 2. çeyrek döneminde %57.4 ile nakliye giderleri olmuştur. Nakliye giderlerinin toplam pazarlama, satış ve dağıtım giderlerine oranı 2020 yılında %79, 2019 yılında %71 ve 2018 yılında %80 olarak gerçekleşmiştir.

3.4.1.4. Genel Yönetim Giderleri

Tablo 14: Genel Yönetim Giderleri

Genel Yönetim Giderleri (TL)	2017	2018	2019	2020	2020/6	2021/6
Genel Yönetim Giderleri	3,335,801	3,342,104	6,687,134	8,771,973	4,280,914	3,684,376
Ücret Giderleri	1,014,118	398,725	2,154,756	3,961,868	1,900,740	1,876,109
Amortisman Giderleri	1,131,245	1,448,218	1,468,027	1,406,339	746,647	265,192
Diğer Genel Yönetim Giderleri	1,190,438	1,495,161	3,064,351	3,403,766	1,633,527	1,543,075
<i>Diğer Genel Yönetim Giderleri / Satış Gelirleri</i>	<i>2.0%</i>	<i>1.1%</i>	<i>2.7%</i>	<i>1.7%</i>	<i>1.8%</i>	<i>1.5%</i>
Genel Yönetim Giderleri / Satış Gelirleri	5.7%	2.4%	5.9%	4.3%	4.7%	3.5%

Şirket'in genel yönetim giderleri 2021 yılı 2. çeyrek döneminde 3,68 milyon TL, 2020 yılında ise 8.77 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Genel yönetim giderlerinin hasıllata oranı 2018 yılında %2.4 seviyesinde iken 2019 yılında %5.9, 2020 yılında %4.3 ve 2021 yılı 2. çeyrek döneminde %3.5 olarak gerçekleşmiştir.

Şirketin genel yönetim giderleri içerisinde en büyük pay 2021 2. çeyrek döneminde %31 ile personel giderleri ve %19,86 ile huzur hakkı ücreti olmuştur. Genel yönetim giderleri, 2020 yılında %36 ile personel masraflarından, 2019 yılında %28 ile huzur hakkı ücretlerinden ve 2018 yılında ise %39 ile amortisman giderlerinden oluşmaktadır.

3.4.1.5. AR – GE Giderleri

Tablo 15: Ar – Ge Giderleri

Ar - Ge Giderleri (TL)	2017	2018	2019	2020	2020/6	2021/6
Ar - Ge Giderleri	-	-	-	456,434	-	1,156,100
Ücret Giderleri	-	-	-	398,434	-	1,071,817
Numune Malzeme Giderleri	-	-	-	-	-	17,737
Dışarıdan Sağlanan Fayda ve Hizmetler	-	-	-	58,000	-	66,546
<i>Diğer Ar - Ge Giderleri / Satış Gelirleri</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.0%</i>	<i>0.1%</i>
Ar-ge Giderleri / Satış Gelirleri	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	1.1%

Şirket'in Ar - Ge giderlerinin satış gelirlerine oranı 2021/6 dönemi itibarıyla %1.1 seviyesindedir.

3.4.1.6. FAVÖK ve FAVÖK Marjı

Tablo 16: FAVÖK ve FAVÖK Marjı

FAVÖK ve FAVÖK Marjı (TL)	2017	2018	2019	2020	2020/6	2021/6
Faaliyet Karı	13,364,751	51,725,155	30,193,856	70,516,755	27,304,582	29,450,725
Amortisman	1,131,245	2,073,074	3,018,816	3,418,603	1,675,760	1,717,478
FAVÖK	14,495,996	53,798,229	33,212,672	73,935,358	28,980,342	31,168,203
FAVÖK Marjı	24.6%	38.3%	29.3%	35.9%	31.9%	29.7%

Şirket'in FAVÖK'ü 2021 2. çeyrek döneminde 31.2 milyon TL, 2020 yılında ise 73.9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı 2018 yılında %38.3 seviyesinde iken 2019 yılında %29.3, 2020 yılında %36.0 ve 2021 2. çeyrek döneminde %29.7 olarak gerçekleşmiştir.

3.4.1.7. Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

Aşağıda yer alan tabloda Şirket'in 2021 2. çeyrek, 2020 2. çeyrek, 31.12.2020, 31.12.2019, 31.12.2018 ve 31.12.2017 hesap dönemlerine ilişkin Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirlerin detayı gösterilmiştir.

Tablo 17: Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler (TL)	2017	2018	2019	2020	2020/6	2021/6
Konusu Kalmayan Karşılıklar		-	111,265	5,031,418	227,933	-
Diğer Olağan Gelir ve Karlar	113,095	616,337	-	843,076	656,662	21,733
Önceki Dönem Gelir ve Karlar	66,105	-	35,670	-	-	-
Diğer Olağan Gelir ve Karlar	232,619	297,266	895,833	499,077	389,095	4,964
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	411,819	913,603	1,042,768	6,373,571	1,273,690	26,697

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler hesabı 2021/6 dönem itibarıyla 26,697 TL'dir. 2020 yılsonu itibarıyla Şirket'in Esas Faaliyetlerinden Diğer Gelirler hesabı temel olarak konusu kalmayan karşılık gelirlerinden oluşuyorken 2021/6 dönemi itibarıyla diğer olağan gelir ve karlardan oluşmaktadır.

3.4.1.8. Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

Aşağıda yer alan tabloda Şirket'in 2021 2. çeyrek, 2020 2. çeyrek, 31.12.2020, 31.12.2019, 31.12.2018 ve 31.12.2017 hesap dönemlerine ilişkin Esas Faaliyetlerden Diğer Giderlerin detayı gösterilmiştir.

Tablo 18: Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler ve Zararlar

Esas Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (TL)	2017	2018	2019	2020	2020/6	2021/6
Şüpheli Alacak Giderleri	-	-227,418	-	-684,305	-672,032	-3,585,990
Diğer Olağan Gider ve Zararları	-1,773	-381	-8,151	-	-	-
Önceki Dönem Gider ve Zararları	-740,490	-16,236	-444,369	-644,187	-500,558	-119,025
Diğer Olağan Gider ve Zararlar	-212,539	-3,217,226	-140,723	-5,687,797	-675,768	-1,014,338
Esas Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar	954,802	3,461,261	-593,243	-7,016,289	-1,848,358	-4,719,353

Esas Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar hesabı 30.06.2021 hesap dönemi itibari ile 4,719,353 TL'dir. Şirket'in esas faaliyetlerden giderleri ve zararları çoğunlukla şüpheli alacak giderleri ve diğer olağan giderler ve zararlardan oluşmaktadır.

3.4.1.9. Finansman Gelirleri ve Giderleri

Tablo 19: Finansman Gelirleri ve Giderleri (TL)

Finansman Giderleri	2017	2018	2019	2020	2020/6	2021/6
Menkul Kıymet Satış Gideri		-	-9,222	-32,000	-	-
Faiz Gideri	-955,283	-1,092,526	-1,029,508	-3,388,909	-2,882,989	-1,442,374
Kur Farkı Gideri	-7,813,712	-27,989,084	-14,947,364	-51,247,417	-18,155,662	-20,260,489
Ertelenmiş Finansman Gideri	-219,922	-3,492,762	-2,797,211	-2,133,507	-3,201,395	-1,614,128
Finansman Giderleri	32,574,372	-18,783,305	-56,801,833	24,240,046	23,316,991	
Finansman Gelirleri	2017	2018	2019	2020	2020/6	2021/6
Faiz Geliri	1,504,335	3,226,739	4,113,300	7,636,410	1,892,028	3,986,877
Menkul Kıymet Satış Geliri		454,580	19,953	815,727	304,774	-

Kur Farkı Geliri	5,256,705	17,448,085	4,647,598	14,689,594	6,461,392	6,828,164
Ertelenmiş Finansman Geliri	279,984	2,188,417	4,557,095	2,511,464	2,112,713	2,573,466
Finansman Gelirleri	7,041,024	23,317,821	13,337,946	25,653,195	10,770,907	13,388,507

Şirket'in Finansman Giderleri toplamı 30.06.2021 hesap dönemi itibarıyla 23,316,991 TL'dir. Finansman giderleri çoğunlukla finansman yükümlülüklerinden ileri gelen kur farkı giderlerinden oluşmaktadır.

Finansman Gelirleri 30.06.2021 hesap dönemi itibarıyla 13,388,507 TL'dir. Şirket'in finansman gelirleri büyük oranda kur farkı gelirlerinden oluşmaktadır.

3.4.1.10. Kur Farkları Gelirleri / Giderleri

Şirket'in, ihracat faaliyetlerine ilişkin olarak döviz cinsinden gelir elde etmekte, Türk Lirası'nın bu yabancı paralar karşısında değer kaybetmesinden dolayı da kur farkı gelirleri elde etmektedir.

Şirket'in kredi yükümlülüklerin tamamı döviz bazında olduğu için finansman faaliyetlerinden kredi kur farkı gideri bulunmaktadır. 01.01.2021 - 30.06.2021 ara döneminde 2.64 milyon Euro banka kredisi ödenmiştir.

Tablo 20: Kur Farkları Gelirleri / Giderleri

Kur Farkları Gelirleri / Giderleri (TL)	2017	2018	2019	2020	2020/6	2021/6
Ticari Faaliyetlerden Kur Farkı Gelirleri	1,303,728	3,138,177	10,204,981	9,918,758	5,183,384	14,473,388
Ticari Faaliyetlerden Kur Farkı Giderleri	569,151	13,434,760	7,277,845	6,387,837	2,320,588	2,382,571
Ticari Faaliyetlerden Net Kur Farkı Geliri (Gideri)	734,577	(10,296,583)	2,927,136	3,530,921	2,862,796	12,090,817
Kredi Kur Farkı Giderleri	3,291,584	14,554,324	7,669,519	44,859,580	15,835,074	17,877,917
Toplam Kur Farkı Geliri (Gideri)	(2,557,007)	(24,850,907)	(4,742,383)	(41,328,659)	(12,972,278)	(5,787,100)

3.4.2. Bilanço

Tablo 21: Bilanço

(TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	2021/6
Dönen Varlıklar	50,985,802	97,436,512	105,644,827	239,640,465	239,938,793
Nakit ve Nakit Benzerleri	20,768,045	17,892,780	19,973,544	47,557,007	31,765,322
Finansal Yatırımlar					30,099
Ticari Alacaklar	13,514,423	44,482,681	24,884,621	78,162,940	107,073,518
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	686,967	44,246,960	16,572,027	64,955,029	95,164,042
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	12,827,462	235,721	8,312,594	13,207,911	11,909,476
Diğer Alacaklar	3,760,239	10,825,675	1,316,756	29,574,051	26,435,868
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	2,360,895	7,590,487	486,418	19,943,439	21,386,409
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	1,399,344	3,215,188	830,338	9,630,612	5,049,459
Stoklar	9,336,788	21,507,457	49,387,537	76,189,142	68,134,250
Peşin Ödenmiş Giderler	1,344,831	1,839,721	2,451,733	3,466,481	2,784,271
Diğer Dönen Varlıklar	2,261,476	888,198	7,630,636	4,690,844	3,715,465
Duran Varlıklar	11,852,071	24,785,997	28,823,152	60,837,329	60,604,629
Maddi Duran Varlıklar	9,341,515	20,735,330	27,334,003	57,419,551	57,017,764
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,492,057	3,412,272	917,135	2,412,246	2,319,685
- Şerefiye					
- Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,492,057	3,412,272	917,135	2,412,246	2,319,685
Peşin Ödenmiş Giderler	1,150	607,184	369,219	690,527	1,057,688

Ertelenmiş Vergi Varlığı	17,349	31,211	202,795	315,004	209,492
TOPLAM VARLIKLAR	62,837,873	122,222,509	134,467,979	300,477,794	300,543,422
Kısa Vadeli Yükümlülükler	45,647,229	67,724,340	45,294,885	118,928,378	91,158,626
Kısa Vadeli Borçlanmalar	30,817,160	28,634,533	17,685,137	71,409,358	46,074,214
Ticari Borçlar	12,079,744	33,124,605	19,716,328	37,330,084	38,099,729
- İlişkili Olmayan Tarafalara Ticari Borçlar			19,716,328	37,330,084	38,099,729
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1,027,648	663,667	1,008,721	1,205,176	1,397,109
Diğer Borçlar	18,939	43,570	1,227,600		25,260
- İlişkili Tarafalara Diğer Borçlar			1,216,250		
- İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar			11350		25,260
Ertelenmiş Gelirler	974,908	463,016	1,180,033	960,989	1,486,031
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	464,121	39,579	3,103,905	7,544,790	3,683,083
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	264,709	4,755,370	1,373,161	477,981	393,200
Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,902,870	4,302,615	34,750,957	48,451,775	63,165,606
Uzun Vadeli Borçlanmalar	2,467,362	3,311,691	33,122,902	45,635,060	61,194,433
Uzun Vadeli Karşılıklar	389,104	452,116	1,232,041	1,742,085	1,320,037
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	389,104	452,116	1,232,041	1,742,085	1,320,037
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	46,404	178,823	276,019	295,008	301,762
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	0	359,985	119,995	779,622	349,374
ÖZKAYNAKLAR	14,287,774	50,195,554	54,422,137	133,097,641	146,219,190
Ödenmiş Sermaye	10,000,000	10,000,000	10,000,000	50,000,000	50,000,000
Sermaye Düzeltme Farkları	24,341	24,341	24,341	24,341	24,341
Geri Alınmış Paylar (-)	0	0	-200000	-	-
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	49,848	2,948,596	2,712,944	35,084,400	35,723,168
-Muddi Duran Varlık Değerleme Artışları			2,823,685	34,973,251	34,973,251
-Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	49,848	2,948,596	-110,741	111,149	749,917
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	789,464	1,305,434	19,087,536	2,403,422	3,772,200
Geçmiş Yıllar Karlar/Zararları	-5,706,364	2,908,151	1,144,802	16,206,710	44,216,700
Net Dönem Karı/Zararı	9,130,485	33,009,032	21,652,514	29,378,768	12,482,781
TOPLAM KAYNAKLAR	62,837,873	122,222,509	134,467,979	300,477,794	300,543,422

3.4.2.1. Dönen Varlıklar

Şirket 2020 yılının Mart ayından itibaren hızla artan Covid-19 salgını nedeniyle önceki dönemlere nazaran nakitte kalmayı tercih etmiş, bu sebeple nakit ve nakit benzerlerinin dönen varlıklar içindeki pay oranı %18'den %20'ye yükselmiştir.

