



Özsu Balık Üretim A.Ş.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

16.09.2022


Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

İçindekiler

1. Yönetici Özeti.....	3
2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler	4
2.1 Şirket'in Genel Bilgileri.....	4
2.2 Şirket'in Faaliyetleri.....	5
2.3 Özsu'nun Satışları Hakkında Genel Bilgi.....	6
2.4 Finansal Bilgiler.....	7
2.4.1 Gelir Tablosu.....	7
2.4.2 Bilanço	11
3. Sektör Hakkında Bilgi	15
3.1 Dünyada Su Ürünleri Sektörü	15
3.2 Türkiye'de Su Ürünleri Sektörü	18
3.3 Özsu'nun Faaliyet Gösterdiği Sektör ve Pazarlardaki Avantajları	23
3.4 Özsu'nun Faaliyet Gösterdiği Sektör ve Pazarlardaki Dezavantajları	23
4. Değerleme Çalışması	24
4.1. Değerleme Çalışmasına İlişkin Beyan	24
4.2. Değerlemeye İlişkin Veri Kaynakları, Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Şartlar	24
4.3. Değerleme Proje Ekibi	25
5. Değerleme Analizi.....	25
5.1 Değerlemede Kullanılan Yöntemler	26
5.2 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi).....	27
5.2.1 Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri.....	27
5.2.2 Yurt İçi Gıda Endeksi Şirketleri Çarpan Değerleri	28
5.2.3 Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları	29
5.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	30
5.3.1 Varsayımlar.....	30
5.3.2 Gelir Tablosu Projeksiyonu.....	30
5.3.3 İşletme Sermayesi İhtiyacı	31
5.3.4 Yatırım Harcamaları ve Amortisman	32
5.3.5 Net Finansal Borç veya Net Nakit.....	32
5.3.6 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	32
5.3.7 İndirgenmiş Nakit Akımları	33
5.4 Sonuç.....	34

1. Yönetici Özeti

16.09.2022 tarihli ve 2022/02 sayılı bu rapor, 17.09.2021 ve 01.07.2022 tarihlerinde Özsu Balık Üretim Anonim Şirketi ("Özsu", "İhraççı" veya "Şirket") ile Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Gedik Yatırım") arasında imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Sözleşmesi ile ek protokol kapsamında 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 ve Sermaye Piyasası Kurulu Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı çerçevesinde hazırlanmıştır.

Proje Ekibi: Konusunda uzman çalışma ekibi, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman departmanı müdürleri tarafından yönetilmiştir. Ekip, SPK mevzuatları uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve toplamda 26 yıllık tecrübeye sahiptir.

Seda Demirelli Küçükmeral, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman Müdürü, aracı kurumların ve bankaların kurumsal finansman ekiplerindeki 8 yıllık deneyiminde, yerli ve yabancı çok sayıda şirketin halka arzı, borçlanma araçları ihraçları ve birleşme ve devralma projelerinde finansal danışmanlık vermiştir. Gedik Yatırım'daki görevi esnasında 3 halka arzın başarıyla tamamlanmasında görev almıştır. Seda Demirelli Küçükmeral, Koç Üniversitesi Ekonomi ve İşletme Lisansları ile aynı okulda İşletme Yüksek Lisans mezunudur (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.207205).

Recep Bozkurt, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman Müdürü, aracı kurumların ve bankaların kurumsal finansman ekiplerindeki 11 yıllık deneyiminde, yerli ve yabancı çok sayıda şirketin halka arzı, borçlanma araçları ihraçları ve birleşme ve devralma projelerinde finansal danışmanlık vermiştir. Recep Bozkurt, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bölümler Fakültesi İşletme Lisansları ile New York Institute of Technology (NYIT) İşletme Yüksek Lisans mezunudur (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.206166).

İsmail AY, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman Müdürü, kurumsal finansman ekiplerindeki 1 yıllık deneyimi ile Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanlığı'ndaki 6 yıllık deneyimi ile, çok sayıda şirketin halka arzı, borçlanma araçları ihraçları ve birleşme ve devralma projelerini sonuçlandırmıştır. İsmail AY, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Siyaset Bilimi ve Kamu Yönetimi Mezunudur. (SPL Düzey 3 lisans, sicil no. 917085).

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının, SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak 4.1 no.lu başlıkta yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına Eren Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 30.06.2022 için hazırlanan özel amaçlı bağımsız denetim raporları, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin 2022-2026 yılları pro forma finansal tahminleri ve Gedik Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerin kendi bilgisi dahilinde doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmektedir.

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Gedik Yatırım, değerlendirme 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. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Gedik Yatırım tarafından geçmiş yılların finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler (projeksiyon verileri) Gedik Yatırım değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmektedir. Şirket'in rekabet ettiği spesifik pazar ve ürüne ilişkin bağımsız bir kuruluş tarafından gerçekleştirilmiş bir ticari inceleme raporu bulunmamaktadır. Dolayısıyla, verilen tahminleri bağımsız bir rapor ile kıyaslamak mümkün değildir. Gedik Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.


Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
2. **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi

Değerleme metodolojileri 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 İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 384.422.049 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 40.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri **9,61 TL** olarak hesaplanmıştır. %20 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 307.537.639 TL, pay başına değer ise virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanarak **7,69 TL** olarak hesaplanmıştır. Tamamı sermaye artırımını yoluyla halka arz edilecek nominal payların toplamı 20.000.000 TL'dir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 153.800.000 TL olup, halka açıklık oranı %33,3 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesi 60.000.000 TL, özsermaye değeri ise 461.400.000 TL'ye tekabül etmektedir.

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	50%	362.684.373
Piyasa Yaklaşımı - Yurt içi Benzer Şirket Çarpanları	25%	488.461.124
Piyasa Yaklaşımı - Yurt dışı Benzer Şirket Çarpanları	25%	323.858.327
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	100%	384.422.049
Pay Adedi		40.000.000
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri		9,61 TL

Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL)	30.06.2022 Son 12 Ay
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	384.422.049
Halka Arz İskontosu	20%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri	307.537.639
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	40.000.000
Halka Arz Pay Başına Değer	7,69
Sermaye Artırım Oranı	50,00%
Sermaye Artırımı (Pay Adedi)	20.000.000
Sermaye Artırımı (TL Tutar)	153.800.000
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	20.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	153.800.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	461.400.000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	60.000.000
Halka Açıklık Oranı	33,33%

* Halka Arz Pay Başına Değer virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanmıştır.

2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

2.1 Şirket'in Genel Bilgileri

Özsu halihazırda sahip olduğu Tarım ve Orman Bakanlığı'ndan alınmış olan 4 adet su ürünleri yetiştiriciliği belgesi ile tedarik ettiği yavru balıkların üretimi ve satışı faaliyetinde bulunmaktadır. Şirket, "Demircili Köyü Sığacık Körfezi Urla, İzmir" adresinde deniz üzerinde kurduğu ağ kafeslerde çipura ve levrek balığı yetiştiriciliği faaliyetinin yanısıra balık yemi yapımında kullanılan balık unu ve balık yağı ile balık yemi katkı maddesi (balık yemlerine karıştırılan tavuk unu, çinko, magnezyum gibi mineraller) ticareti de yapmaktadır.



 Gedik Yatırım
 Menkul Değerler A.Ş.

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı	Halka arz öncesi		Halka arz sonrası	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı
Şemsettin Kavaıar	36.000.000	90,00%	36.000.000	60,00%
Hasan Taygan	4.000.000	10,00%	4.000.000	6,67%
Halka arz edilecek paylar			20.000.000	33,33%
Toplam	40.000.000	100,00%	60.000.000	100,00%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

2.2 Şirket'in Faaliyetleri

Şirket 1995 yılında yıllık 200 ton balık üretim kapasitesi ile iki ortaklı bir limitet şirket olarak İzmir'de kurulmuştur. Şirket 1998'de yeni ruhsatlar alarak üretim kapasitesini arttırmış ve 2004 yılında mevcut ortakların Şirket'i satın almasıyla yeniden yapılanmaya başlanmıştır.

Özsu halihazırda sahip olduğu Tarım ve Orman Bakanlığı'ndan alınmış olan 5.900 ton/yıl kapasiteli 4 adet su ürünleri yetiştiriciliği belgesi ile tedarik ettiği yavru balıkların üretimi ve satışı faaliyetinde bulunmaktadır. Şirket, "Demircili Köyü Sığacık Körfezi Urla, İzmir" adresinde deniz üzerinde kurduğu ağ kafeslerde (mevcut durumda 102 adet) çipura ve levrek balığı yetiştiriciliği faaliyetinin yanısıra balık yemi yapımında kullanılan balık unu, balık yağı ile balık yemi katkı maddesi (balık yemlerine karıştırılan tavuk unu, çinko, magnezyum gibi mineraller) ticareti de yapmaktadır. Ayrıca Şirket, üretim kapasitesinin yeterli olmadığı durumlarda sınırlı da olsa balık alım-satım faaliyetinde de bulunmaktadır. Öte yandan, Şirket'in yatırımını 2017 yılında tamamladığı kuluçkahane (yavru balık üretim) tesisi ve Tarım ve Orman Bakanlığı'ndan alınmış olan su ürünleri kuluçkahane belgesi de bulunmakla birlikte, kendisi yavru balık üretmemektedir. Bu tesis sahip olunan su ürünleri kuluçkahane belgesinin devri ile birlikte aynı sektörde faaliyette bulunan ilişkili taraf olmayan İlnak Su Ürünleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi'ne (İlnak) yavru balık üretiminde bulunmak üzere kiraya verilmiş olup söz konusu kiralamanın bitiş tarihi 30.09.2035'tir.

Şirket'in açık denizlerde bulunan ağ kafeslerde yetiştirdiği çipura ve levrekler 2-3 gram iken yavru olarak büyük oranda Şirket'in sahip olduğu kuluçkahaneyi işleten İlnak'tan alınmakta ve büyütülmek üzere ağ kafeslere yerleştirilmektedir. Yavru balıkların 10 gün olarak kabul edilen adaptasyon süresinde %3-5 oranında kayıplar yaşanabilmektedir. Yavru halde alınan çipuranın nihai ürün haline gelmesi için 15 ay, levrek için ise 18 ay beklenmesi gerekmektedir. Adaptasyon süresi sonrasındaki tüm yetiştirme sürecinde ise levrekte %15-20; çipurada ise %12-17 oranında kayıplar yaşanabilmektedir. Deniz yüzeyindeki ağ kafeslerde yetiştirilen balıklar piyasada oluşan talebe göre 100 – 200 gr, 300 – 400 gr, 400 – 600 gr, 600 – 800 gr ve üstü büyüklüklere ulaştıklarında bütün ya da fileto halinde satılmakta olup satışlar ağırlıklı olarak 400 – 600 gr balıklardan olmaktadır. o.

İçinde yetiştirilen balıkların bulunduğu ağ kafesler, denizlere halatlar, çapalar ve yüzdürücü şamandıralarla kurulmakta ve kullanılan teknoloji ile bu kafeslerin denizlerde dengeli ve sağlam durması sağlanmaya çalışılmaktadır. Bu kafesler kurulurken son 30 yıllık hava durumu verileri incelenerek yaşanabilecek en sert hava koşullarına karşı en doğru ve dayanıklı malzemeler seçilerek kurulmuştur. Bununla birlikte, Şirket son 15 yıldır üretim tesislerinde yetiştirdiği balıklara ilişkin doğal afet ve sert hava koşullarından dolayı büyük bir kayıp yaşamamıştır.

Şirket'in balık üretiminde kullandığı en temel maliyet kalemlerinden olan ve yurtiçindeki üreticilerden temin edilebilen balık yeminin ana hammaddesi olan balık unu ve balık yağı genelde besleyicilik değeri çok yüksek olan hamsi balığından elde edilmektedir. Şirket balık yemi yapımında kullanılan balık yağı ve balık ununu büyük oranda yurtdışından Karadeniz'e kıyısı olan ülkelerden, yurtiçinde kurulu firmalar aracılığı ile, tedarik etmekte ve bu hammaddeleri anlaşmalı olduğu yem üreticisi firmalara vererek Şirket tarafından belirlenen reçeteye (rasyon-yem içerisinde hangi besin maddelerinin olması gerektiği ile bunların oranı) uygun balık yemi üretimi yaptırmaktadır. Diğer taraftan, Şirket kendi ihtiyacı için kullanmadığı balık unu ve balık yağını ağırlıklı olarak yurtiçinde balık yemi üreten firmalara satmaktadır.

Canlı balık yetiştiriciliğinde, yavru balık alımı dışında, yetiştirilme sürecinde balıklar için yapılan harcamaların büyük bölümünü yem harcamaları oluşturmaktadır. Şirket esas itibarıyla canlı balık üretimi faaliyetiyle iştigal ettiği için üretim sürecinde hastalık, parazit veya farklı sebeplerden balık üretimini etkileyen ve kayıplara yol açan durumlar yaşanmakla beraber, bunların asgariye indirilmesi amacıyla günlük olarak dalğışlar ve balık sağlığı ekibi tarafından balıkların sağlık durumları kontrol edilmekte, bir sorun olması durumunda ise veteriner danışmanların önerileri doğrultusunda ivedi müdahaleler yapılmaktadır. Özellikle levrek balıkları 20 gr'dan itibaren satışa hazır hale gelene kadar olan dönemde hastalıklara karşı aşılannmakta olup hastalık yaşama ihtimallerine karşı dirençli hale getirilmektedirler.

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Diğer taraftan, yürürlükte olan mevzuat düzenlemelerine göre su ürünlerinin 0 – 4 derecede depolanması ve nihai kullanıcıya bu şekilde ulaştırılması gerekmekte olup, Özsu tedarik zinciri boyuncakalite standartlarını uygulamaktadır. Bu süreç, hammaddelerin temin edildikleri andan itibaren tesislere teslimat süreci, üretim aşaması, ürünün ambalajlanması, sıcaklık kontrollü alanlarında depolanması ve son olarak müşterilerine teslimatı ile tamamlanmaktadır. Bu kapsamda Şirket'in ayrıca balık işleme ve paketlemesinde kullandığı 2.000 m²lik kapalı alana kurulu soğuk zincir paketleme tesisi de bulunmaktadır. Söz konusu tesisin bulunduğu bina Şirket ortağı Şemsettin Kavalara'a ait olup, anılan kişiden 01.07.2022 tarihinde yapılan kira sözleşmesi ile 1 yıllığına toplam 360.000 TL karşılığında kiralanmıştır.

Şirket 2021 yılını yaklaşık 6.500 ton balık satışıyla kapatmış olup, Şirket bünyesinde 2021 yıl sonu itibarıyla 109 kişi istihdam edilmektedir. 2022 yılı Haziran sonu itibarıyla çalışan sayısı 110'dur.

2.3 Özsu'nun Satışları Hakkında Genel Bilgi

Brüt Satış Gelirleri (TL)	30.06.2022	Pay %	30.06.2021	Pay %	31.12.2021	Pay %	31.12.2020	Pay %	31.12.2019	Pay %
Ürünler										
Balık satışları	291.006.147	76,44	118.624.284	64,02	287.000.282	65,44	144.719.240	59,56	176.734.314	67,45
Balık unu	49.714.315	13,06	39.239.132	21,18	92.214.318	21,03	60.861.423	25,05	59.368.837	22,66
Kuluçkahane kira gelirleri*	22.938.778	6,03	9.319.901	5,03	16.925.219	3,86	11.794.363	4,85	7.398.410	2,82
Balık yağı	11.210.176	2,94	10.263.038	5,54	23.627.528	5,39	15.278.442	6,29	10.157.776	3,88
Yem katkı maddeleri	5.754.478	1,51	7.752.690	4,18	18.647.437	4,25	10.133.574	4,17	6.932.248	2,65
Diğer	72.759	0,02	105.110	0,06	159.498	0,04	186.089	0,08	1.439.110	0,55
Toplam	380.696.653	100	185.304.155	100	438.574.282	100	242.973.111	100	262.030.695	100
Coğrafi Kırılım	30.06.2022	Pay %	30.06.2021	Pay %	31.12.2021	Pay %	31.12.2020	Pay %	31.12.2019	Pay %
Yurt içi Satışlar	135.156.707	35,50	98.743.082	53,29	211.190.913	48,15	157.898.342	64,99	174.411.393	66,56
Yurt dışı Satışlar	245.539.946	64,50	86.517.684	46,69	227.383.369	51,85	84.968.874	34,97	86.203.778	32,90
Diğer Satışlar	-	0,00	43.389	0,02	-	0,00	105.895	0,04	1.415.524	0,54
Toplam	380.696.653	100	185.304.155	100	438.574.282	100	242.973.111	100,00	262.030.695	100

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

* İlnak ile yapılan sözleşme süresince, İlnak Özsu'ya kira ödemesini yıllık üretilen toplam yavru balığının %25'i tutarında 2 gr balık olarak yapmaktadır ve Şirkete söz konusu kiralama işlemi kapsamında herhangi bir parasal giriş olmamaktadır.