Ticari alacaklardaki artışın ana nedeni, dönemler itibarıyla Şirket'in satışlarında gerçekleşen artış ve buna ilaveten bazı yeni müşterilerin ödemelerinin daha uzun vadeli olmasıdır. Alacak gün sayısı 2018'de 116 gün, 2019'da 80 gün ve 2020'de ise 139 gün olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca ilişkili taraflardan ticari alacakların artışının nedeni; satılan ürün miktarındaki artıştır.

Stok devir gün sayısı 2018 yılında 124 gün iken, 2019'da 327 gün ve 2020'de 304 gün olarak gerçekleşmiştir. Bunun nedeni ise 2019 yılından önce meyve işlemenin bir kısmının fason olarak başka tedarikçi firmalara yapıyorken, 2019 yılı itibarıyla meyve işleme kapasitesinin artırılmasıyla Ekim ve Aralık döneminde işlenerek yarı mamul üretimi yapılmasıdır. Bu durum stok devir gün sayısının yükselmesine sebep olmuştur. Gelecek dönem için ürünlerin yetişmesi açısından stok yapılması stok devir hızını düşürmektedir. 2017 yılından itibaren stokların devamlı artmasının nedeni satışların

devamlı artmasına paralel olarak Yarı Mamul ürünlerin üretiminin mevsimsel olması nedeniyle yeni sezona kadar yetişmesi için stoklu girilmesidir. Ayrıca Ambalaj Malzemeleri (muhtelif hacimli şişeler) özel kalıpla üretilmesi ve bu ambalajların üreticisi firmaların yılda bir veya iki sefer üretim siparişi almaları nedeniyle stoklu çalışma zorunluluğu bulunmaktadır.

Diğer alacaklar kaleminin çoğunluğu ortaklardan alacaklar ile KDV iade alacağından oluşmaktadır.

Ortakların, Şirket'e olan borçlarının 19,943,439 TL'lik bölümü, ortakların Şirket'ten aldıkları payların bedelidir ve 14 Aralık 2020 tarih ve E-29833736-110.03.03-12758 sayılı SPK bildiriminde belirtildiği şekilde, ortaklar, halka arzı müteakip halka arzdan gelecek gelirle öncelikle bu borcu Şirket'e ödemeyi taahhüt etmişlerdir.

Diğer dönen varlıklar kalemi ise peşin ödenen vergi ve fonlardan oluşmaktadır.

Dönen varlıkların toplam aktiflere oranı 2018 yılı sonunda %80 iken 2019 yılında %79 ve 2020 yılında %79 olmuştur. Dönen varlıklarda ciddi artış olmasına rağmen dönen varlıkların toplam varlıklardaki payının aynı seviyede kalmasının nedeni Şirket'in sahip olduğu duran varlıklar üzerinde yapılan yeniden değerlendirme çalışmaları ve kapasite artırımından yapılan yatırımlardır.

3.4.2.2. Duran Varlıklar

2020 yılında maddi duran varlıklarda meydana gelen değişimin temel nedeni, Şirket'in sahip olduğu maddi duran varlıklar üzerinde yapılan yeniden değerlendirme çalışmaları ve kapasite artırımından yapılan yatırımlardır.

3.4.2.3. Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler

Şirket'in finansal yükümlülükleri (kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları ve uzun vadeli borçlanmaları toplamı) 2021 ikinci çeyrek dönemi itibarıyla 107 milyon TL tutarındadır. Şirket'in finansal yükümlülüklerinin tamamı döviz bazındadır. Aşağıdaki tabloda Şirket'in dönemler itibarıyla Euro bazında net borç tutarı görülebilir. Net borç tutarını bulmak için finansal yükümlülüklerden nakit ve nakit benzerleri düşülmüştür. İlgili tabloda da görüleceği üzere, Şirket'in Euro bazında net borcu 7.3 milyon Euro'dur. 2019 yılından itibaren finansal yükümlülüklerde yaşanan artışın sebebi 2020 yılında pandeminin etkisiyle alacak tahsilat sürelerinin uzaması, artan satışlar sebebiyle stok taşıma maliyet ve sürelerinin artması, artan navlun maliyetleri sebebiyle Şirket'in finansman ihtiyacının artmasıdır. Buna ilave olarak 2021 yılında borçlanma maliyetlerinin artacağı beklentisi ve nakitte kalma stratejisi ile 2020 yılında uzun vadeli krediler kullanılmıştır. Bu kredilerin bir kısmı işletme sermayesi ihtiyacı için kullanılırken, bir kısmı da vadeli mevduatta değerlendirilmiştir.

Şirket yabancı para borçlarını yönetmek amacıyla ve kur riskine karşı kendisini korumak adına bankalarla türev işlemler gerçekleştirmekte olup söz konusu türev işlemler riskleri kısa vadeli krediler altında takip edilmektedir. 30.06.2021 tarihi itibarıyla 1.420.000 Euro'dur.

Tablo 22: Net Borç

Net Borç	2017	2018	2019	2020	2021/6
Finansal Yükümlülükler (TL)	33,284,522	31,946,224	50,808,039	117,044,418	107,268,647
(-) Hazır Değerler (TL)	20,768,045	17,892,780	19,973,544	47,557,007	31,765,322
Net Borç (TL)	12,516,477	14,053,444	30,834,495	69,487,411	78,974,045
Dönem sonu itibarıyla Euro kuru	4.55	6.03	6.65	9.01	10.32
Euro Bazında Net Borç	2.750.874	2.331.361	4.636.348	7.714.052	7.312.741

Ticari borç devir gün sayısı 2018 yılında 191 gün iken, 2019 yılında 131 güne inmiş; 2020 yılında ise 145 güne 2021 ilk yarı itibarıyla 154 güne çıkmıştır. 2020 yılında yaşanan artışın nedeni ise Şirket'in tedarikçilerle anlaşarak borçların ödeme gün sayısının artırılmasından kaynaklanmaktadır.

Çalışanlara sağlanan faydalar 30 Haziran 2021 tarihinde sona eren mali dönemde 1.4 milyon TL'dir. İlgili dönem itibarıyla çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında personele ödenecek ücret ve sosyal güvenlik kesintilerinden oluşmaktadır.

Ertelenmiş gelirler 31.12.2020 tarihi itibarıyla 0.96 milyon TL tutarındadır. Sırasıyla 2018'de 0.5 milyon TL, 2019'da 1.18 milyon TL ve 2021/6 döneminde ise 1.49 milyon TL tutarında gerçekleşmiştir.

3.4.2.4. Uzun Vadeli Yükümlülükler

Şirket'in uzun vadeli yükümlükleri; uzun vadeli borçlanmalardan, diğer borçlardan ve ertelenmiş vergi yükümlülüğünden oluşmaktadır.

Uzun vadeli karşılıklar 30.06.2021 tarihinde sona eren mali dönemde 1.32 milyon TL tutarındadır. Uzun vadeli karşılıkların tutarının tamamı çalışanların kıdem tazminatı karşılıklarından oluşmaktadır.

3.4.2.5. Özkaynaklar

Özkaynakların toplam aktif büyüklüğüne oranı 31 Aralık 2018 tarihinde %41 iken, 31 Aralık 2019 tarihinde %40, 31 Aralık 2020 tarihinde %45 ve 2021/6 döneminde %49.65 olmuştur. Özkaynaklar toplam aktifler içindeki payının artmasının ana sebepleri Şirket'in son yıllarda karlılığın ciddi oranda artması ve maddi duran varlıklara yapılan değerlendirme çalışmalarıdır.

3.4.2.6. Bilanço Oran Analizleri

Likidite Oranları: Şirket'in likiditesi açısından dönen varlıkların ne oranda güvenli olduğunu gösteren oranlardır. İşletmenin likidite durumunu, vadesi gelen borçları ödeme gücünü, beklenmedik piyasa şartlarında ve ekonomik durumlarda işletmenin faaliyetlerini sürdürebilme yetisinin de göstergeleridir.

a-) Cari Oran: Kısa vadeli borçların ödenmesinde bir zorluğun olup olmadığını gösterir.

b-) Asit-Test Oranı: Dönen varlıklardan stokların çıkarılması sonucu elde edilen değerlerin kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesi ile bulunur.

c-) Nakit Oranı: İşletmeye hiçbir nakit girişi olmaması durumunda elde bulunan nakitler ve menkul kıymetlerle kısa vadeli borçların ne kadarının ödenebileceğini gösterir.

Aşağıdaki tabloda likidite oranlarının yıllara göre değişimi gösterilmektedir.

Tablo 23: Likidite Oranları

Likidite Oranları	2017	2018	2019	2020	2021/6
Cari Oran (Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1.12	1.44	2.33	2.01	2.63
Asit-Test Oranı ((Dönen Varlıklar- Stoklar)/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0.91	1.12	1.24	1.37	1.89
Nakit Oranı (Nakit ve Nakit Benzerleri/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0.45	0.26	0.44	0.40	0.35

30 Haziran 2021 itibarı ile Şirket'in cari oranı 2.63 asit-test oranı 1.89 ve nakit oranı 0.35'tir. Cari oranın 30 Haziran 2021 ara döneminde 2020 yılına göre %30.9 artış göstermesinin sebebi 30 Haziran 2021 ara döneminde kısa vadeli yükümlülüklerin 2020 yılına göre %23.35 oranında azalmasından kaynaklanmaktadır. 2020 yılında uzun vadeli kredilerin 2019 yılına göre %13.7 azalış göstermesinin sebebi uzun vadeli kredi taksitlerinin kısa vadeli yükümlülüklerle alınmasından (uzun vadeli kredilerin ödemesiz döneme ait vadelerin bitmesinden) kaynaklanmaktadır. Asit-test oranının 30 Haziran 2021 tarihi itibarıyla 2020 yılına göre %38.0 ve 2020 yılında 2019 yılına göre %10.5 artış göstermesinin sebebi ise daha fazla likitte kalmak içindir. Nakit oranının 2020 yılında 2019 yılına göre %9 azalış göstermesinin sebebi ise uzun vadeli kredi taksitlerin kısa vadeli yükümlülüklerle alınmasından (uzun vadeli kredilerin ödemesiz döneme ait vadelerin bitmesinden) kaynaklanmaktadır.

Mali Yapı Oranları: Şirket'in kaynak yapısını ve Şirket'in varlıklarının hangi kaynaklarla ne oranlarda karşılandığını gösteren oranlardır. Bu oranlar ile bir ölçüde Şirket'in uzun vadeli borçlarını ödeme gücü gibi mali yapı durumu analiz edilebilir.

a-) Kaldıraç Oranı: Varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir.

b-) Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının kısa vadeli yükümlülüklerle fonlandığını gösterir.

c-) Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının uzun vadeli yükümlülüklerle fonlandığını gösterir.

d-) Özkaynaklar/Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının özkaynaklarla fonlandığını gösterir.

e-) Alacak Devir Gün Sayısı: Bir dönem içinde alacakların kaç günde tahsil edildiğini gösterir.

f-) Stok Devir Gün Sayısı: Stokların kaç günde bir yenilediğini gösterir.

g-) Borç Devir Gün Sayısı: Bakılan dönem itibarıyla borçların günde bir ödendiğini gösterir.

Aşağıdaki tabloda mali oranların yıllara göre değişimini gösterilmektedir.

Tablo 24: Mali Oranları

Mali Oranlar	2017	2018	2019	2020	2021/6
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar)	0.53	0.59	0.60	0.55	0.50
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0.49	0.55	0.34	0.39	0.30
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0.04	0.04	0.26	0.16	0.21
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar	0.23	0,41	0.40	0.45	0.50
Alacak Devir Gün Sayısı (Ticari Alacaklar/Net Satışlar*365) - [Gün]	84	116	80	139	145
Stok Devir Gün Sayısı (Stoklar/Satışların Maliyeti*365) - [Gün]	115	124	327	304	384
Borç Devir Gün Sayısı (Ticari Borçlar/Satışların Maliyeti*365) - [Gün]	149	191	131	145	138

4. SEKTÖREL GÖRÜNÜM

Şirket'in ana faaliyet konusu; çeşitli organik meyve ve sebze suları, meyve ve sebze çekirdeğinin yağları ve ekstraktı, meyve kabuğu, meyve ve sebze sapları, püreler, meyve posası, karışık sebze ve meyve kuruları, taze tıbbi, ve aromatik bitkiler, kurutulmuş tıbbi aromatik bitkiler, organik hazır demleme çay, sağlıklı atıştırmalıklar, fonksiyonel girdili besin takviyeleri, çocuk gıda ürünleri, yemeklik sos ile diğer yarı mamul ve mamul ürünlerin üretimi ve satışlarıdır.

Şirket'in faaliyet gösterdiği pazarlardaki gelişen trendler ve burada oluşan avantaj ve dezavantajlar aşağıda listelenmiştir:

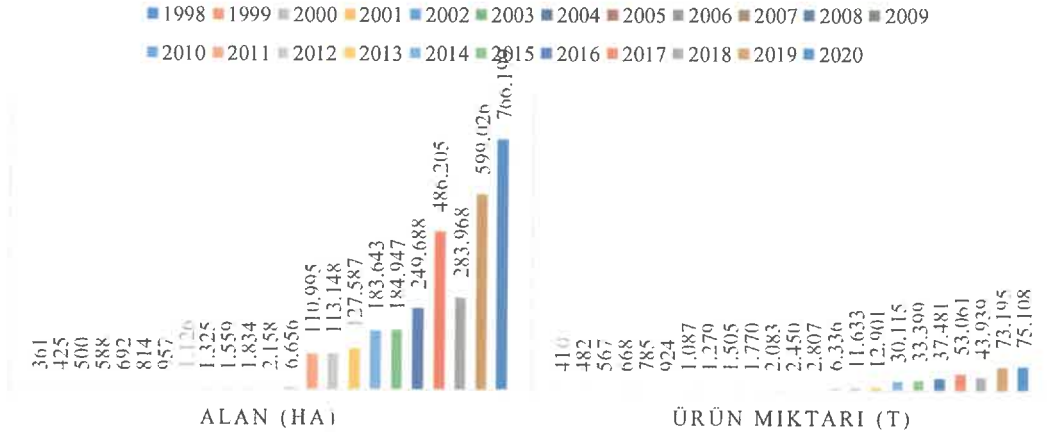
4.1. Organik Tarım

Şirket 1998 yılında, 360 hektar alanda, anlaşmalı çiftçiler ile organik meyve yetiştirmeye başlamış, 2020 yılında 766.000 hektar alana ulaşmıştır.