Şirket'in izahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla satış hasılatının ortalama olarak %65'inden fazlası büyük bir kısmını balık satışından oluşmaktadır. Diğer taraftan, toplam satışlar içindeki yurtdışı satışların payının artış eğiliminde olduğu görülmekte olup, 2021 yılında yaklaşık %51,85 olan bu oran 2022 yılı 6 aylık dönemde %64,50 bandına kadar yükselmiştir.

Aşağıdaki tabloda Şirket tarafından sağlanan bilgiler çerçevesinde yapılan satışların yurtiçi (il bazında) ve yurtdışı (ülke bazında) kırılımı detaylı olarak verilmektedir.

Brüt Satış Kırılımı (TL)	30.06.2022	30.06.2021	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
Yurt içi Satışlar	135.156.707	98.743.082	211.190.913	157.898.342	174.411.393
İzmir	47.577.211	24.874.015	46.267.279	37.573.843	51.878.483
İstanbul	12.637.075	10.565.624	21.083.657	17.950.095	13.759.991
Muğla	67.424.824	57.662.893	135.711.763	87.643.221	85.820.954
Bursa	-	-	181.170	4.507.095	11.355.691
Aydın	1.264.133	872.583	1.502.078	2.494.718	232.482
Trabzon	10.080	2.035.512	4.439.990	1.165.445	1.318.745
Mersin	-	81.541	84.511	1.038.409	1.211.463
Hatay	40.818	-	-	913.698	4.120.254
Diğer	6.202.566	2.650.914	1.920.465	4.611.818	4.713.330

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Yurt dışı Satışlar	245.539.946	86.517.684	227.383.369	84.968.874	86.203.778
Birleşik Krallık	114.207.565	29.352.702	84.890.781	16.199.016	42.466.612
Hollanda	116.644.080	35.452.677	103.589.372	61.719.761	37.878.684
Almanya	14.381.678	18.255.729	34.649.693	4.330.070	-
Diğer	306.623	3.456.576	4.253.523	2.720.027	5.858.482

Kaynak: Şirket

Şirket yurtdışı satışlarını ağırlıklı olarak İngiltere'deki ve Hollanda'daki bağlı ortaklıkları aracılığıyla gerçekleştirmektedir. Buna göre, 2019 yılında yurt dışı satışların %49,3'ü Birleşik Krallığa yapılırken, 30 Haziran 2022 itibarıyla bu oran %46,5'e gerilemiş ve Hollanda yurt dışı satışlardan %47,5'lik bir pay almıştır. Ek olarak özellikle 2021 yılında Almanya pazarı da Şirket'in doğrudan satış yaptığı pazarlara eklenmiş olup, Almanya satışları 30 Haziran 2022 itibarıyla yurt dışı balık satışlarından %5,9'luk bir pay almaktadır. Yıllar itibarıyla bakıldığında, diğer kalemi altındaki Katar ve Amerika Birleşik Devletlerine Şirket'in doğrudan yaptığı yurt dışı balık satışlarının payı toplam yurt dışı satışları içinde 2019, 2020, 2021 ile 2021 yılı ve 2022 yılı ilk altı aylık dönem itibarıyla sırasıyla %6,8, %3,2, %1,9 ve %4,0 ve %0,1 olarak gerçekleşmiştir. Görüldüğü üzere Şirket'in yurtdışına kendisinin doğrudan yaptığı balık satışlarının oranı oldukça düşüktür.

Şirket'in il bazında yurt içi satış kırılımına bakıldığında ise en fazla payı, sırasıyla Muğla (söz konusu ile esas olarak balık yemi hammaddesinde kullanılan ürünlerin satışı yapılmaktadır), İzmir ve İstanbul almaktadır. 30.06.2022 tarihi itibarıyla Muğla'nın payı %49,9, İzmir'in payı %35,2 ve İstanbul'un payı %9,4'tür. Şirket, diğer illere de aktif balık satışı yapabilmekle beraber, bu illerdeki talep yoğunlukları doğrultusunda satışlarını artırıp azaltmaktadır.

2.4 Finansal Bilgiler

2.4.1 Gelir Tablosu

Şirket'in 2019, 2020, 2021 ve 2022 yılı ilk 6 aylık dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıdadır.

Gelir Tablosu (TL)	30.06.2022	30.06.2021	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
Hasılat	379.715.713	185.275.725	437.944.341	242.587.050	260.975.383
Satışların Maliyeti	-277.601.090	-139.300.771	-325.333.393	-192.024.409	-216.751.786
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar / (Zarar)	102.114.623	45.974.954	112.610.948	50.562.641	44.223.597
Canlı Varlıklar Gerçeğe Uygun Değer Farkları	25.502.400	660.837	10.230.648	1.475.765	6.769.079
Brüt Kar / (Zarar)	127.617.023	46.635.791	122.841.596	52.038.406	50.992.676
Genel Yönetim Giderleri	-9.111.428	-3.375.879	-9.443.313	-5.261.815	-6.751.236
Pazarlama Giderleri	-22.241.010	-9.701.256	-22.518.395	-9.853.845	-11.330.824
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	75.716.033	21.198.406	50.429.704	29.869.495	15.986.383
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-106.474.026	-36.293.057	-96.069.046	-36.931.616	-21.973.337
Esas Faaliyet Karı / (Zararı)	65.506.592	18.464.005	45.240.546	29.860.825	26.923.662
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından / Zararlarından Paylar	340.276	--	--	--	--
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	2.142.311	519.469	528.769	312.310	60.391
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	--	--	--	--	-11.997
Finansman Geliri / (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı / (Zararı)	67.989.179	18.983.474	45.769.315	30.173.135	26.972.056
Finansal Gelirler	4.652.632	1.930.746	5.250.831	4.981.730	1.683.259
Finansal Giderler	-25.840.699	-12.577.944	-32.032.669	-26.568.685	-18.994.247
Vergi Öncesi Kar / (Zarar)	46.801.112	8.336.276	18.987.477	8.586.180	9.661.068
Vergi Geliri / (Gideri)	-10.826.462	-3.987.904	-10.296.500	-1.143.787	-5.352.864
- Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-2.841.984	-1.573.936	-7.204.685	-1.303.307	-394.247
- Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	-7.984.478	-2.413.968	-3.091.815	159.520	-4.958.617
Dönem Net Karı / (Zararı)	35.974.650	4.348.372	8.690.977	7.442.393	4.308.204

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Satış Hasılatı

Şirket'in toplam brüt satışları 2019-2020-2021 yıl sonu ile 30 Haziran 2021 ve 30 Haziran 2022 itibarıyla sırasıyla 262.030.695, 242.973.111, 438.574.282 ile 185.304.155 ve 380.696.653 TL olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda Şirket'in ilgili dönemlerdeki yurt içi ve yurt dışı satışları karşılaştırmalı olarak belirterek göstermiştir.



Brüt Satış Gelirleri (TL)	30.06.2022	Pay %	30.06.2021	Pay %	31.12.2021	Pay %	31.12.2020	Pay %	31.12.2019	Pay %
Yurt içi satışlar	135.156.707	35,5	98.743.082	53,3	211.190.913	48,2	157.898.342	65,0	174.411.393	66,8
Yurt dışı satışlar	245.539.946	64,5	86.517.684	46,7	227.383.369	51,8	84.968.874	35,0	86.203.778	32,9
Diğer satışlar	-	0,0	43.389	0,0	-	0,0	105.895	0,0	1.415.524	0,5
Toplam	380.696.653	100	185.304.155	100	438.574.282	100	242.973.111	100	262.030.695	100%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in toplam net satışları 2019-2020-2021 yılsonu ile 30 Haziran 2021 ve 30 Haziran 2022 itibarıyla sırasıyla 260.975.383, 242.587.050, 437.944.341 ile 185.275.725 ve 379.715.713 TL olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda Şirket'in ilgili dönemlerdeki yurt içi ve yurt dışı satışları karşılaştırmalı olarak belirterek gösterilmiştir.

Net Satışlar (TL)	30.06.2022	Pay %	30.06.2021	Pay %	31.12.2021	Pay %	31.12.2020	Pay %	31.12.2019	Pay %
Yurt içi satışlar	135.156.707	35,6	98.743.082	53,3	211.190.913	48,2	157.898.342	65,1	174.411.393	66,8
Yurt dışı satışlar	245.539.946	64,7	86.517.684	46,7	227.383.369	51,9	84.968.874	35,0	86.203.778	33,0
Diğer satışlar	0	0,0	43.389	0,0	0	0,0	105.895	0,0	1.415.524	0,5
Satıştan iadeler (-)	-23.073	0,0	-28.430	0,0	-411.031	-0,1	-374.708	-0,2	-293.128	-0,1
Diğer indirimler (-)	-957.867	-0,3	0	0,0	-218.910	0,0	-11.353	0,0	-762.184	-0,3
Toplam	379.715.713	100	185.275.725	100	437.944.341	100	242.587.050	100	260.975.383	100

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

2019 yılında, toplam net satış içerisinde yurt içi satışların payı %66,8 iken, yıllar içinde bu pay azalarak 2021 yılında %53,3'e, 2022 yılı ilk altı aylık dönemde ise %35,6'ya kadar düşmüştür. Bu durum Şirket'in hem yurt dışında aktif iki bağlı ortaklığının satışlarının artması hem de kendi ihracat kanallarının da genişlemesinden kaynaklanmaktadır.

Brüt Satış Gelirleri (TL)	30.06.2022	30.06.2021	30.06.2022 / 30.06.2021	31.12.2021	31.12.2020	2021/2020	31.12.2019	2020/2019
Yurt içi Satışlar	135.156.707	98.743.082	36,88%	211.190.913	157.898.342	33,75%	174.411.393	-9,47%
Yurt dışı Satışlar	245.539.946	86.517.684	183,80%	227.383.369	84.968.874	167,61%	86.203.778	-1,43%
Diğer Satışlar	--	43.389	-100,00%	--	105.895	-100,00%	1.415.524	-92,52%
Toplam	380.696.653	185.304.155	105,44%	438.574.282	242.973.111	80,50%	262.030.695	-7,27%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Yıllar itibarıyla Şirket'in satışları önceki dönemlere göre karşılaştırıldığında artış eğiliminde olmakla beraber, 2020 yılında Covid-19 pandemisinin başlaması ve kur dalgalanmaları sonucunda satışlarda önceki yıla göre %7,3'lük bir düşüş gözlenmektedir. Şirket'in temel maliyet kaleminin yabancı para bazlı olmasından kaynaklı 2019 yılındaki yüksek kur dalgalanmaları bir sonraki yıl, 2020 yılında, hasat edilmek üzere ağ kafeslere koyduğu balık miktarının da azalmasına neden olmuş, böylelikle 2020 yılında önceki yıla göre hem üretim hem satış hacimleri paralel olarak düşmüştür. Bu düşüş ağırlıklı olarak yurt içi pazardan gelmekle beraber Şirket özellikle bağlı ortaklıkları aracılığıyla yurt dışı satışlarını önceki yıla benzer seviyelerde tutmayı başarmıştır. Covid-19 pandemisinin hem yurtiçindeki hem de yurt dışı pazarlardaki etkisinin azalmasıyla Şirket'in ürünlerine olan ilginin yükselmesi beklentisi doğrultusunda 2021 yılında hasat edilmek üzere kafeslere konan balık miktarının artması ve balık fiyatlarında meydana gelen yükselişler, 2021 yılında satışların 2020 yılına göre %80,5 artmasını sağlamıştır. 30.06.2022 tarihi itibarıyla ise bir önceki yılın 6 aylık dönemine göre yurt dışı satışlar %183,8 yurt içi satışlar %36,9 oranında artış göstermiş bu kapsamda toplam satışlar bir önceki yılın aynı dönemine göre %105,4 oranında artmıştır.

Brüt Satışlar (Ton)	30.06.2022	Pay %	30.06.2021	Pay %	31.12.2021	Pay %	31.12.2020	Pay %	31.12.2019	Pay %
Balık satışları	3.265	55,0	3.248	37,4	6.530	37,2	4.897	31,8	8.136	42,5
Balık unu	1.962	33,0	3.485	40,2	6.882	39,2	6.935	45,1	7.968	41,6
Balık yağı	338	5,7	716	8,3	1.382	7,9	1.413	9,2	1.323	6,9
Yem katkı maddeleri	374	6,3	1.228	14,2	2.771	15,8	2.148	14,0	1.734	9,0
Diğer	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Toplam	5.939	100	8.677	100	17.565	100	15.393	100	19.161	100

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu



Şirket'in 2020 yılında 2019 yılına kıyasla hasılatında meydana gelen düşüş ton cinsinden satışlarına da yansımış olup, 2020 yılında toplam 15.393 ton satış gerçekleştirmiştir. Şirket'in ton cinsinden satışlarında en büyük ağırlık balık ununa ait olup, izahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla balık ununun ton cinsinden satışlara oranı %33 ila %45 bandında dalgalanma göstermiştir. Balık satışlarının ton cinsinden toplam satışlara oranı ise 30.06.2022 tarihi itibarıyla yaklaşık %55'tir. Balık unu başta olmak üzere balık yemi yapımında kullanılan hammaddelerin sadece yurtiçine satılması nedeniyle 2019 ve 2020 yıllarında satışların %65'inden fazlası yurtiçine yapılmış olup, 2021 yılı ile 2022 yılı ilk altı aylık dönemde yurtdışı satışların artmasının etkisiyle söz konusu oran sırasıyla %53,3 ve %35,5'ye düşmüştür.

2021 yılında gerçekleşen toplam 438,6 milyon TL brüt satış hasılatının 287 milyon TL tutarındaki kısmı balık satışlarından olup bu tutarın 227,4 milyon TL'si yurt dışıdır. Balık yemi yapımında kullanılan balık unu, balık yağı ve yem katkı maddelerinin 2021 yılındaki satış tutarı ise 134,5 milyon TL olup tamamı yurt içine yapılmaktadır.

2022 yılı ilk altı aylık dönemde gerçekleşen toplam 380,7 milyon TL brüt satış hasılatının 291,0 milyon TL tutarındaki kısmı balık satışlarından olup bu tutarın 245,5 milyon TL'si yurt dışıdır. Balık yemi yapımında kullanılan balık unu, balık yağı ve yem katkı maddelerinin ilgili dönemdeki satış tutarı ise 66,7 milyon TL olup tamamı yurt içine yapılmaktadır.

30 Haziran 2022 itibarıyla brüt satışların mamul ürünler dışındaki kırılımına bakıldığında balık unu, balık yağı ve yem katkı maddeleri toplam brüt satışlardan sırasıyla %13,1, %2,9, %1,5 pay almış olup, önceki yılın aynı döneminde bu kalemler sırasıyla %21,2, %5,5 ve %4,2 olarak gerçekleşmiştir. Şirket, asıl faaliyet konusu olan balık yetiştiriciliği ve ticareti dışında kalan diğer ürünlerin (balık unu, balık yağı ve yem katkı maddeleri) alım-satımını esas itibarıyla kendi yem üretimine yönelik olarak yapmaktadır. Balık harici ürünlerdeki kar marjı hammadde bazında %1 ila %5 arasında değişkenlik göstermekle beraber ağırlıklandırılmış kar marjı üretilen balıklara kıyasla oldukça düşük olup, %1'in altındadır.