Dünya Tarım Hareketleri Federasyonu'nun yayınladığı (IFOAM) 2015 ve 2019 raporlarında da belirtildiği üzere, ABD'deki organik tarım alanları büyüklüğü, pazar büyüklüğüne göre az ve talebi karşılayamamaktadır. Bu nedenle, Şirket hedef pazar olarak ABD'yi seçmiştir.

Tarımsal alanda 7 proje; orman arazilerden (doğadan toplama) ise 11 adet proje ile toplam 18 proje ile 2020 yılında 766.000 hektar alanda, 75,106 tonluk bir potansiyele ulaşılmıştır.

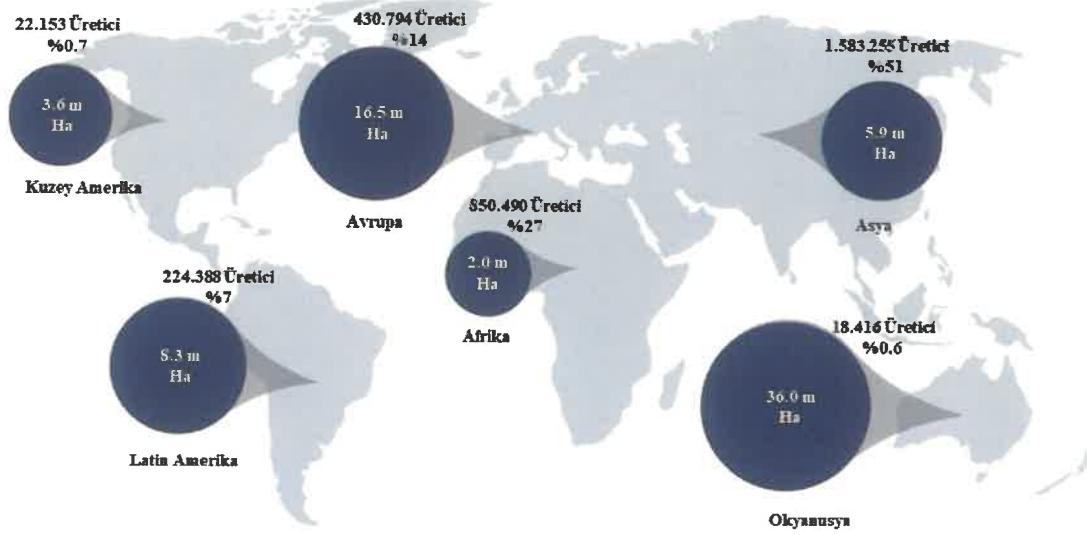
Şekil 1: Şirket'in Organik Tarım Alanı ve Organik Ürün Miktarı



Kaynak: Şirket

Dünya Tarım Hareketleri Federasyonu (IFOAM) 2015 ve 2019 raporlarına göre organik ürünlere karşı yaşanan yoğun talep organik tarım alanlarına yapılan yatırımı da artırmıştır. Ancak mevcut organik tarım alanları dünyadaki tarım alanlarının %1.5'ini teşkil etmektedir. Bu durum da ihtiyacı karşılayamamaktadır.

Şekil 2: Organik Tarım Alanı 2019



Dünyada tüketicilerin organik doğal sağlıklı ürüne talebinin artması neticesinde, 2014 - 2018 yılları arasında organik tarım alanları 43,7 milyon hektardan 71,5 milyon hektara, organik tarım üreticileri ise 2014 yılında 2,3 milyon iken 2018 yılında 2,8 milyona yükselmiştir.

Tablo 25: Organik Tarım Arazizi ve Üreticisi

	2014 172 Ülke	2018 186 Ülke
Organik Tarım Arazisi	43.7 milyon hektar 1999: 11 milyon hektar	71,5 milyon hektar
	Afrika %3	2 milyon hektar
	Asya %8	6,5 milyon hektar
	Avrupa %27	15,6 milyon hektar
	Latin Amerika %15	8 milyon hektar
	Kuzey Amerika %7	3,34 milyon hektar
	Okyanusya %40	36,0 milyon hektar
	Organik Tarım Üreticisi	2,3 milyon 1999: 200.000
Afrika %26	806.000	
Asya %40	1,3 milyon	
Avrupa %15	418.610 (Türkiye 79.563)	
Latin Amerika %17	227.609	
Kuzey Amerika %1	23.957	
Okyanusya %1	20.859	
Toplam Tarım Arazisinin Organik Payı	1	1,5

Buna karşılık toplam organik pazar büyüklüğü ise 80 milyar ABD Doları'ndan, 106,4 milyar ABD Doları'na ulaşmıştır. Bu bağlamda, Şirket Dünya'da artan talebi karşılamak amacıyla, yaptığı pazar araştırmaları ve yeni yatırımlarla, pazarda beklenen büyüme oranını da aşarak, 2014 - 2018 yılları arasında satışları 6,35 milyar ABD Doları'ndan 28,4 milyar ABD Doları'na ulaşarak (4,4 kat büyüyerek) dünya organik pazarında yer edinmiştir.

Şekil 3: Şirket'in 2014-2018 Yılları Arası Satış Cirosu (mn \$)



Kaynak: Şirket, HALKI Analiz

Organik İçecek Sektörü

4.2.1. Global Sektör

Euromonitor'ün "Juice in World 2020" sektör raporuna göre Dünya'da 2006-2014 yılları arasında artış gösteren litre bazında meyve suyu satış hacmi 2014 yılında 62.000 milyon litre civarı gerçekleşerek görece küçük azalış trendi göstermiş, 2020 yılında 59.910 milyon litre olarak gerçekleşmiştir. Sektörde gelecek yıllarda litre bazında tahmini meyve suyu satışının artarak 2021 yılı itibariyle 60.000 milyon litreyi geçmesi ve 2025 yılında 63.000 milyon litreye ulaşması beklenmektedir. Konvansiyonel meyve suyu pazarında kayda değer bir büyüme gözükmez iken organik ve fonksiyonel içecek pazarında agresif bir büyüme gözlemlenmektedir. (Kaynak: Euromonitor, Juice in World 2020 raporu, <https://www.euromonitor.com/search?term=juice+in+world+2020>)

Euromonitor'ün "Megatrends in Action 2020: Healthy Living" araştırma raporundaki ankete göre dünya genelinde tüketicinin sağlıklı yaşama dair almış olduğu eylemlerden ilki %62 ile bir spor faaliyetine katılmak iken ikinci sırada %58 oran ile içeceklerin ve yiyeceklerin içeriğinin incelenmesi yer almıştır. Pandemi etkisiyle sağlıklı yaşama daha çok önem veren tüketicinin artan talebi ise daha önce var olan ve organik, fonksiyonel ürünler üreten markaların yanı sıra bu talebin karşılanmasından pay almak isteyen yeni markaların da sektöre katılmasına sebep olmuştur. Ayrıca var olan markalar arge çalışmalarıyla yeni ürün çeşitleri geliştirmişlerdir. Bu durum organik meyve suyu pazarının büyümesiyle konvansiyonel meyve suyu pazarının büyümesi karşılaştırıldığında organik meyve suyu pazarının beklenenden daha fazla büyüme göstermesinin nedenidir. (Kaynak: Euromonitor, Megatrends in Action 2020: Healthy Living, <https://www.euromonitor.com/megatrends-in-action-2020-healthy-living/report>)

ABD'de organik içecek sektöründe alt ürün kategorisi olan çaylar 2020'de göstermiş oldukları büyüme performansı sayesinde bu sektörün itici gücü olmaya devam etmişlerdir. Euromonitor'ün "Organic Beverages in US" raporuna göre çoğu tüketici çay seçimi yaparken organik çaylara yönelmişlerdir. Tüketicinin bu yönelimi yaparken tercih sebebi ise rahatlama, diyet, bağıışıklığın düzenlenmesi ve güçlenmesi ve zinde hissetme anlamında olduğu belirtilmiştir.

ABD'de organik alkolüstüz içeceklere olan ilgi ise son birkaç yıldır azalma göstermiştir. Tüketiciler organik ürün etiketinin taşıdığı sürdürülebilirlik odaklı özelliklerden ziyade daha somut faydalar sunan, takviye/fonksiyonel içecekler gibi katma değerli ürünlere daha çok ilgi göstermeye başlamıştır. Bu ürünler detox suları, smoothie içecekler şeklinde sıralanabilir.

Euromonitor'ün "Organic Beverages in the US" raporuna göre ABD'de de organik alkolüstüz içecek satışlarının büyük bir kısmı meyve suyu markalarından oluşmakta ve bu markaların satmış olduğu ürünlerin çoğu %100 meyve suyu kategorisine girmektedir. %100 meyve suyu, pandemi boyunca önemli bir büyüme kaydederek organik ürün segmentinin genişlemesine katkı sağlamıştır. Organik meyve suları, sağlıklı ürün arayışı içinde olan tüketicinin arzu ettiği, katkı maddelerini sınırlandıran ve en fazla vitamini ve besin değerlerini sağlayabilecek temiz etiketi sunmasından kaynaklı olarak pazarda bulunan yüksek talebi karşılayarak bu tip ürün arayışı içerisinde olan müşterileri memnun etmiştir.

(Kaynak: Euromonitor, Organic Beverages in the US, <https://www.euromonitor.com/organic-beverages-in-the-us/report>)

ABD organik içecek sektöründe 2019 yılında satış hacmi 1.601 milyon ABD Doları iken %2 büyümeye ile 2020 yıl sonunda 1.639 milyon ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. Dünya genelinde ise organik içecek sektörü 2019 yılında 5.932 milyon ABD Doları satış hacmi kaydederken 2020 yıl sonunda %8 büyümeye oranı ile 6.406 milyon ABD Doları'na ulaşmıştır.

Şekil 4: Organik İçecek Satış Hacimleri (mn USD)



Kaynak: Euromonitor Organic Beverages in the World verileri

4.2.2. Türkiye Sektörü

Türkiye’de meyve suyu üretimi 1960’lı yılların sonlarında başlamıştır. Yıllar içinde teknolojik gelişmeler yakından takip edilmiş ve ürün çeşitlendirmesine gidilmiştir. İç pazarda özellikle şeftali, vişne, kayısı ve karışık meyve nektarları tüketilmekte iken, ihracatta ağırlıklı olarak elma suları önem kazanmıştır. Ancak son yıllarda değişen eğilimler doğrultusunda iç pazarda elma, nar, domates ve üzüm suyuna ve özellikle %100 meyve suyuna olan talebin artması bu ürünleri de iç pazarda değer bir konuma getirmiştir. 1993 yılında, gelişen Türk meyve suyu sektöründe faaliyet gösteren firmaları aynı çatı altında toplamak üzere Meyve Suyu Endüstrisi Derneği (MEYED) kurulmuştur.

Euromonitor’ün “Juice in Turkey 2020” sektör raporuna göre Covid-19 pandemisinin başlangıcıyla birlikte dünya genelinde gözlemlenen meyve suyu satışlarındaki artış trendinin Türkiye’yi de etkilemesiyle birlikte Türkiye pazarında bulunan meyve suyu satışlarında artış gözlemlenmiştir. 2020 yılında Türkiye’de meyve suyu satış hacmi % 1 artarak 883 milyon litreye yükselmiş ve satışlar %22 artarak 3 milyar TL’ye ulaşmıştır. Pandemi etkisiyle değişen tüketici eğilimleri sayesinde Türkiye meyve suyu sektöründe milyon litre bazında satışlarda 2025 yılına kadar kademeli artış beklenmektedir.

(Kaynak: Euromonitor, Juice in Turkey 2020 raporu, <https://www.euromonitor.com/juice-in-turkey/report>)

2020 yılında tüm dünyada etkisini gösteren Covid-19 pandemisi global organik içecek sektörünü de olumlu anlamda etkilemesine rağmen bu etki Türkiye organik içecek sektöründe beklenen şekilde gerçekleşmemiştir. Euromonitor’ün “Organic Beverages in Turkey” raporuna göre yüksek birim fiyatı ve sadece modern şehir alanlarında satış imkanından kaynaklı olarak bu kategori niş kalmıştır. Ayrıca, organik içeceğin ortalama birim fiyatı, çay ve meyve / sebze suyunun hasat, üretim ve dağıtım maliyetlerinin artması nedeniyle çift haneli büyüme göstermiştir.

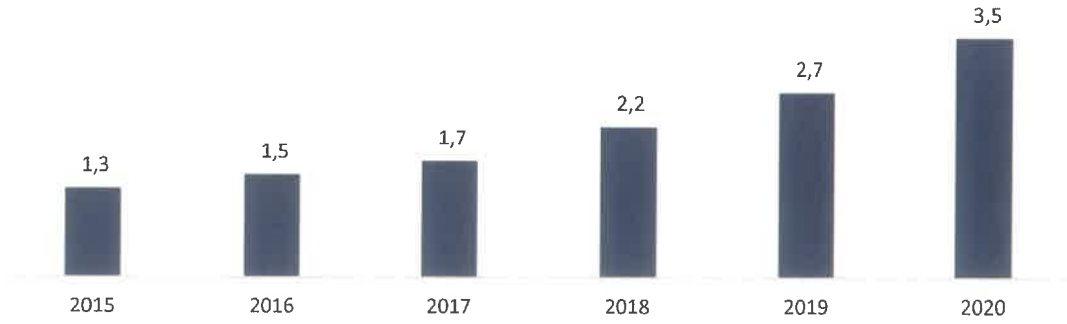
Bu süre zarfında sektörü satış hacmi açısından domine eden ürün kategorisi ise organik çaylar olmuştur. Sektörün lider oyuncusunun %80 pay ile organik yeşil çay ve %70 pay ile organik olmayan siyah çay ürünleri kategorilerine hakim olması nedeniyle sektör performansı da lider oyuncunun satış performansına göre şekillenmiştir. Bir önceki yılda organik siyah çay ve organik yeşil çay satış hacminde gerçekleşen yüksek büyümeye oranında bir artış gözlemlenmemiş olsa bile Covid-19 pandemisi etkisiyle 2020 yılında bu ürün kategorilerinin satış hacminde yine de artış gözlemlenmiştir. Bir önceki yıla göre büyümeye oranının daha düşük seviyede gerçekleşmesinin nedeni olarak pandemi etkisiyle tüketicinin harcanabilir gelir seviyesinin düşüş göstermesi söylenebilir.

2020 yılında pandeminin etkisini göstermiş olduğu organik içecek sektöründe aynı zamanda reklam, kampanya ve dağıtım kanalı anlamında yeterli derecede Şirket yatırımı görülmemiştir. Şirketlerin organik ürünlerini pazarlama anlamında dağıtım kanallarına yatırım yapmamasının sebebi Covid-19 nedeniyle artan maliyetlere bağlı olarak pazarlama faaliyetlerine bütçe ayırılmamasıdır. Bunun sonucunda genel ürün alanındaki büyüme daha fazla gerçekleşebilecek iken sınırlı kalmıştır.

Yakın gelecekte Türkiye organik içecek sektöründe ürün dağıtım kanallarının büyük çoğunluğunun bağımsız, küçük bakkal perakendecilerinin aracılığı ile olmayıp büyük zincir marketler olmasının pozitif etkilerinin görülmesi beklenmektedir. Bu pazarın büyümesine yardımcı olan unsurun kentsel alanda yaşayan, organik ürünler talep eden ve bilinçli tüketici profiline uyan tüketicilerin talep ettikleri ürünlerin sadece kentsel bölgelerde bulunan marketlerde satılıyor olması olarak söylenebilir.

Ürün çeşitliliğine bakıldığında 2020 organik içecek sektöründe satış bazında en çok hasılat elde eden alt ürün kategorisi 24.5 milyon TL ile organik çay kategorisi olurken organik meyve / sebze suyu alt kategorisi ise 3.5 milyon TL satış hacmi gerçekleştirmiştir. (Kaynak:Euromonitor, Organic Beverages in Turkey 2020 raporu, <https://www.euromonitor.com/organic-beverages-in-turkey/report>)

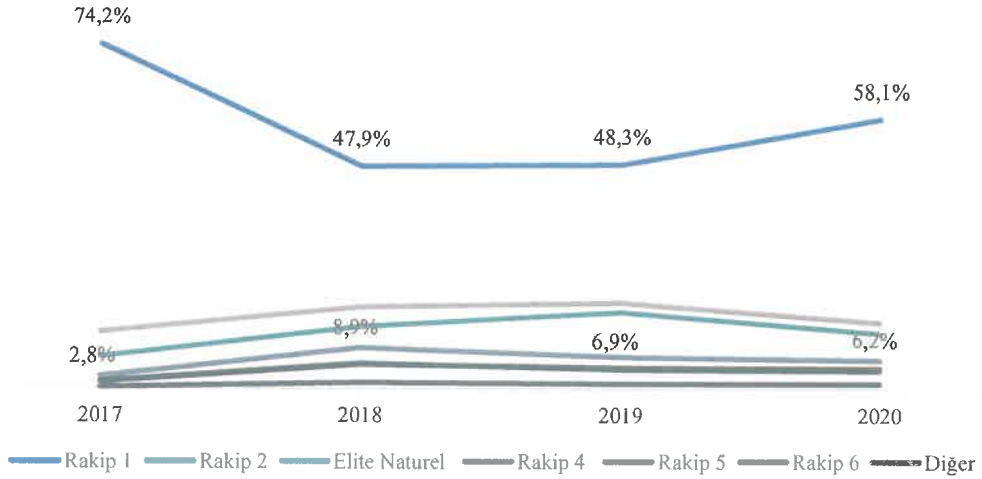
Şekil 5: Organik Meyve / Sebze Suyu Kategorisi Satış Hacmi (mn TL)



Kaynak: Euromonitor Organic Beverages in Turkey raporu

Perakende satış sonuçlarına göre organik içecek sektörünün lideri bu kategorideki satışların %58.1'i oranında pay alırken, Şirket %6.2'lik pay oranıyla sektörde 3. sırada yer almaktadır.

Şekil 6: Markaların Sektör İçindeki Pazar Payları



Kaynak: Euromonitor Organic Beverages in Turkey raporu

Fonksiyonel ve Sağlıklı Ürünler Sektörü

Fonksiyonel içecek alt kategorisi genel tanımıyla günlük hayatta düzenli bir şekilde tüketildiğinde kronik hastalıklara yakalanma riskini azaltan, biyolojik savunma mekanizmasını güçlendiren, yaşlanmayı geciktiren ve sağlığı koruyan bileşenleri içeren içeceklerdir. İçeriğinin biyoyararlılığı yüksek vitamin, mineral, antioksidan açısından zenginleştirilmesi ve meyve sebzelerle güçlendirilmesi, fonksiyonel içeceklerin üretiminde kullanılan temel yöntemdir. Fonksiyonel içecek türleri olarak enerji verici içecekler, hazır çaylar, vitamin / mineral takviyeli ürünler örnek olarak gösterilebilir.

Hartman Group'un Organic & Naturel 2018 Raporuna göre sağlıklı gıda sektörünün (fonksiyonel) büyümekte olan bir trendi bulunmaktadır. Rapora göre yaklaşık olarak her 4 kişiden biri gıda arayışında sağlıklı ürünlere yöneldiğini söylemektedir. Sağlıklı gıda arayışına yönelen tüketicilerin de %62'si sağlıklarında içeceklerin çok önemli bir rol oynadığını, %40'ından fazlası da bu ürünlerin vücut sağlıklarını desteklediğini belirtmektedirler. (Kaynak: Hartman Group, Organic & Naturel raporu, <https://www.hartman-group.com/reports/45201607/organic-natural-2018>) Bu trendin pandemiden sonra da organik atıştırmalıkların tüketimini desteklemesi beklenmektedir. International Food Information Council Foundation 2020 gıda ve sağlık raporuna göre pandemi sonrası tüketicilerin %85'i gıda tüketim alışkanlıklarının değiştiğini söylemektedir. (Kaynak: International Food Information Council, 2020 Food & Health Survey, <https://foodinsight.org/wp-content/uploads/2020/06/IFIC-Food-and-Health-Survey-2020.pdf>) Research and Markets'ın "Functional Beverages Global Market Opportunities and Strategies to 2030: Covid-19 Growth and Change" raporuna göre, Covid-19 pandemisi ile insan vücuduna verdiği sıkıntılar ve sağlık problemleri göz önünde bulundurulduğunda tüketiciler vücudun bağışıklık sistemlerini artırmak için besin değeri yüksek sağlıklı fonksiyonel içecekleri tercih ederek 2020 yılında sağlıklı tüketim trendinin olmasını sağlamışlardır. 2020 yılında fonksiyonel meyve suyu piyasası Covid-19 pandemisinden kaynaklı olarak %8,07 büyüme göstermiştir. Ayrıca 2021 yılından 2023 yılına kadar da fonksiyonel meyve suyu sektörünün satış tutarının 158,28 milyar ABD Doları'na ulaşması beklenmektedir. (Kaynak: Research and Markets, Functional Beverages Global Market Opportunities and Strategies to 2030: Covid-19 Growth and Change raporu, https://www.researchandmarkets.com/reports/5230070/functional-beverages-global-marketopportunities?utm_source=GNOM&utm_medium=PressRelease&utm_code=whcjk&utm_campaign=1485954++Global+Functional+Beverages+Market+Report+20202030%3a+COVID19+Impacts%2c+Growth+and+Changes++The+Report+Recommends+Companies+Should+Focus+on+Providing+Immunity+Boosting+Beverages&utm_exec=chdo54prd)

Aynı zamanda fonksiyonel içecek üreticisi olan Şirket, globalde olduğu gibi Türkiye'de de son yıllarda artış gösteren 'sağlıklı yaşam kaygısı güden' tüketici eğiliminden satış anlamında pay almaktadır. Euromonitor'un "Fortified / Functional Beverages in Turkey" raporuna göre 2020 yılında etkisini gösteren Covid-19 pandemisiyle beraber tüketiciler vitamin ve minerallerle zenginleştirilmiş ürünlerin bağışıklık sistemini güçlendirerek virüse karşı daha iyi koruduğuna inanmaktadırlar. Aynı zamanda evde geçirilen zamanın artmasıyla birlikte tüketicinin bu ürün kategorilerine olan talebinin devam etmesi şirketlerin Ar-ge çalışmalarıyla yeni ürünler geliştirmesine sebep olmuştur. Bunun yanı sıra takviye / fonksiyonel içeceklerin birim fiyatlarının normal içecek ürünlerinin fiyatlarıyla benzer olmasından kaynaklı olarak çoğu müşteri için tüketim sebebi olmuştur. Her ne kadar 2020 yılında TL'nin diğer para birimleri karşısında değer kaybetmesinden kaynaklı olarak birim maliyetleri artmış olsa da normal meyve suyu ürünlerinin de birim maliyetlerindeki artıştan dolayı takviye/fonksiyonel ürün kategorisi ile meyve suyu kategorisi arasında büyüme anlamında fark gözlemlenmemiştir. 2020 yılında takviye / fonksiyonel içecek sektöründe meyve / bitki çayı ve birçok takviye/fonksiyonel alkolsüz içeceğin değer artışı çift haneli büyüme oranları görmüştür.

Takviye / fonksiyonel içecek ürün kategorisinin çift haneli büyüme göstermeyen tek istisna alt ürün kategorisi ise enerji içecekleri olup, yıl içinde karantina nedeniyle evde vakit geçiren tüketicinin bu ürünlere ihtiyaç duymamasından kaynaklı olarak tek haneli büyüme oranı göstermiştir. 2019 yılsonunda 1.6 milyar TL satış hacmine sahip olan takviye / fonksiyonel içecek sektörü 2020 yıl sonunda %10 artış ile 1.8 milyar TL satış hacmine ulaşmıştır. 2015 yılından 2020 yılına kadar ise sektör %18.99 YBBO kaydetmiştir. (Kaynak: Euromonitor, Fortified / Functional Beverages in Turkey raporu, <https://www.euromonitor.com/fortifiedfunctional-beverages-in-turkey/report>)

Tablo 26: Takviye/Fonksiyonel İçecekler Satış Hacmi

(mn TL)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Takviye/ Fonksiyonel İçecekler	739.5	828.8	1,028.2	1,309.6	1,600.0	1,764.6
T/F Sıcak İçecekler	94.7	109.5	124.3	131.9	144.4	181.0
T/F Alkolsüz İçecekler	644.8	719.2	903.9	1,177.7	1,455.6	1,583.6

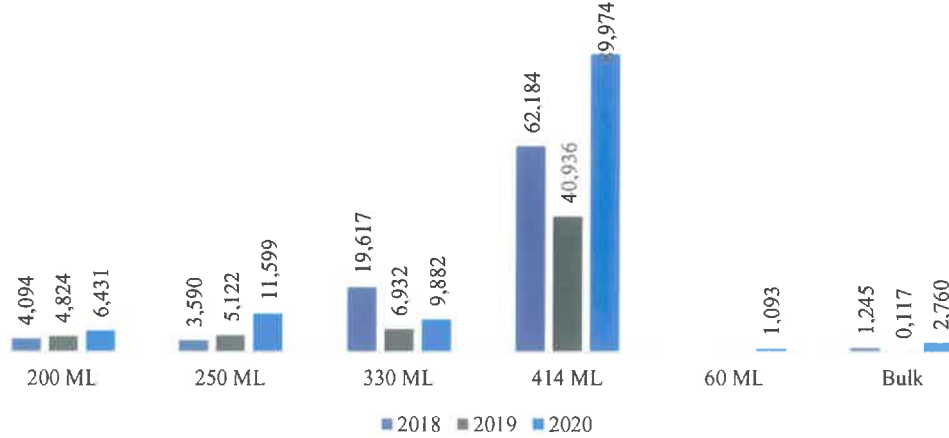
Kaynak: Euromonitor

Euromonitor'ün "Fortified / Functional Beverages in Turkey" raporuna göre, 2021 yılından itibaren Covid-19 pandemisinin etkisinin azalmasıyla birlikte iş hayatına geri dönen tüketicinin daha önceki dönemlere kıyasla sağlıklı yaşam ve mineral takviyesine verdiği önem ile birlikte bu büyüme seviyelerinin devam etmesi beklenmektedir. Aynı zamanda pandemi döneminde temazsız alışveriş ile birlikte önem kazanan e-ticaretin de büyüme göstereceği tahmin edilmektedir. Buna bağlı olarak e-ticaret kanalı bulunan ve Şirket'in ürünlerinin satışını yapan süpermarket zincirleri ile Şirket'in 2021 yılının ikinci yarısında açmış olduğu online mağazası sayesinde satışlarda pozitif bir etki beklenmektedir.