Satışların Maliyeti

Şirket'in satışların maliyeti hesabı 2019-2020-2021 yılsonu ile 30 Haziran 2021 ve 30 Haziran 2022 itibarıyla sırasıyla 216.751.786, 192.024.409, 325.333.393 ile 139.300.771 ve 277.601.090 TL olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda Şirket'in ilgili dönemlerdeki maliyet kalemleri satışlar içindeki payı da gösterilmek suretiyle karşılaştırmalı olarak belirterek gösterilmiştir.

Satışların Maliyeti (TL)	30.06.2022	Pay %	30.06.2021	Pay %	31.12.2021	Pay %	31.12.2020	Pay %	31.12.2019	Pay %
Satılan mamuller maliyeti (-)	184.318.984	48,5	72.571.810	39,2	164.242.010	37,5	100.521.492	41,4	127.352.956	48,8
Satılan ticari mallar maliyeti (-)	88.782.868	23,4	64.757.931	35,0	156.532.903	35,7	87.469.343	36,1	85.857.495	32,9
Satılan hizmet maliyeti (-)	4.499.238	1,2	1.971.030	1,1	4.558.480	1,0	4.033.574	1,7	3.541.335	1,4
Toplam Maliyet	277.601.090	73,1	139.300.771	75,2	325.333.393	74,3	192.024.409	79,2	216.751.786	83,1
Net Satışlar	379.715.713	100	185.275.725	100	437.944.341	100	242.587.050	100	260.975.383	100

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Satılan mamuller maliyeti, satılan mamul balıkların maliyetini yansıtmakta olup, toplam maliyet içindeki payı %50 ila %66 arasındadır. Toplam maliyetin satışlara oranı ise yıllar içinde benzer seviyelerde kalmış olup, 2021 yılında %74,3, 2022 yılı ilk altı aylık dönemde ise %73,1 olarak gerçekleşmiştir.

Satışların Maliyeti (TL)	30.06.2022	30.06.2021	30.06.2022 / 30.06.2021	31.12.2021	31.12.2020	2021/2020	31.12.2019	2020/2019
Satılan mamuller maliyeti (-)	184.318.984	72.571.810	153,98%	164.242.010	100.521.492	63,39%	127.352.956	-21,07%
Satılan ticari mallar maliyeti (-)	88.782.868	64.757.931	37,10%	156.532.903	87.469.343	78,96%	85.857.495	1,88%
Satılan hizmet maliyeti (-)	4.499.238	1.971.030	128,3%	4.558.480	4.033.574	13,01%	3.541.335	13,90%
Toplam Maliyet	277.601.090	139.300.771	99,28%	325.333.393	192.024.409	69,42%	216.751.786	-11,41%
Net Satışlar	379.715.713	185.275.725		437.944.341	242.587.050		260.975.383	

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Genel olarak bakıldığında, ciro artışı ile doğru orantılı olarak satışların maliyetlerinde de artış meydana gelmektedir.



Ancak, 2020 yılında 2019 yılına göre cirodaki düşüş ile orantılı olarak toplam maliyetler de %11,4 oranında azalmıştır. Azalış balık üretimindeki düşüştan kaynaklı satılan mamul maliyeti kaleminin %21,1 oranında azalması olarak finansal tabloya yansımaktadır. Aynı dönemde esas olarak Ozsu Fish EU B.V.'nin balık harici palet, balık kutusu satışlarından kaynaklanan diğer satılan hizmet maliyeti kalemi ise yaklaşık %13,9 artmıştır. 2021 yılı ile 2022 yılı ilk altı aylık dönemde ise önceki yılların aynı dönemlerine göre satışların maliyetindeki artış, ilgili dönemlerdeki ciro artışıyla doğru orantılıdır.

Faaliyet Giderleri

Pazarlama giderleri kaleminde meydana gelen önemli değişikliklere ilişkin açıklama:

Şirket'in pazarlama giderleri 2019-2020-2021 yıl sonu ile 30 Haziran 2021 ve 30 Haziran 2022 itibarıyla sırasıyla 11.330.824, 9.853.845, 22.518.395 ile 9.701.256 ve 22.241.010 TL olarak gerçekleşmiştir. Finansal tablo dönemleri itibarıyla bakıldığında pazarlama giderleri cironun %4-6'sı bandında gerçekleşmiştir. Pazarlama giderleri içindeki en büyük kalem ortalama %3,5-5,5'lik pay ile gümrük ve navlun giderlerini kapsayan ihracat giderleri olmuştur.

Pazarlama Giderleri (TL)	30.06.2022	Pay %	30.06.2021	Pay %	31.12.2021	Pay %	31.12.2020	Pay %	31.12.2019	Pay %
Personel giderleri	150.659	0,0	101.722	0,1	234.372	0,1	300.656	0,1	216.038	0,1
Kira gideri	86.397	0,0	60.520	0,0	129.456	0,0	136.270	0,1	534.941	0,2
Amortisman ve itfa payı giderleri	2.698	0,0	1.550	0,0	4.465	0,0	2.694	0,0	14.203	0,0
Konaklama/Seyahat Giderleri	103.764	0,0	10.169	0,0	19.175	0,0	120	0,0	97.421	0,0
Kargo giderleri	3.169	0,0	25.396	0,0	26.122	0,0	34.822	0,0	42.234	0,0
İhracat giderleri	20.881.057	5,5	8.819.522	4,8	20.676.084	4,7	8.390.280	3,5	9.211.168	3,5
Vergi, resim ve harç giderleri	70.037	0,0	80.465	0,0	137.982	0,0	159.401	0,1	12.913	0,0
Sigorta giderleri	294.867	0,1	149.596	0,1	266.636	0,1	115.230	0,0	144.864	0,1
Danışmanlık giderleri	83.832	0,0	77.710	0,0	149.725	0,0	84.977	0,0	89.413	0,0
Otoyol, köprü, otopark giderleri	79.298	0,0	66.610	0,0	156.032	0,0	125.109	0,1	133.397	0,1
Akaryakıt giderleri	96.598	0,0	25.885	0,0	83.984	0,0	184.251	0,1	393.362	0,2
Elektrik, su, telefon, internet giderleri	4.722	0,0	2.002	0,0	4.199	0,0	72.845	0,0	227.055	0,1
Bakım onarım giderleri	13.061	0,0	6.460	0,0	47.702	0,0	27.128	0,0	160.821	0,1
Diğer	370.851	0,1	273.649	0,1	582.461	0,1	220.062	0,1	52.994	0,0
Toplam	22.241.010	5,9	9.701.256	5,2	22.518.395	5,1	9.853.845	4,1	11.330.824	4,3

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Satış büyüklüğüyle doğru orantılı olarak değişen pazarlama giderleri, 2020 yılında satışların düşmesi ile beraber 2019 yılına kıyasla %13,0 azalırken, 2021 yılı ile 30 Haziran 2022 itibarıyla ise Şirket'in ivmeli artan satış hacmi ile bu artıştan yüksek pay alan ihracat faaliyetleri kaynaklı olarak bir önceki yılın aynı dönemine göre sırasıyla %128,5 ve %129,3 artış göstermiştir.

Genel yönetim giderleri kaleminde meydana gelen önemli değişikliklere ilişkin açıklama:

Şirket'in genel yönetim giderleri 2019-2020-2021 yıl sonu ile 30 Haziran 2021 ve 30 Haziran 2022 itibarıyla sırasıyla 6.751.236, 5.261.615, 9.443.313 ile 3.375.879 ve 9.111.428 TL olarak gerçekleşmiştir. İlgili izahname dönemleri itibarıyla bakıldığında genel yönetim giderleri stabil olarak cironun %2'si civarında gerçekleşmiştir.