Aynı dönemde sağlıklı ürünler kategorisinde hayvansal girdi içermeyen vegan ürünlerin de ön plana çıktığı gözlemlenmektedir. "Vegan Society 2020 yıllık" raporuna göre, 2014 yılından 2020 yılına kadar sağlıklı vegan tüketicisinde 5 kat artış görülmüştür. Üreticiler yenilikçi ve et ürünlerine alternatif olarak bol protein içerikli vegan ürünler üretebilmek için tesislerine 2019 yılına kadar 17 milyon ABD Doları yatırım yapmışken son 2 yılda sadece 13 milyon ABD Dolarlık yatırım yapmışlardır. Bu bağlamda tüketici talepleri de ele alındığında Şirket'in ürettiği tüm ürünler sebze ve meyveden üretildiği ve hiçbir zaman hayvandan elde edilen jelatin maddesi kullanılmadığından vegan ürün sayılmakta olup bu pazardan da pay almaktadır. (Kaynak: Vegan Society, <https://www.vegansociety.com>)

Aşağıdaki net satış grafiğinde görülebileceği üzere fonksiyonel ürün satışları Şirket adına 2019 yılında 2020 yılına göre %206 oranında artış göstermiştir.

Şekil 7: Şirket'in Fonksiyonel Ürün Satışları (mn TL)



Kaynak: Şirket, HALKI Analiz

Sağlıklı Atıştırmalık ve Çocuk Ürünleri Sektörü

Grand View Research'ün "Global Organic Snack Market Size" raporuna göre, ABD'deki organik atıştırmalık pazarın büyüklüğü 2019 yılı itibarıyla 7.21 milyar ABD Doları olarak gerçekleşmiş olup 2020 den 2027'ye kadar bu oranın %13.1 (CAGR) büyümesi beklenmektedir. Bunun ana nedeni tüketicilerdeki artan sağlık bilincinin gelişmesi ile dünya genelinde organik gıda tüketiminin artış göstermesidir. (Kaynak: Grand View Research, Organic Snack Market Size, 2020-2027 raporu, <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/organic-snacks-market>)

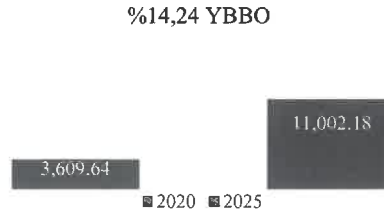
"Organic Baby Food Market 2020 - 2025" raporuna göre; küresel organik bebek ürünlerinin piyasadaki büyümesinin 2020 - 2025 yılları arasında %14.24 oranında olacağı tahmin edilmektedir. Bu rapora göre en hızlı büyüyen pazar Asya pazarı iken en büyük pazar da Kuzey Amerika pazarıdır. (Kaynak: Mordor

Intelligence, Organic Baby Food Market 2020-2025, <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/organic-baby-food-market>)

Covid 19 sürecinde sağlık sıkıntıları ve gıda korkuları tüketici talebi üzerinde uzun vadeli bir etkiye sebebiyet vermiştir. Tüketicilerin gıda güvenliği ve kişisel sağlık korkuları ürün talebinde organik olan tüketim mallarına yönlendirmiştir. Örneğin Amerika ve Çin’de Covid-19 krizinin en yoğunlaştığı zamanda organik bebek ve süt ürünlerine olan talep artışı çok fazla olmuştur.

Küresel organik bebek ürünü pazarında şirketler pazarda rekabet etmek için yeni pazarlama stratejileri geliştirmiş ve katma değerli bileşenlere dayalı yeni ürünler çıkartmaya odaklanmışlardır. Bu pazarda önde gelen en büyük şirketlerden bazıları ise Abbott Laboratories, Nestle SA, Hero Grup ve Danone’dır. Özellikle gelişmiş ekonomilerin süpermarket ve zincirlerinde ve gelişmiş ekonomilerdeki geleneksel marketlerde çok çeşitli özel ürünler bulunmaktadır. (Kaynak: Mordor Intelligence, Organic Baby Food Market 2020-2025 raporu, <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/organic-baby-food-market>)

Şekil 8: Küresel Organik Bebek Ürünleri Hasılat Tutarı (mn TL)



Kaynak: Mordor Intelligence Organic Baby Food Market 2020-2025 raporu

Sektörde Trendler ve Şirket’in Konumu

“10 Key Trends in Food, Nutrition Health 2021” raporuna göre gıda- beslenme ve sağlıkta 10 ana trendin en önemli 4 mega trendlerinden birisi izlenebilirlik. Organik üretimin temel dayanağı sürdürülebilir ve izlenebilir bir iş modeli olmasıdır. Şirket’in kurmuş olduğu dikey entegrasyon modeli ile tarladan son ürüne kadar tüm işlemler şirket bünyesinde gerçekleştirilmekte olup bu da üretilen ürünlerin sürdürülebilir ve izlenebilir olmasını sağlamaktadır. Bu sistem dahilinde aracı firmalar bertaraf edildiğinden karlılık da doğru orantılı olarak yükselmektedir. (Kaynak: New Nutrition Business, 10 Key Trends in Food, Nutrition Health 2021 raporu, <https://www.new-nutrition.com/nnbReport/display/195>)

“Beverage Insight 2020” raporuna göre tüketicilerin %52’si ürünlerin nereden geldiğini %46’sı da tükettiği ürünün üreticisinin çevreye ve çalışanlarına karşı duyarlılığını bilmek istemektedir. Şirket’in dahil olduğu ‘fair trade (adil ticaret) kontrol ve sertifikasyonu’ dahilinde, Şirket organik projelerinde yer alan çiftçilerine adil fiyatlandırma ve ödeme koşulları yapmayı taahhüt etmektedir. Aynı zamanda ürün satışlarından elde edilen gelirlerin 2020 yılı için %2.4’ü okullar, spor salonu, eğitim tesisleri, sağlık ocağı, öğrenci bursları ve sponsorluklar için harcanmıştır. (Kaynak: Cargill, Beverage Insight 2020 raporu, https://www.cargill.com/food-beverage/beverages-insights-report-info-page?utm_source=FoodNavigator&utm_medium=web-banner&utm_campaign=Beverage_Insights_2020)

New Hope Network 2021 yılı için içecek sektöründe ön gördüğü en önemli 10 trend içerisinde en üst sıralarda kişiye özel ürün geliştirme modeli yer almaktadır. Tüketiciler artık kendilerine verileden çok kendi ihtiyaçlarına göre kurgulanmış ürünleri talep etmektedir. (Kaynak: New Hope Network, The Fresh Market’s top 10 specialty food trends to watch in 2021 basın bülteni, <https://www.newhope.com/food-and-beverage/fresh-markets-top-10-specialty-food-trends-watch-2021>)

“Food Price Index 2020” raporuna göre, yeni trendler tüketiciler arasında ilgi görmeye devam ettikçe şirketler yeni ürünlerinin yeni ambalajlarla en az maliyet ile üretmeye başlamışlardır. (Kaynak: FAO, Food Price Index 2020 raporu, http://www.fao.org/worldfoodsi_tuation/foodpricesindex/en/)

Şirket'in sahip olduğu tarımsal üretimden ürünlerin işlenmesi, sonrasında paketlenip satılması olan dikey entegrasyon modelinin avantajı ile Şirket inovasyona ve dinamizme dayalı ürün geliştirme bilgi ve tecrübesine sahiptir. Hem müşteri talebine hem de ar-ge ekibinin çalışmaları neticesinde 2019 yılında 20 adet yeni reçete ile ürün üretimi çalışmaları başlatılmış, bunların 12'si 2020 yılında satışa dönüşmüştür. Yine 2020 yılında 31 adet yeni reçete ile ürün üretimi başlatılmış olup bunların 13'ü onaylanıp satışa sunulmuştur. 2021 yılına ise 84 adet yeni reçete ile ürün üretimi çalışmalarına başlanılmış, bu ürünlerin 12'si onaylanmıştır. Ar-ge çalışmalarıyla ilgili detaylı bilgi İzahname'nin 7.1.2 numaralı maddesinde anlatılmaktadır. Geri kalan projeler ise devam etmektedir.

5. DEĞERLEME ANALİZİ

Şirket'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- i) Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi
- ii) Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

5.1. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Şirket (varlık) değerlemesinde benzer büyüklüğe ve operasyonlara sahip şirketlerin çeşitli finansal rasyolarının medyanları ve / veya sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan çarpanlar / rasyolar dikkate alınarak değerlerin tespit edildiği bu yöntem, genel olarak iki ayrı şekilde gerçekleştirilmektedir.

5.1.1. Benzer İşlem Gören Şirket Analizi (Trading Multiples)

Benzer İşlem Gören Şirket Metodu'nda, Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler incelenmektedir. Burada emsal olarak alınacak şirketlerin benzer ürün veya hizmetleri üretmesi beklenmektedir. Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin (net kar, satışlar, defter değeri, FAVÖK vb.) katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük zorluk, bire-bir karşılaştırılabilir şirket bulunmasıdır.

Bir şirketin hisselerinin piyasa değeri ("PD"), birim hisse fiyatı ile hisse adedinin çarpımı olarak tanımlanabilir. Firma Değeri ("FD") ise şirketin toplam operasyonlarının piyasa değerini vermektedir. Bir şirketin Şirket Değeri şirketin hisselerinin piyasa değeri ile net finansal borçlarının piyasa değerinin toplamına eşittir.

5.1.2. Benzer İşlem Çarpanları Analizi (Transaction Multiples)

İkinci temel yöntem olan Benzer İşlem Çarpanları Analizi çalışmasında ise benzer şirketlerin dünyada gerçekleşmiş satın alma ve birleşme işlemleri araştırılmaktadır.

Bu işlemlerde oluşan finansal rasyolar analiz edilmekte ve analiz sonuçları hedef şirketin büyüklükleri ile karşılaştırılmaktadır. Benzer işlemler seçilirken işleme tabi olan şirketin coğrafyası ve büyüklüğü dikkate alınmaktadır. Bu hesaplamalarda açıklanmamış işlemlerin sonuca etkisine dikkat edilmesi gerekmektedir.

Pazar yaklaşımı uygulaması üç ana süreçten meydana gelmektedir:

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

Uygun değerler normal bazda değerlendirilmesi yapılan şirketin gelecekte büyümesi beklenen gelirleri olarak tanımlanır. Uygun değerlerin tespitinde değerlendirilmesi yapılan şirketin geçmiş mali verilerinden, tahminlerden ve piyasa şartlarından faydalanılır.

Pazar yaklaşımında kullanılan çarpanlar 14.10.2021 tarihli veriler olup kaynak olarak Bloomberg ve Merger Market kullanılmıştır.

Çarpanların belirlenmesi sonrasında uç değerler olarak kabul edilen ve değerlemeyi etkilemesi olası olan çarpanların tespit edilmesi ve değerlemeye dahil edilmemesi için Kartil hesaplaması yapılmıştır. Kartil bir seriyi 4 eşit parçaya bölen istatistiki bir terimdir. Hesaplama yapılırken alt ve üst veri oluşturulmaktadır. Alt veri 0 – serinin %25'lik kısmına denk gelen rakam ve üst veri serinin %75'lik

kısmına denk gelen rakam formülü ile hesaplanmaktadır. Alt ve üst veri hesaplandıktan sonra alt verinin altında kalan ve üst verinin üstünde kalan çarpanlar değerlemeye dahil edilmemektedir.

5.1.3. Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler

Pazar yaklaşımında FAVÖK ve Net Kar kullanılacak olup 31.12.2020, 30.06.2020 ve 30.06.2021 dönemi mali tabloları FAVÖK ve Net Kar verileri 2021/6 dönemi için yıllıklandırılarak değerlemede kullanılmıştır. FD / FAVÖK çarpan analizinde kullanılan FAVÖK değeri ile PD / Net Kar çarpan analizinde kullanılan Net Kar değeri aşağıda yer almaktadır.

Tablo 27: Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler

	A	B	C	A - B + C
	2020	2020/6	2021/6	2021/6
				Yıllıklandırılmış
FAVÖK (mn TL)	73.9	29.0	31.2	76.1
Net Kar (mn TL)	31.8	10.3	15.9	37.5
Borç (TL)			107,268,647	107,268,647
Nakit (TL)			31,765,322	31,765,322
Net Nakit (TL)			75,503,325	75,503,325

5.1.4. Yurtdışı Benzer Şirketler FD / FAVÖK, PD / Net Kar Çarpan Analizi

Pazar yaklaşımı, Şirket'in seçilmiş finansalları ve yurtdışında halka açık karşılaştırılabilir emsallere ait payların çarpanlarına dayanmaktadır. Değerlemeye esas çarpanlar PD / DD, F / K, FD / FAVÖK, FD / Satışlar olarak belirlenmiş yalnız değerlemede FD / FAVÖK ve F / K çarpanları kullanılmıştır. Şirket'in özkaynakları net karı da içerdiği için PD / DD çarpanı yerine F / K çarpanı kullanılmıştır. Şirketin niş ve kar marjı organik olmayan ürünlere göre daha yüksek olan bir segmentte faaliyet göstermesi nedeniyle, ürünleri yüksek katma değerlidir. Bu sebeple kar marjı kısıtlı ve hacim esaslı rekabete sahne olan diğer içecek segmentlerinde önemli olan satış hacmi yerine, ürünlerin işlenmesi süreci sonucunda ulaşılan faaliyet geliri ve net kar, şirketin değerini satış gelirine göre daha iyi yansıtmaktadır. Söz konusu bilgiler ışığında FD / Satış çarpanı yerine, net kar ve faaliyet gelirleri çarpanları kullanılması tercih edilmiştir. Bu nedenle Şirket'in nakit ve borçlarının da etkisini de göstermesi nedeniyle Firma Değeri / FAVÖK çarpanı değerlemede kullanılmıştır.

Yurtdışı benzer şirket araştırması tüm organik içecek üreticileri bazında yapılmış, listenin sınırlı olması nedeniyle organik içecek üreten şirketler yanında organik gıda üretimi yapan şirketler de değerlemeye dahil edilmiştir.

Tablo 28: Yurtdışı Benzer Şirketler FD / FAVÖK, PD / Net Kar Çarpan Değerleri

Borsa Kodu	Şirket Adı	Ülke	Şirket Bilgileri	FD / FAVÖK	F / K	Varlık Betası
1380 JP Equity	Akikawa Foods & Farms Co LTD	Japonya	Organik et. işlenmiş gıda, yumurta ve süt üretimi yapmaktadır.	10.07	33.13	0.32
BUB AU Equity	Bubs Australia Limited	Avustralya	Bubs Australia paketlenmiş gıda üretmektedir.	-	-	-
HAIN US Equity	The Hain Celestial Group	Amerika	Doğal ve Organik içecek, atıştırmalık, özellikli gıda ve kişisel bakım ürünleri üreticisidir.	26.60	30.45	0.09
KHM Equity	Ki-Group S.p.A	İtalya		-	-	-
SMPL US Equity	The Simply Good Foods Company	Amerika	Yatırım şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Atıştırmalık ve gıda üreticilerine yatırım yapmaktadır.	20.61	33.14	0.56
MRG AU Equity	Murray River Organics	Avustralya	Murray River Organics Group Limited organik gıda ürünleri üretmektedir.	-	-	-
007390 KS Equity	Naturecell Co LTD	Güney Kore	Naturecell Co Ltd. Meyve suyu, kutu içecek ve fonksiyonel sağlık gıdaları üretmektedir.	-	-	-
OGO CN Equity	Organto Foods Inc.	Kanada	Organto Foods Inc. organik taze meyve sebze sağlamaktadır.	-	-	-
SOY CN Equity	Sunopta Inc.	Kanada	Sunopta Inc. Doğal ve organik gıda market işletmektedir. Şirket doğal ve organik gıda işlemektedir. Şirket aynı zamanda çevreye duyarlı endüstriyel materyalleri geri dönüşüm ve temiz selüloz sistemleri de geliştirmektedir.	57.94	-	-
URBF US Equity	Urban Barns Foods Inc.	Amerika	Urban Barns Foods Inc. organik meyve ve sebze üretilip satmaktadır.	-	-	-

VILGEA US Equity	Village Super A	Amerika	Village Supermarket organik gıda ve içecek satan bir markettir.	8.74	17.95
Medyan				20.61	31.79 0.32

Kaynak: Bloomberg (15.10.2021)

Yurtdışı benzer şirketlerin FD / FAVÖK, PD / Net Kar çarpanları medyanı sırasıyla 20.61x ve 31.79x olarak hesaplanmaktadır. Söz konusu çarpan değerlerine %50 eşit ağırlıklandırarak 1,258.0 mn TL özkaynak değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 29: Yurtdışı Benzer Şirketler FD / FAVÖK, PD / Net Kar Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı

Mn TL	2021/6 Yıllıklandırılmış	Çarpanlar	Çarpanlar	Nakit	Borç	Firma Değeri	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri
FAVÖK	76.1	FD / FAVÖK	20.61	31.8	107.3	1,568.9	1,493.4	50%	746.7
Net Kar	32.2	PD / Net Kar	31.79	31.8	107.3	1,098.6	1,023.1	50%	511.5
Toplam Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri									1,258.2

Kaynak: Bloomberg (15.10.2021)

5.1.5. Yurtdışı Benzer İşlemler FD / FAVÖK, PD / Net Kar Çarpan Analizi

Tablo 30: Yurtdışı Benzer İşlemler FD / FAVÖK, PD / Net Kar Çarpan Değerleri

Kapanış Tarihi	Hedef Şirket	Alan Şirket	Şirket Tanımı	FD / FAVÖK	PD / Net Kar
6/16/2017	Whole Foods Market Inc	Amazon.com Inc	Et, kuru meyve, atıştırma, bira, şarap, çikolata, organik ve diğer ilişkili ürün sağlayıcısıdır.	10.88	33.84
10/1/2019	Alimentation Sante SAS; Alimentation Sante SA	Midsona AB	Fransa Merkezli organik gıda üreticisi	14.38	-
9/6/2019	Ecotone	Consortium led by PAI Partners	Fransa Merkezli organik gıda üreticisi	14.04	24.17
5/3/2018	Davert GmbH	Midsona AB	Almanya merkezli organik kuru gıda üreticisidir.	14.20	-
1/1/2018	IL Fior Di Loto S.r.l.	Baule Volante s.p.a.	İtalya merkezli organik gıda dağıtıcısı şirkettir.	72.13	290.27
12/5/2016	Biogran S.L.	Ecotone	İspanya merkezli doğal ve organik gıda üreticisi ve dağıtıcısıdır.	17.27	-
8/14/2015	Natural Balance Foods Ltd. (67% Stake)	Lotus Bakeries NV	İngiltere merkezli organik ve sağlıklı atıştırma üreticisi şirkettir.	40.74	-
7/1/2015	Urtekram International A/S	Midsona AB	Danimarka merkezli organik gıda ve vücut bakım ürünleri üreticisi şirkettir.	15.30	-
1/9/2015	Abafoods s.r.l.	Ecotone	İtalya merkezli organik bitkisel içecek üreticisi şirkettir.	16.69	-
Medyan				15.30	29.01

Kaynak: Bloomberg (15.10.2021)

Tablo 31: Yurtdışı Benzer İşlemler FD / FAVÖK, PD / Net Kar Çarpanına göre Özsermaye Değeri Hesabı

Seçilmiş Finansallar	2021/6 Yıllıklandırılmış	Çarpanlar	Nakit	Borç	Firma Değeri	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri
FAVÖK	76.1	FD / FAVÖK - 15.30 x	31.8	107.3	1,164.5	1,089.0	50%	544.5
Net Kar	32.2	PD / Net Kar - 29.01 x	31.8	107.3	1,008.9	933.4	50%	466.7
Toplam Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri								1,011.2

Kaynak: Bloomberg, Merger Market (15.10.2021)

5.1.6. Yurtiçi BIST Gıda, İçecek Endeksi İçecek Şirketleri FD / FAVÖK, PD / Net Kar Çarpan Analizi

PD / Net Kar çarpanı ve FD / FAVÖK çarpanları şirketin operasyonlarının değerini doğru yansıttığı için seçilmiştir.

BİST'te işlem görmekte olan içecek şirketlerine ilişkin PD / Net Kar çarpanı ve FD / FAVÖK çarpanları verileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 32: Yurtiçi BIST Gıda, İçecek Endeksi İçecek Şirketleri FD / FAVÖK, PD / Net Kar Çarpan

Borsa Kodu	PD / Net Kar	FD / FAVÖK	Varlık Betası
CCOLA	10.6	5.4	0.7
ERSU	-352.0	338.9	
KNFRT	28.5	15.2	
KRSTL	51.9	113.3	1.3
PINSU	-7.7	20.1	
PNSUT	16.7	10.2	0.9
Medyan	22.6	12.7	0.80

Kaynak: Bloomberg, Rasyonet(15.10.2021)

Tablo 33: Yurtiçi BIST Gıda, İçecek Endeksi İçecek Şirketleri FD / FAVÖK, PD / Net Kar Çarpanına göre Özsermaye Değeri

Benzer şirketlerin PD / Net Kar çarpanı ve FD / FAVÖK çarpanlarının medyanı sırasıyla 22.6x ve 12.7x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre, özkaynak değeri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Seçilmiş Finansallar	2021/6 Yıllıklandırılmış	Çarpanlar	Nakit	Borç	Firma Değeri	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri
FAVÖK	76.1	FD / FAVÖK - 12.7 x	31.8	107.3	965.9	890.4	50%	445.2
Net Kar	32.2	PD / Net Kar - 22.6 x	31.8	107.3	803.0	727.5	50%	363.7
Toplam Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri								808.93

Kaynak: Bloomberg, Rasyonet(15.10.2021)

5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Bu yöntemde Şirket'in mevcut yapısı, müşteri portföyü, pazar payı, hizmet potansiyeli, yaratıcılık gücü, organizasyonu ve yönetim kadrosu ile gelecekte şirketin ortaya çıkarması beklenen nakit akışlarının analizi yapılır.

Bu analiz sonucunda Şirket'in gelecekte yaratacağı nakit akımlarının değerlendirilme tarihine indirgenmesi gerçekleştirilir. İndirgeme işlemi, piyasa koşullarına paralel ve şirketin risk profiline uygun bir iskonto oranının nakit akımlarına uygulanması sonucu gerçekleştirilmektedir. Bu iskonto oranı hesaplanırken Finansal Varlıkların Fiyatlandırılması Modeli (Capital Asset Pricing Model) kullanılmaktadır.

Bu yöntemde Şirket'in değeri (FD), indirgenmiş nakit akımları ve faaliyet dışı varlıklarının toplamından oluşmaktadır. Özsermaye değeri hesaplanırken aynı zamanda değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut olan finansal borçlarının piyasa değeri de göz önüne alınabilir.

Bu yöntem ile Şirket'in hisse değerleri hesaplanırken, iştirakleri için ayrı değerlemeler de yapılabilir veya bilançodaki kayıtlı değeri dikkate alınabilir.

İNA yönteminin uygulanması sırasında Şirket'e ait gelecek dönemde elde edilecek nakit akımlarını belirleyen finansal model geliştirilir. Bu finansal modele baz olan varsayımlar ve projeksiyonlar Şirket'in yönetimi tarafından temin edilen bilgiler esas alınarak hazırlanır.

Serbest nakit akımlarının bugüne iskonto edilmesinde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") kullanılır. AOSM hesaplamasının ayrıntıları aşağıdaki gibidir.

AOSM borç verenlerin ve sermayedarların sermayenin finansmanına yaptıkları katkılara göre ağırlıklandırılan getiri taleplerini yansıtır.

AOSM'nun hesaplanması ve değişkenlerin tanımları aşağıdaki gibidir:

$$AOSM = (M_s * S / (B+S)) + (M_b * B / (B+S)) * (1-v);$$

$$AOSM = \text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti}$$

$$M_b = \text{Borçlanma Maliyeti}$$

Ms = Sermaye Maliyeti (sermayenin getirisi)
B = Finansal Borç Tutarı
S = Sermaye Tutarı (özsermaye veya piyasa değeri)
V = Vergi oranı

Sermaye Maliyeti

Sermaye Varlıkları Fiyatlandırma Modeli ("SVFM") bir yatırımla ilgili olarak belirli bir risk seviyesi dahilinde bir sermaye sahibinin talep ettiği getirinin tahmini değeridir. Model sermaye sahibinin beklediği getiriyi tahmin ederken aşağıdaki denklemi kullanır:

$$Ms = Rf + \text{Beta} \times (Rm - Rf) + Rb$$

Ms = Sermaye Maliyeti (sermayenin getirisi)

Rf = Risksiz getiri oranı

(Rm-Rf) = Bütün şirketler için piyasa risk primi

Rb = İşe dönük risk primi

Beta = Seçilmiş hisse senedi fiyatının borsa endeksine göre değişimleri

Sermaye maliyeti hesaplamasında kullanılan faktörler

Beta faktörü: Hisse senedi fiyatının genel piyasa endeksi değişimlerine göre hesaplanır ve bir hissenin riskini gösterir. Eğer hisse fiyatı endeksten daha fazla değişim gösterirse Beta faktörü > 1; daha az değişim gösterir ise Beta faktörü < 1 olur.

Sermaye Maliyeti ("Ms")'nin hesaplamasında yukarıda açıklanan SVFM formülü kullanılmıştır:

Piyasa risk primi: **Sermaye piyasasındaki bir yatırım için risk primi risksiz bir yatırım ile daha fazla risk içeren bir yatırımın getiri beklentileri arasındaki farkları hesaba katar. Bu nedenle, sermaye piyasası ortalama getirisi ve risksiz bir yatırım getirisi arasındaki farka eşittir.**

Risksiz getiri oranı: Herhangi bir piyasada yatırımcının olabilecek en düşük riskteki bir yatırımdan bekleyeceği minimum getiridir. Çoğu durumda, benzer vadeli bir devlet tahvili getirisi baz olarak alınır.

Gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerlerinin hesaplanması:

Nakit akımlarının bugünkü değeri, gelecekte oluşacağı varsayılan nakit akımları üzerine iskonto oranının matematiksel bir şekilde uygulanmasıyla hesaplanmaktadır. Hesaplanan toplam bugünkü değer, mali borç ve sermayeden oluşan toplam yatırılan sermaye değerinin tahminidir. Şirket'in sermayedarlar açısından değerini hesaplarken mali borcun piyasa değerinin şirket değerinden çıkarılması gerekir. İNA değeri aşağıdaki gibi hesaplanır:

NA, t senesi için nakit akımını göstermektedir.