Genel Yönetim Giderleri (TL)	30.06.2022	Pay %	30.06.2021	Pay %	31.12.2021	Pay %	31.12.2020	Pay %	31.12.2019	Pay %
Personel giderleri	1.807.770	0,5	846.231	0,5	1.884.323	0,4	1.482.518	0,6	1.209.432	0,5
Kıdem tazminatı gideri	218.492	0,1	140.104	0,1	359.653	0,1	234.679	0,1	186.652	0,1
İzin karşılığı gideri	30.279	0,0	0	0,0	183.282	0,0	177.380	0,1	133.941	0,1
Danışmanlık, müşavirlik giderleri	3.031.158	0,8	1.035.377	0,6	3.495.032	0,8	445.313	0,2	804.694	0,3
Kira gideri	140.418	0,0	84.724	0,0	138.171	0,0	218.232	0,1	215.466	0,1
Konaklama-seyahat giderleri	105.571	0,0	24.354	0,0	43.479	0,0	40.144	0,0	11.009	0,0
Amortisman ve itfa payı giderleri	460.533	0,1	392.729	0,2	613.934	0,1	730.031	0,3	453.291	0,2
Sigorta giderleri	363.287	0,1	140.640	0,1	446.080	0,1	460.960	0,2	728.768	0,3
Kırtasiye giderleri	23.073	0,0	3.656	0,0	22.591	0,0	20.858	0,0	14.544	0,0
Aidat giderleri	38.042	0,0	50.382	0,0	84.092	0,0	37.827	0,0	7.131	0,0


Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Akaryakıt giderleri	80.346	0,0	18.399	0,0	48.321	0,0	42.705	0,0	61.117	0,0
Otoyol, köprü, otopark giderleri	25.671	0,0	16.035	0,0	39.709	0,0	8.715	0,0	27.448	0,0
Ulaşım giderleri	2.049.312	0,5	412.030	0,2	1.323.756	0,3	920.989	0,4	1.735.589	0,7
Vergi, resim ve harç giderleri	307.426	0,1	83.597	0,0	196.692	0,0	74.813	0,0	189.224	0,1
Bakım onarım giderleri	78.990	0,0	15.352	0,0	44.170	0,0	83.997	0,0	13.175	0,0
Elektrik, su, telefon, internet giderleri	112.208	0,0	17.391	0,0	88.018	0,0	93.985	0,0	16.457	0,0
Temsil ağırlama giderleri	95.504	0,0	51.794	0,0	263.084	0,1	29.928	0,0	33.107	0,0
Diğer	143.348	0,0	43.084	0,0	168.926	0,0	158.541	0,1	910.191	0,3
Toplam	9.111.428	2,40	3.375.879	1,82	9.443.313	2,16	5.261.615	2,17	6.751.236	2,59

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Genel yönetim giderleri çok fazla küçük bakiyeli hesaptan oluşmakta olup, 30 Haziran 2022 itibarıyla en büyük payları danışmanlık, ulaşım, müşavirlik giderleri ile personel giderleri almaktadır.

Karlılık Oran Analizleri

Karlılık oranlarını içeren tablo aşağıda paylaşılmıştır.

Karlılık Oranları	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2021	30.06.2022	Son 12 Ay
Brüt Kar Marjı	16,9%	20,8%	25,7%	24,8%	26,9%	26,7%
Faaliyet Kar Marjı	7,7%	11,7%	8,0%	9,6%	10,5%	9,0%
FAVÖK Marjı	11,0%	15,7%	19,2%	18,6%	19,2%	19,4%
Net Kar Marjı	1,7%	3,1%	2,0%	2,3%	9,5%	6,4%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

2.4.2 Bilanço

2019, 2020 ve 2021 yılsonları ile 2022 ilk 6 aylık dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilanço aşağıdadır.

VARLIKLAR	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Dönen Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	7.730.968	3.845.575	5.641.762	22.210.016
Ticari Alacaklar	24.998.412	23.556.273	34.588.956	54.050.124
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	0	0	300.216	4.033
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	24.998.412	23.556.273	34.288.740	54.046.091
Diğer Alacaklar	17.522	1.150.979	1.616.215	4.152.266
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	1.774	21.677	405.904	2.613.185
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	15.748	1.129.302	1.210.311	1.539.081
Stoklar	2.777.577	4.038.473	6.680.386	21.831.756
Canlı Varlıklar	165.653.767	185.671.735	336.877.072	354.297.714
Peşin Ödenmiş Giderler	369.472	1.074.704	689.611	1.990.743
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar	0	1.303.307	7.149.038	1.247.404
Diğer Dönen Varlıklar	135.714	1.259.061	5.545.508	1.625.105
Toplam Dönen Varlıklar	201.683.432	221.900.107	398.788.548	461.205.128
Duran Varlıklar				
Canlı Varlıklar	36.292.207	64.961.125	19.664.647	48.759.497
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	0	0	390.276
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	833.032	678.704	545.984
Maddi Duran Varlıklar	20.566.618	20.997.917	23.240.140	38.564.820
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	122.140	111.238	184.126	165.834
Peşin Ödenmiş Giderler	0	0	452.019	4.671.898
Ertelenmiş Vergi Varlığı	759.078	1.317.625	2.893.788	1.664.036
Toplam Duran Varlıklar	57.740.043	88.220.937	47.113.424	94.762.345


Menkul Değerler A.Ş.

TOPLAM VARLIKLAR **259.423.475** **310.121.044** **445.901.972** **555.967.473**

KAYNAKLAR	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	56.776.703	46.523.539	63.307.617	81.940.588
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	17.049.484	29.037.203	24.057.621	31.918.990
Kısa Vadeli Operasyonel Kiralama İşlemlerinden Borçlar	0	182.586	236.247	228.347
Ticari Borçlar	83.986.531	113.179.254	226.271.304	257.814.764
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	263.169	1.035.375	0	0
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	83.723.362	112.143.879	226.271.304	257.814.764
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	445.304	529.869	818.701	918.872
Diğer Borçlar	1.981.332	44.310	6.066.123	1.647.977
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	1.981.332	0	5.940.281	1.482.376
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	0	44.310	125.842	165.601
Ertelenmiş Gelirler	2.724.225	487.464	492.520	509.928
Türev Araçlar	0	0	3.235.190	0
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	1.303.307	7.204.687	2.841.984
Kısa Vadeli Karşılıklar	472.711	652.091	835.373	875.643
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	471.011	648.391	831.673	861.952
- Diğer kısa vadeli karşılıklar	1.700	3.700	3.700	13.691
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	539.764	1.091.527	4.058.095	251.983
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	163.976.054	193.031.150	336.583.478	378.949.076
Uzun Vadeli Yükümlülükler				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	23.939.765	34.904.126	14.832.754	28.064.922
Uzun Vadeli Operasyonel Kiralama İşlemlerinden Borçlar	0	664.994	566.146	459.741
Diğer Borçlar	0	1.594.298	0	0
- İlişkili taraflara diğer borçlar	0	1.594.298	0	0
- İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	0	0	0	0
Türev Araçlar	5.350.918	6.218.127	0	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	905.347	1.166.289	1.853.912	2.403.692
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	905.347	1.166.289	1.853.912	2.403.692
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	14.904.470	15.121.476	20.481.600	27.982.096
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	45.100.500	59.669.310	37.734.412	58.910.451
Toplam Yükümlülükler	209.076.554	252.700.460	374.317.890	437.859.527
Özkaynaklar				
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	15.000.000	20.000.000	20.000.000	40.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	-822.531	-774.949	-1.252.743	-1.746.402
- Aktüeryal kayıp / kazanç	-822.531	-774.949	-1.252.743	-1.746.402
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	-4.748.365	-5.164.677	1.377.711	7.059.630
- Yabancı para çevrim farkları	-467.631	-190.175	3.965.863	7.059.630
- Riskten korunma kazançları / (kayıpları)	-4.280.734	-4.974.502	-2.588.152	0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	32.505	0	737.840	1.789.783
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	36.577.108	35.917.817	45.107.091	38.157.064
Net Dönem Karı / (Zararı)	4.308.204	7.442.393	8.400.651	35.411.310
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0	0	-2.786.468	-2.563.439


Menkul Değerler A.Ş.

Toplam Özkaynaklar	50.346.921	57.420.584	71.584.082	118.107.946
TOPLAM KAYNAKLAR	259.423.475	310.121.044	445.901.972	555.967.473

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

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.