Devam eden değer hesaplaması

Devam eden değer belli bir yıldan sonra sonsuza kadar devam eden dönemlere ait nakit akımlarının bugünkü değeridir. Devam eden değer aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$((DSSNA \times (1+g))/(AOSM-g)) \times (\text{İskonto Faktörü})$$

DSSNA: Dönemi Sonu Serbest Nakit Akımı

g: devam eden değer için büyüme oranı beklentisi

AOSM = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İskonto Faktörü: Devam eden dönem için iskonto faktörü

Gelir Analizleri

Tablo 34: Brüt ve Net Satış Gelirleri

Satış Geliri ve Maliyet Analizi	2017	2018	2019	2020	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T
Yurtiçi Satılan Ürün (mn Adet Şişe)	7.8	10.5	7.4	12.9	12.3	18.5	22.1	24.9	24.9	24.9	24.9	24.9	24.9	24.9
Yurtdışı Satılan Ürün (mn Adet Şişe)	7.6	19.0	11.0	19.1	19.0	27.4	31.6	35.5	35.5	35.5	35.5	35.5	35.5	35.5
Toplam Satılan Ürün (mn Adet Şişe)	15	29	18	32.1	31	46	54	60	60	60	60	60	60	60
Yurtiçi Satış Gelirleri (mn TL)	5.5	8.9	8.1	21.8	24.1	40.9	53.7	66.8	73.6	81.0	87.9	95.3	103.4	112.2

Yurtdışı Satış Gelirleri (mn TL)	53.9	131.3	104.3	182.6	210.5	342.6	434.5	537.3	591.6	651.4	706.7	766.8	832.0	902.7
Yurtiçi Birim Satış Fiyatı (TL / Şişe)	0.71	0.85	1.09	1.69	1.96	2.21	2.43	2.68	2.95	3.25	3.52	3.82	4.15	4.50
Yurtdışı Birim Satış Fiyatı (TL / Şişe)	7.09	6.91	9.48	9.55	11.09	12.49	13.75	15.14	16.67	18.35	19.91	21.61	23.44	25.44
Enflasyon					16.2%	12.6%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Diğer Gelirler	0.5	1.5	3.3	4.7	4.2	6.9	8.7	10.8	11.9	13.1	14.2	15.4	16.8	18.2
Diğer Gelirler / (Yurtiçi + Yurtdışı Satış Gelirleri)	0.8%	1.1%	3.0%	2.3%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
Toplam Brüt Satış Gelirleri	59.9	141.7	115.7	209.2	238.9	390.3	497.0	615.0	677.1	745.5	808.8	877.6	952.2	1,033.1
Satıştan İadeler / Brüt Satış Gelirleri	0.8	0.4	0.5	1.8	1.7	2.8	3.6	4.4	4.9	5.4	5.8	6.3	6.9	7.4
Satış İskontoları / Brüt Satış Gelirleri	0.0	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
Diğer İndirimler / Brüt Satış Gelirleri	0.3	0.6	1.7	1.7	1.9	3.0	3.9	4.8	5.3	5.8	6.3	6.8	7.4	8.0
Net Satış Gelirleri	58.8	140.5	113.4	205.7	235.1	384.2	489.2	605.3	666.4	733.7	796.1	863.7	937.2	1,016.8

2020 yılsonu itibarıyla şirket 32.1 mn şişe ürün satışı yapmış olup 12.9 mn şişe (%40) yurtiçine 19.1 mn şişe (%60) yurtdışına satılmıştır. Aynı dönemde Şirket'in yurtiçi ve yurtdışı satış gelirleri sırasıyla 21.8 mn TL ve 182.6 mn TL olup şirket ürün satışlarından toplam 204.4 mn TL gelir elde etmiştir. Yurtiçi ve yurtdışı satış gelirleri ilgili satış miktarına oranlanarak birim satış fiyatı yurtiçi için 1.69 TL / Şişe ve yurt dışı için 9.55 TL / Şişe olarak hesaplanmıştır. 2021 – 2030 projeksiyon döneminde satılacak ürün miktarı şirket tarafından sağlanmış, birim satış fiyatları enflasyon oranında artırılarak ürün satış gelirleri tahmin edilmiştir. Şirket paylaşılan ürün miktarı projeksiyonlarının basiretli tacir yaklaşımı ile makul seviyelerde olduğunu beyan etmiştir. Buna ek olarak Şirket'in şu andaki kapasite faktörü ve geçmiş büyüme oranları bu öngörü setini desteklemektedir.

Diğer gelirler yurtiçi ve yurtdışı satış gelirlerinin toplamına oranı olarak hesaplanmıştır. Projeksiyon döneminde 2017 – 2020 yılları ortalaması %1.8 üzerinden diğer gelirler hesaplanarak toplam brüt satış gelirleri hesaplanmıştır.

Satıştan iadeler, satış iskontoları ve diğer indirimler toplam brüt satış gelirlerinin oranı olarak hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca 2017 – 2020 yılları ortalama satıştan iadeler / toplam brüt satış gelirleri oranı %0.7, satış iskontoları / toplam brüt satış gelirleri oranı %0.1 ve diğer indirimler / brüt satış gelirleri oranı %0.8 üzerinden hesaplamalar yapılmıştır.

Değerlemeye baz olan satış geliri net satış geliri olup brüt satış gelirden satış iadeleri, satış iskontoları ve diğer indirimler düşülerek hesaplanmaktadır.

Tablo 35: Satılan Mal Maliyeti

Satılan Mal Maliyeti	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T	T
Satılan Mal Maliyeti	29.7	63.4	55.0	93.8	109.1	180.4	232.1	287.7	316.8	348.8	378.4	410.6	445.5	483.4
Amortisman Giderleri	0.0	0.6	1.6	2.0	3.6	3.9	4.4	4.9	5.4	6.1	6.7	7.5	8.3	9.1
Diğer Satılan Mal Maliyeti	29.7	62.8	53.5	91.8	105.5	176.5	227.8	282.9	311.3	342.7	371.7	403.1	437.2	474.2
Diğer Satılan Mal Maliyeti / Satış Gelirleri	50.4%	44.7%	47.1%	44.6%	44.9%	45.9%	46.6%	46.7%	46.7%	46.7%	46.7%	46.7%	46.7%	46.6%
Enflasyon					16.2%	12.6%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Satılan Şişe Adedi (mn adet)	15.4	29.4	18.4	32.1	31.3	45.9	53.7	60.4	60.4	60.4	60.4	60.4	60.4	60.4
Birim Satış Maliyeti	1.9	2.2	3.0	2.9	3.5	3.9	4.3	4.8	5.2	5.8	6.3	6.8	7.4	8.0
Satılan Mal Maliyeti / Satış Gelirleri	50.4%	45.1%	48.5%	45.6%	46.4%	47.0%	47.5%	47.5%	47.5%	47.5%	47.5%	47.5%	47.5%	47.5%
Brüt Kar / Brüt Kar Marjı (%)	29.2	77.1	58.4	111.8	126.0	203.8	257.0	317.6	349.6	384.9	417.7	453.2	491.7	533.5
	49.6%	54.9%	51.5%	54.4%	53.6%	53.0%	52.5%	52.5%	52.5%	52.5%	52.5%	52.5%	52.5%	52.5%

Satılan mal maliyeti şişe birim maliyeti üzerinden hesaplanmıştır. Toplam satılan mal maliyeti / toplam şişe adedi üzerinden hesaplanmış ve 2020 yılsonu 2.9 TL / Şişe birim maliyeti enflasyon + Gekap vergi primi (yaklaşık %3) oranında artırılmış ve Şirket tarafından sağlanan satılan şişe adedi ile çarpılarak satılan mal maliyeti hesaplanmıştır.

Tablo 36: Amortisman Yansıtılan Gider Hesapları (mn TL)

Amortisman Yansıtılan Hesaplar (mn TL)	2017	2018	2019	2020	2021/6	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T
Satılan Mal Maliyeti	0.0	0.6	1.6	2.0	3.6	3.9	4.4	4.9	5.4	6.1	6.7	7.5	8.3	9.1	3.6
Genel Yönetim	1.1	1.4	1.5	1.4	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5	1.7	0.7
Toplam Amortisman	1.1	2.1	3.0	3.4	4.3	4.7	5.2	5.8	6.4	7.2	8.0	8.8	9.8	10.8	4.3
Satılan Mal Maliyeti (%)	0%	30%	51%	59%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
Genel Yönetim (%)	100%	70%	49%	41%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%

2020 yılsonu itibarıyla amortismanların %59'u satılan mal maliyetine %41'i de Genel Yönetim giderlerine yansıtılmaktadır. 2021/6 aylık dönemde söz konusu dağılım %85'e, %15 şeklinde gerçekleşmiştir ve bu oranın projeksiyon dönemi boyunca değişmeyeceği öngörülmüştür.

Faaliyet Giderleri

Şirket'in faaliyet giderleri 2020 yılsonuna kadar sadece pazarlama satış ve dağıtım giderleri ve genel yönetim giderlerinden oluşuyorken 2020 yılında Ar – Ge giderleri de farklı ürünlerin ve reçetelerin oluşturulmaya başlanması sonrası faaliyet giderlerine eklenmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca Ar - Ge gideri olacağı öngörülmektedir. Esas Faaliyetlerden diğer gelir / gider verisi doğrudan operasyonlar ile ilişkili olmaması nedeniyle değerlemeye dahil edilmemiştir.

Tablo 37: Toplam Faaliyet Giderleri

Faaliyet Giderleri (mn TL)	2017	2018	2019	2020	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	11.9	19.4	22.0	31.5	36.4	59.0	74.9	92.5	101.9	112.2	121.7	132.1	143.3	155.5
Genel Yönetim Giderleri	3.3	3.3	5.6	8.8	9.6	13.0	15.6	18.4	20.3	22.3	24.3	26.4	28.6	31.1
Ar - Ge Giderleri	0.0	0.0	0.0	0.5	2.3	2.7	3.1	3.4	3.8	4.1	4.5	4.9	5.3	5.7
Toplam Faaliyet Giderleri	15.3	22.8	27.6	40.7	48.4	74.8	93.6	114.4	125.9	138.6	150.5	163.3	177.2	192.3
Faaliyet Giderleri / Satış Gelirleri	25.9%	16.2%	24.4%	19.8%	20.6%	19.5%	19.1%	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	0.4	0.9	1.0	6.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	1.0	3.5	0.6	7.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Faaliyet Karı	13	52	31	71	78	129	163	203	224	246	267	290	314	341
Faaliyet Kar Marjı	22.7%	36.8%	27.5%	34.3%	33.0%	33.6%	33.4%	33.6%	33.6%	33.6%	33.6%	33.6%	33.6%	33.6%

Tablo 38: Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri

Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri (mn TL)	2017	2018	2019	2020	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	12	19	22	31	36	59	75	93	102	112	122	132	143	155
Ücret Giderleri	0	0	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2
Amortisman Giderleri														
Diğer Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	12	19	21	31	35	58	74	91	100	110	120	130	141	153
Diğer Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri / Satış Gelirleri	20.3%	13.8%	18.9%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%

Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri / Satış Gelirleri	20.3%	13.8%	19.4%	15.3%	15.5%	15.4%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
--	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Pazarlama satış ve dağıtım giderleri ücret, amortisman ve diğer pazarlama satış ve dağıtım giderleri olarak kırılmış, ücret enflasyon oranında artırılmış, amortisman ise hesaplanan toplam amortismandan yansıtılan oranda ve diğer giderler satış gelirlerine oranı şeklinde hesaplanarak toplam pazarlama satış ve dağıtım gideri tahmin edilmiştir.

Tablo 39: Genel Yönetim Giderleri

Genel Yönetim Giderleri (mn TL)	2017	2018	2019	2020	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T
Genel Yönetim Giderleri	3.3	3.3	5.6	8.8	9.6	13.0	15.6	18.4	20.3	22.3	24.3	26.4	28.6	31.1
Ücret Giderleri	1.0	0.4	2.2	4.0	4.6	5.2	5.7	6.3	6.9	7.6	8.3	9.0	9.7	10.6
Amortisman Giderleri	1.1	1.4	1.5	1.4	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5	1.7
Diğer Genel Yönetim Giderleri	1.2	1.5	2.0	3.4	4.4	7.1	9.1	11.2	12.4	13.6	14.8	16.0	17.4	18.9
Diğer Genel Yönetim Giderleri / Satış Gelirleri	2.0%	1.1%	1.8%	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
Genel Yönetim Giderleri / Satış Gelirleri	5.7%	2.4%	5.0%	4.3%	4.1%	3.4%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%

Genel yönetim giderleri ücret, amortisman ve diğer genel yönetim giderleri olarak kırılmış, ücret enflasyon oranında artırılmış, amortisman ise hesaplanan toplam amortismandan yansıtılan oranda ve diğer giderler satış gelirlerine oranı şeklinde hesaplanarak toplam genel yönetim gideri tahmin edilmiştir.

Tablo 40: Ar – Ge Giderleri

Ar - Ge Giderleri (mn TL)	2017	2018	2019	2020	2021/6	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T
Ar - Ge Giderleri	0	0	0	0.46	1.16	2.33	2.72	3.05	3.41	3.76	4.14	4.49	4.87	5.28	5.73
Ücret Giderleri	0	0	0	0.40	1.07	2.14	2.41	2.66	2.93	3.22	3.55	3.85	4.18	4.53	4.92
Amortisman Giderleri	0	0	0	0	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Diğer Ar - Ge Giderleri	0	0	0	0.06	0.07	0.19	0.31	0.39	0.49	0.54	0.59	0.64	0.69	0.75	0.82
Diğer Ar - Ge Giderleri / Satış Gelirleri	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Arge Giderleri / Satış Gelirleri	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	1.1%	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

Ar – Ge giderleri ücret, amortisman ve diğer Ar - Ge giderleri olarak kırılmış, ücret enflasyon oranında artırılmış, amortisman ise hesaplanan toplam amortismandan yansıtılan oranda ve diğer giderler satış gelirlerine oranı şeklinde hesaplanarak toplam Ar - Ge gideri tahmin edilmiştir.

Tablo 41: FAVÖK hesaplaması

FAVÖK ve FAVÖK Marjı (mn TL)	2017	2018	2019	2020	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T
Faaliyet Karı	13.4	51.7	31.2	70.5	77.6	129.0	163.5	203.2	223.7	246.3	267.2	289.9	314.5	341.2
Amortisman	1.1	2.1	3.0	3.4	4.3	4.7	5.2	5.8	6.4	7.2	8.0	8.8	9.8	10.8
FAVÖK	14.5	53.8	34.3	73.9	81.9	133.7	168.6	209.0	230.1	253.5	275.2	298.7	324.3	352.0
FAVÖK Marjı	24.6%	38.3%	30.2%	35.9%	34.8%	34.8%	34.5%	34.5%	34.5%	34.5%	34.6%	34.6%	34.6%	34.6%

FAVÖK hesaplanan faaliyet karı + Amortisman formülü ile hesaplanmıştır. 2021 – 2030 arası ortalama FAVÖK marjı %34.6 olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 42: Ticari İşletme Sermayesi ve Değişimi

Ticari İşletme Sermayesi Değişimi (mn TL)	2017	2018	2019	2020	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T
Satış Gelirleri	59	140	113	206	235	384	489	605	666	734	796	864	937	1,017
Maliyet	30	63	55	94	109	180	232	288	317	349	378	411	445	483
Ticari Alacaklar	14	44	25	78	70	115	146	181	199	219	238	258	280	303

Devir Hızı	4.35	3.16	4.56	2.63	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35
Gün	84	116	80	139	109	109	109	109	109	109	109	109	109	109
Stoklar	9	22	49	76	56	92	118	147	162	178	193	209	227	247
Devir Hızı	3.18	2.95	1.11	1.23	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
Gün	115	124	328	296	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186
Ticari Borçlar	12	33	20	37	45	75	96	119	131	145	157	170	185	201
Devir Hızı	2.45	1.91	2.79	2.51	2.41	2.41	2.41	2.41	2.41	2.41	2.41	2.41	2.41	2.41
Gün	149	191	131	145	151	151	151	151	151	151	151	151	151	151
Ticari İşletme Sermayesi	11	33	55	117	81	132	168	208	229	252	274	297	322	350
İşletme Sermayesi Değişimi	22	22	62	-36	51	36	40	21	23	21	23	25	27	

İşletme sermayesi hesabında devir hızları baz alınmış 2021 yılı için 2017 – 2021/6 dönemi devir hızlarının ortalaması üzerinden hesaplamalar yapılmıştır ve 2021 – 2030 arası projeksiyon döneminde değişmeyeceği öngörülmüştür. Yapılan hesaplamalar sonrasında tahmin edilen işletme sermayesi değişimi nakit akımı analizlerinde dikkate alınmıştır.

Tablo 43: Yatırım Harcamaları ve Amortisman (milyon TL)

Yatırım Harcamaları ve Amortisman	2017	2018	2019	2020	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T
Satış Gelirleri	58.8	140.5	113.4	205.7	235.1	384.2	489.2	605.3	666.4	733.7	796.1	863.7	937.2	1,016.8
Maddi Duran Varlıklar	13.5	27.9	37.9	71.0	72.2	72.2	72.2	72.2	72.2	72.2	72.2	72.2	72.2	72.2
Dönem Amortismanı	1.0	3.0	3.3	3.0	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
Birikmiş Amortismanlar	3.6	4.2	7.2	10.5	13.6	17.0	20.4	23.9	27.3	30.7	34.2	37.6	41.0	44.5
Net Maddi Duran Varlıklar	8.9	20.7	27.3	57.4	55.2	51.8	48.3	44.9	41.4	38.0	34.6	31.1	27.7	24.3
Yatırım Harcamaları	3.3	10.5	9.6	5.1	6.6	3.8	4.9	6.1	6.7	7.3	8.0	8.6	9.4	10.2
Yatırım Harcamaları / Satış Gelirleri	6%	7%	8%	2%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar İtfa Payları					0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Yatırım Harcamaları Amortismanı					0.7	1.0	1.5	2.1	2.8	3.5	4.3	5.2	6.1	7.2
Toplam Amortisman + İtfa Payları	1.0	3.0	3.3	3.0	4.3	4.7	5.2	5.8	6.4	7.2	8.0	8.8	9.8	10.8

Şirket'in bundan sonra yapacağı yatırım harcamalarının satış gelirlerinin yaklaşık %1'i olacağı öngörülmektedir.

Tablo 44: AOSM Hesaplaması

AOSM	2021/6	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T
Rf	18.45%	18.45%	18.45%	18.45%	18.45%	18.45%	18.45%	18.45%	18.45%	18.45%	18.45%
Beta	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
Erp	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Özkaynak Maliyeti	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Borç Maliyeti	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Vergi Oranı	22%	25%	23%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Borç Maliyeti (1 - Vergi) *	12.2%	11.8%	12.1%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
Borç / Özkaynak	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73	0.73
Borç Ağırlığı	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%	42%
Özkaynak Ağırlığı	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%	58%
AOSM	17.25%	17.06%	17.19%	17.39%	17.39%	17.39%	17.39%	17.39%	17.39%	17.39%	17.39%

Şirket'e ilişkin özkaynak maliyeti hesaplamasında Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli kullanılmıştır. Söz konusu bu modele göre, T.C. Hazine'si tarafından TL cinsinden ihraç edilen TRT131130T14 ISIN Kodlu 10 yıl vadeli TL tahvil getirisi (15.10.2021 tarihi itibarıyla), riskten arındırılmış faiz oranı (%18.45) olarak belirlenmiştir.

Risk Primi, Piyasa riski (Rm) – Risksiz Faiz Oranı (Rf) formülü ile hesaplanmıştır. 15.10.2021 tarihi itibarıyla Rm 23.91% ve Rf 18.45% olarak hesaplanmış kaynak olarak Bloomberg kullanılmıştır. Aradaki fark 5.4% olup değerlemede %5 olarak dikkate alınmıştır.

Beta, Yurtdışı işlem gören benzer şirketlerin 15.10.2021 tarihli varlık betası olup Şirket'in Borç / Özkaynak oranına göre düzeltilmiştir. Sayfa 37'de tabloda yer almaktadır. Yurtiçi BIST Gıda, İçecek (XGIDA) Endeksinde işlem gören şirketlerden alkolsüz içecek üreten şirketlerin varlık betaları şirket halka açıldığı durumda bu endekste işlem göreceği öngörüsü ile Bloomberg sisteminden alınmıştır. Yalnız Şirket'in satışlarının %90'ndan fazlasını yurtdışına yapması, borçlarının tamamının döviz cinsinden olması, ürün gamının yurtdışı benzer şirketler ile yurtiçi şirketlere göre (Yurtiçi şirketler ile sadece aynı endekste işlem görmesi beklenmektedir.) yakınsaması nedeniyle yurtdışı benzer şirketlerin varlık betaları yurtiçi şirketlerin varlık betalarına tercih edilmiştir.

Özkaynak Maliyeti Sermaye Varlıklarının Fiyatlaması Modeli ile hesaplanmıştır.

Buna göre Özkaynak Maliyeti $R_f + \text{Beta} * (R_m - R_f)$ formülü ile hesaplanmaktadır.

Borç Maliyeti Hesaplaması

Şirket'in mevcut durumda kullandığı TL-Dolar ve Euro cinsinden kredilerin TL maliyetleri tahmin edilmiştir. Tahmin edilen TL maliyetleri kredi tutarlarına göre ağırlıklandırılarak bulunan değer, ağırlıklı borçlanma maliyeti olarak dikkate alınmıştır.

Şirket'in kullandığı kredilerin tamamı EURO cinsinden olup kredilerin ortalama faiz oranı yaklaşık %2'dir. Euro cinsinden faiz oranı Türkiye ve Avrupa Bölgesi Rm farkı ve Türkiye Eurobond (Euro para biriminde ihraç edilmiş) tahvillerin ihracında kullanılan spread eklenerek TL faiz oranı tahmin edilmiştir. Tahmin edilen TL krediler yukarıda anlatıldığı üzere ağırlıklandırılarak ağırlıklı borç maliyeti hesaplanmıştır.

Hedef Finansal Borç / Özkaynak Oranı

Şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler ışığında Şirket ortaklarının projeksiyon dönemi içerisinde sermaye artışı yapmayı düşünmedikleri ve sadece kapasiteyi koruyucu yatırımlar yapılacağı belirtilmektedir. Dolayısıyla geçmiş dönemdeki ortalama finansal borç / özkaynak oranına benzer olan %41.0 borç - %59.0 ortalama özkaynak dağılımının devam edeceği tahmin edilmiştir.

*22 Nisan 2021 Perşembe günü 31462 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 7316 sayılı Kanunu Madde 11 Kapsamında;

"MADDE 11 – 13/6/2006 tarihli ve 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanununa aşağıdaki geçici madde eklenmiştir.

"GEÇİCİ MADDE 13 – (1) Bu Kanunun 32 nci maddesinin birinci fıkrasında yer alan %20 oranı, kurumların 2021 yılı vergilendirme dönemine ait kurum kazançları için %25, 2022 yılı vergilendirme dönemine ait kurum kazançları için %23 olarak uygulanır. Bu oranlar özel hesap dönemi tayin edilen kurumlar için ilgili yıl içinde başlayan hesap dönemlerine ait kazançlarına uygulanır." denilmektedir. Vergi hesaplamalarında belirtilen oranlar dikkate alınmış 2023 sonrası %20 olarak kullanılmıştır.

Sonsuz Büyüme Oranı

Türkiye Sabit veriler ile hesaplanmış Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (GSYH) verisi 2021 – 2026 arası YBBO %3 olarak hesaplanmıştır. Sabit veriler ile %3 büyüme verisi üzerine satış miktarı ve fiyat artışları ile ilişkili olarak %2 prim ekleyerek %5 sonsuz büyüme oranı hesaplanmıştır.

Tablo 45: İndirgenmiş Nakit Akışları

İndirgenmiş Nakit Akışları (mn TL)	2018	2019	2020	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T
Satış Gelirleri	140.5	113.4	205.7	235.1	384.2	489.2	605.3	666.4	733.7	796.1	863.7	937.2	1,016.8
Maliyet	63.4	55.0	93.8	109.1	180.4	232.1	287.7	316.8	348.8	378.4	410.6	445.5	483.4
Brüt Kar	77.1	58.4	111.8	126.0	203.8	257.0	317.6	349.6	384.9	417.7	453.2	491.7	533.5

<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	55%	52%	54%	54%	53%	53%	52%	52%	52%	52%	52%	52%	52%
Faaliyet Karı	52	31	71	78	129	163	203	224	246	267	290	314	341
<i>Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	37%	28%	34%	33%	34%	33%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
Amortisman ve İtfa Payları	2.1	3.0	3.4	4.3	4.7	5.2	5.8	6.4	7.2	8.0	8.8	9.8	10.8
FAVÖK	54	34	74	82	134	169	209	230	253	275	299	324	352
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	38%	30%	36%	35%	35%	34%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
- Vergi	11.4	6.9	15.5	19.4	29.7	32.7	40.6	44.7	49.3	53.4	58.0	62.9	68.2
+ / - İşletme Sermayesi Değişimi	22.1	21.7	62.5	-36.4	51.3	36.3	40.0	21.0	23.1	21.4	23.3	25.2	27.4
- Sermaye Harcamaları	10.5	9.6	5.1	6.6	3.8	4.9	6.1	6.7	7.3	8.0	8.6	9.4	10.2
Firma Serbest Nakit Akışları	10	-4	-9	92	49	95	122	158	174	192	209	227	246
AOSM				17.1%	17.2%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%
Baz Yıl				0.2	1.2	2.2	3.2	4.2	5.2	6.2	7.2	8.2	9.2
İskonto Faktörü				1.0	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları				89	40	66	73	80	75	71	66	61	56
Σ İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları				678.3									
Sonsuz Büyüme Oranı				5%									
Sonsuz Değer				2,086.7									
İndirgenmiş Sonsuz Değer				476.4									
Firma Değeri				1,154.7									
+ Nakit				31.8									
- Borç				107.3									
Özkaynak Değeri				1,079.2									

6. DEĞERLEME VE SONUÇ

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

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

Tablo 46: Değerleme Yöntemleri Sonuçları

	Hesaplanan Özsermaye Değeri (bin TL)	Ağırlık (%)	Özsermaye Değeri (bin TL)
İndirgenmiş Nakit Akışları	1.079.237	50.0%	539.618
Pazar Yaklaşımı - Benzer İşlem Çarpanları (Yurtdışı)	1.258.229	12.5%	157.279
Pazar Yaklaşımı - Benzer İşlemler (Yurtdışı)	1.011.230	12.5%	126.404
Pazar Yaklaşımı - BIST - Gıda İçecek Endeksi İçecek Şirketleri	808.929	25.0%	202.232
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri			1.025.533

Yapılan ağırlıklandırma ile Şirket'in ortalama halka arz öncesi piyasa değeri 1.025.532.966,6 TL olarak hesaplanmaktadır. Halka arz öncesi fiyattan hesaplanan iskonto oranı aşağıda hesaplanmıştır.

Tablo 47: Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı

Sonuç	(TL)
Nominal Sermaye Tutarı	50.000.000
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	1.025.532.966
İskonto Öncesi Pay Başına Değer	20,51
Halka Arz İskontosu	20,53%
Halka Arz Pay Fiyatı	16,30

Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi piyasa değerleri dikkate alındığında, halka arz öncesi pay başına değer üzerinden halka arz öncesi iskonto oranı %20,53 olarak hesaplanmaktadır.

- Ek 1: Yetkinlik Beyanı
- Ek 2: Sorumluluk Beyanı
- Ek 3: Lisans Belgeleri

48


HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Ek 1: Yetkinlik Beyanı

T.C. SERMAYE PİYASASI KURULU Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı

25 Ekim 2021

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 25 Ekim 2021 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslar'da belirtilen;

- Kurul'ca geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş olarak, değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen en az 10 çalışana,

- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne

- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,

- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,

- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,

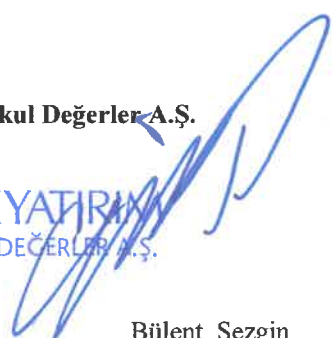
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına, sahip olduğumuz, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

 HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Zafer Mustafaoğlu
Müdür


Bülent Sezgin
Genel Müdür ve
Yönetim Kurulu Üyesi

Ek 2: Sorumluluk beyanı

**T.C. SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı**

25 Ekim 2021

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden; Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 25 Ekim 2021 tarihli Elite Naturel Organik Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Zafer Mustafaoğlu

Müdür

Bülent Sezgin

Genel Müdür ve Yönetim Kurulu
Üyesi

Ek 3: Lisans Belgeleri

Bülent Sezgin

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/C9600125-9A8C-415D-8CD6-D9AE4FED81A2>



Paylaş

Linkedin

Yeterlilik URL'si Doğrulama Bağlantısı

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sıci ve eğitim kuruluğudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	1.09.2005	201018	AKTİF LİSANS

BOLENT SEZGİN, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:


Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 22 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortamlarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen meslek yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösteren belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin

Zafer Mustafaoğlu

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

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




Paylaş

Linkedin

Yeterlilik URL'si Doğrulama Bağlantısı

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sıci ve eğitim kuruluğudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	2.09.2003	200295	AKTİF LİSANS

ZAFER MUSTAFAOĞLU, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:


Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 22 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortamlarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen meslek yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösteren belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin

Recep Bozkurt

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/424F1398-EA31-4920-BF53-B172B59EDC46>




Paylaş

Linkedin

Yeterlilik URL'si Doğrulama Bağlantısı

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sıci ve eğitim kuruluğudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	30.01.2013	206166	AKTİF LİSANS

RECEP BOZKURT, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 22 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortamlarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen meslek yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösteren belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin


HALK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.