Mali Yapı Oranları: Şirket'in kaynak yapısını gösteren 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.

Şirket'in likidite oranları ve mali yapı oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir;

Likidite Oranları	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Cari Oran	1,23	1,15	1,18	1,22
Likidite Oranı	0,20	0,17	0,16	0,23
Nakit Oran	0,05	0,02	0,02	0,06
Mali Yapı Oranları	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Kaldıraç Oranı	81%	81%	84%	79%
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplam	63%	62%	75%	68%
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplam	17%	19%	8%	11%
Özkaynaklar/Aktif Toplam	19%	19%	16%	21%
Toplam Yükümlülükler/Özkaynaklar	415%	440%	523%	371%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Net Finansal Borç veya Net Nakit Pozisyonu

Şirket'in 30.06.2022 tarihi itibarıyla kısa vadeli finansal borcu 113.859.578 TL ve uzun vadeli finansal borcu 28.524.663 TL olmak üzere toplam finansal borcu 141.924.500 TL'dir. Şirket'in nakit ve nakit benzerleri 22.210.016 TL olup kısa vadeli finansal yatırımları bulunmamaktadır. Buna göre, Şirket'in net finansal borcu 119.714.484 TL'dir.

Borçluluk (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Nakit ve Nakit Benzerleri	7.730.968	3.845.575	5.641.762	22.210.016
Toplam Finansal Borçlar	97.765.952	110.464.868	102.197.992	141.924.500
Net Borç veya (Net Nakit)	90.034.984	106.619.293	96.556.230	119.714.484

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Net İşletme Sermayesi

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 2019, 2020, 2021 yılsonları ve 2022 ilk 6 aylık mali tablolarına göre hesaplanan net işletme sermayesi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

İşletme Sermayesi Tablosu	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Dönen Varlıklar	201.683.432	221.900.107	398.788.548	461.205.128
Kısa Vadeli Yükümlülükler	163.976.054	193.031.150	336.583.478	378.949.076
Net İşletme Sermayesi	37.707.378	28.868.957	62.205.070	82.256.052

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 2019, 2020, 2021 yılsonu ve 2022 yılı ilk 6 aylık mali tablolara göre hesaplanan ticari işletme sermayesi ise aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Finansal tablolardaki dönen varlıklar altında yer alan stoklar ile canlı varlık kalemleri aşağıdaki tabloda "stoklar" satırında ticari işletme sermayesi hesaplamasına dahil edilmiştir.



Ticari İşletme Sermayesi Tablosu	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Ticari Alacaklar	24.998.412	23.556.273	34.588.956	54.050.124
Stoklar (Canlı Varlıklar Dahil)	168.431.344	189.710.208	343.557.458	375.929.470
Ticari Borçlar	83.986.531	113.179.254	226.271.304	257.814.764
Net Ticari İşletme Sermayesi	109.443.225	100.087.227	151.875.110	172.164.830

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Ticari alacaklar, 2019-2020-2021 yıl sonu ve 30 Haziran 2022 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 24.998.412, 23.556.273, 34.588.956 ve 54.050.124 TL tutarındadır. Ticari alacaklar kalemi, ilgili finansal dönemlerde büyük ölçüde, ilişkili olmayan taraflardan kısa vadeli ticari alacaklardan oluşmaktadır. İlgili dönemlerde 25-54 milyon TL bandındaki seviyesini koruyan ticari alacaklar, Covid-19 pandemisinin ağır etkilerinin görüldüğü 2020 yıl sonu itibarıyla önceki yıl sonuna göre satış hacmindeki daralmaya bağlı olarak %5,77 azalmış, 2021 yıl sonu ve 30 Haziran 2022 itibarıyla pandeminin etkisinin de azalması ve satışların artmasıyla beraber ticari alacaklar kaleminde önceki yıllara göre sırasıyla %46,84 ve %56,26 artış gerçekleşmiştir.

Ticari alacaklar, Şirket'in önemli performans göstergelerinden olan işletme sermayesinin unsurlarından biridir. 2021 yılında ortalama alacak tahsilat süresi 3 aydan kısa olarak gerçekleşmiş ve ticari alacakların toplam satışlar içindeki payı yaklaşık %8 seviyesinde gerçekleşmiştir. 30 Haziran 2022 itibarıyla ise ticari alacakların satışlardaki payı %14'e yükselmiştir.

Ticari borçlar, 2019-2020-2021 yıl sonu ve 30 Haziran 2022 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 83.986.531, 113.179.254, 226.271.304 ve 257.814.764 TL tutarındadır. Şirket'in sadece 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla 263.169 ve 1.035.375 TL ilişkili taraflara ticari borcu olmuştur. Ticari borçlar hesabı, 2021 yıl sonu ve 30.06.2022 itibarıyla ilişkili olmayan taraflara ticari borçlardan (30.06.2022: %100, 31.12.2021: %100) oluşmaktadır. İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar ise çek ve borç senetleri (30.06.2022: %79,4, 31.12.2021: %79,7), satıcılar cari hesabı ile ertelenmiş finansman giderlerinden oluşmaktadır.

Ticari borçlardaki, 2021 yıl sonunda bir önceki yıla göre yaklaşık %100 artış, esas olarak çek ve borç senetlerindeki yaklaşık %132,4'lük artıştan kaynaklanmaktadır. 30 Haziran 2022 itibarıyla ise 2021 yıl sonuna göre yine çek ve borç senetleri kaynaklı olarak %13,9'luk bir artış gerçekleşmiştir.

Stoklar, 2019-2020-2021 yıl sonu ve 30 Haziran 2022 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 2.777.577, 4.038.473, 6.680.386 ve 21.631.756 TL tutarındadır. Stoklar hesabı, esas olarak ilk madde ve malzemeler, ticari mallar ve diğer stoklar kalemlerinden oluşmaktadır. Genel olarak bakıldığında, ilk madde ve malzemeler balık yemleri ve balık kasa ve kutularından oluşmakta olup, söz konusu hesap kalemi anılan tarihler itibarıyla sırasıyla 2.427.635, 4.016.032, 4.676.245 ve 18.508.005 TL olarak gerçekleşmiştir.

Stoklarda 30 Haziran 2022 itibarıyla 2021 yıl sonuna göre yaklaşık %223,8 oranında artış gerçekleşmiş olup, stoklar kalemi yıllar itibarıyla sürekli bir artış eğiliminde olmuştur.

Canlı varlıklar hesabı tamamen Şirket'in ağ kafeslerde tuttuğu ve bir yıl içinde satılacak veya satılmaya hazır hale gelecek balık stoğundan oluşmaktadır. Canlı varlıklar TMS 41 "Tarımsal Faaliyetler" standardındaki esaslar dikkate alınarak finansal tablolara yansıtılmıştır.

Canlı varlık stoğu dönem sonları itibarıyla gerçeğe uygun değerleri hesaplanarak muhasebeleştirilmektedir. İlgili standarda göre canlı varlıkların gerçeğe uygun değeri, satış sırasında oluşacak en iyi satış fiyatından, tahmini giderler düşülerek bulunan fiyatın net bugünkü değeri olarak ölçülmektedir. Söz konusu makul değerlerin belirlenmesinde benzer gramaj özelliklere sahip canlı varlıkların benzer piyasa fiyatları baz alınmıştır. Net bugünkü değer hesaplamalarında kullanılan iskonto oranı dönen varlıklar içerisindeki canlı varlıklar için 2019-2020-2021 yıl sonu ve 30 Haziran 2022 itibarıyla sırasıyla %10,3, %14,6, %22,2 ve %22,3'dür. Buna göre, net canlı varlıklar kalemi ilgili dönemlerde finansal tablolarda sırasıyla 165.653.767, 185.671.735, 336.877.072 ve 354.297.714 TL tutarındadır.

Maddi Duran Varlıklar

İhraççı'nın mevcut önemli maddi duran varlıklarına ilişkin bilgiler aşağıda gösterilmektedir.



 Gedik Yatırım

 Menkul Değerler A.Ş.

Sahip Olunan Maddi Duran Varlıklara İlişkin Bilgiler								
Cinsi	Edinildiği Yıl	m ²	Mevkii	Net Defter Değeri (TL)	Kullanım Amacı	Kiraya Verildi ise Kiralayan Kişi/Kurum	Kira Dönemi	Yıllık Kira Tutarı (TL)
Özsu-5 Yemleme Ünitesi	2015	-	Urla / İzmir	1.680.799,19	Çiftlik	-	-	-
Özsu-7 Yemleme Ünitesi	2018	-	Urla / İzmir	2.451.597,87	Çiftlik	-	-	-
Paketleme Tesisindeki Makine ve Teçhizatlar	2019	-	Bornova / İzmir	2.114.414,71	Paketleme	-	-	-
Larva ve Canlı Yem Binası	2017	1.435	Urla / İzmir	1.290.637,26	Kuluçkahane	İlknak	Ağustos 2035'e kadar	*
Kuluçkahane Filtrasyon Ünitesi	2020	-	Urla / İzmir	2.020.609,72	Kuluçkahane	İlknak	Ağustos 2035'e kadar	*
Nursey Tankı	2017	-	Urla / İzmir	1.012.250,05	Kuluçkahane	İlknak	Ağustos 2035'e kadar	*
Filtre Sistemi	2019	-	Urla / İzmir	666.241,16	Kuluçkahane	İlknak	Ağustos 2035'e kadar	*
Hdpe Gövdeli Üv Sistemi Pe110	2017	-	Urla / İzmir	524.616,34	Kuluçkahane	İlknak	Ağustos 2035'e kadar	*
Urla-Demirçili Mahallesi 144 ada 6 parsel	2010	8.961	Urla / İzmir	159.597,50	Kuluçkahane	İlknak	Ağustos 2035'e kadar	*

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

*İlknak'a kiralanmış arsa, bina ve tesisler için parasal olarak herhangi bir kira ücreti alınmamakta olup, söz konusu maddi duran varlıklar Şirket'e ait kuluçkahane işletilmesi kapsamında İlknak tarafından kullanılmaktadır. İlknak ile Şirket arasında yapılan sözleşmelere İzhahnamenin 7.1 nolu bölümünde yer verilmiştir. İlknak'tan alınan kira tutarı her ay kuluçkahane üretilen yavru balıkların %25'i üzerinden hesaplanmaktadır.

3. Sektör Hakkında Bilgi

3.1 Dünyada Su Ürünleri Sektörü

Su ürünleri üretimi (iç sular, denizler ve kara sular), avcılık (deniz ve iç su) ve su ürünleri yetiştiricilik (kültür balıkçılığı), olmak üzere 2 şekilde yapılmaktadır. Sektöre ilişkin global ve yerel verilerin yayınlanması gecikmeli olduğu için ağırlıklı olarak 2020 ve öncesine ilişkin verilerden faydalanarak küresel balık üretiminin 2020'de yaklaşık 177,8 milyon tona ulaştığı tahmin edilmektedir. Söz konusu yılda toplam satış tutarı 406 milyar dolar olarak tahmin edilirken bu tutarın %65'ini (yaklaşık 264 milyar dolar) 87,5 milyon ton satış hacmi ve %49'luk pay ile kültür balıkçılığı oluşturmaktadır.

2020 yılı itibarıyla toplam satış miktarının 157,4 milyon tonluk kısmını insan tüketimi oluşturmakta olup yıllık bazda kişi başına düşen balık tüketimi miktarı 20,2 kg seviyesine denk gelmektedir. Kültür balıkçılığı bu kısmın %52'sini karşılamaktadır. Kalan yaklaşık 20,4 milyon tonluk balık stoğu gıda dışı alanlarda, özellikle yem üretiminde önemli yeri olan balık unu ve balık yağı üretimine yönelik olarak kullanılmaktadır.

Dünya Balık ve Su Ürünleri Üretimi, Kullanımı ve Ticareti ¹

	Yıllık Ortalama					
	1990'lar	2000'ler	2010'lar	2018	2019	2020
Üretim (milyon ton, canlı ağırlık)						
Av (Balıkçılık)						
İç sular	7,1	9,3	11,3	12	12,1	11,5
Deniz	81,9	81,6	79,8	84,5	80,1	78,8
Toplam	88,9	90,9	91	96,5	92,2	90,3
Su ürünleri yetiştiriciliği (Kültür balıkçılığı)						


Mankul Değerler A.Ş.

İç sular	12,6	25,6	44,7	51,6	53,3	54,4
Deniz	9,2	17,9	26,8	30,9	31,9	33,1
Toplam kültür balıkçılığı	21,8	43,4	71,5	82,5	85,2	87,5
Toplam dünya balıkçılık ve su ürünleri yetiştiriciliği	110,7	134,3	162,6	178,9	177,4	177,8
Kullanım alanları²						
İnsan tüketimi (milyon ton)	81,6	109,3	143,2	156,8	158,1	157,4
Gıda dışı kullanımlar (milyon ton)	29,1	25	19,3	22,2	19,3	20,4
Nüfus (milyar) ³	5,7	6,5	7,3	7,6	7,7	7,8
Kişi başına tüketim (kg)	14,3	16,8	19,5	20,5	20,5	20,2
Ticaret						
Balık ihracatı (milyon ton)	39,6	51,6	61,4	66,8	66,6	59,8
İhracatın üretim içindeki payı	35,80%	38,50%	37,70%	37,30%	37,50%	33,70%
Balık ihracatı (milyar Amerikan Doları)	46,6	76,4	141,8	165,3	161,8	150,5

Kaynak: FAO, 2022

¹Suda yaşayan memeliler, timsahgiller, deniz yosunları ve diğer su bitkileri hariçtir. Yuvarlama nedeniyle toplamlar eşleşmeyebilir.

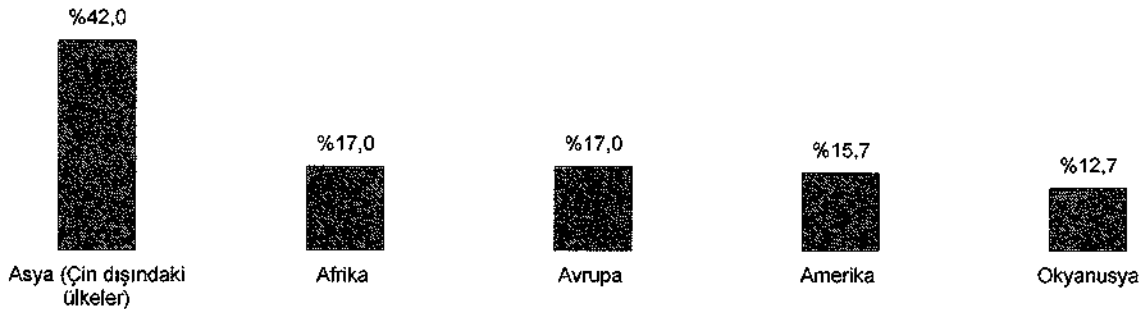
²2018–2020 için kullanım verileri geçici tahminlerdir.

³Nüfus bilgisi için kaynak: Birleşmiş Milletler Ekonomik ve Sosyal İşler Bölümü, 2019.22 Nisan 2022 tarihli alıntı.

Toplam balıkçılık ve su ürünleri üretimi son 70 yılda önemli ölçüde genişlemiştir. 1950'de 19 milyon ton (canlı ağırlık) iken yaklaşık %3,3'lük bir yıllık büyüme oranıyla 2018'de tüm zamanların rekoru olarak 179 milyon tona ulaşmıştır. Daha sonra üretim 2019 yılında marjinal bir düşüş yaşayıp (2018'e göre %1 düşüş) ve 2020'de yalnızca %0,2 artarak 178 milyon tona ulaşmıştır. 2020 yılında toplam balık ve su ürünleri üretiminin toplam ilk satış değeri 406 milyar dolar olmuştur.

Son 2 yılda yaşanan durgunluk, esas olarak, 2018'deki 96 milyon tonluk zirveye kıyasla 2019'da %4,5 ve ardından 2020'de %2,1 oranında azalan avcılıktan kaynaklanmaktadır. Bu azalmanın nedeni bazı balıkların avlanma oranlarındaki dalgalanmalar, Çin'in avcılığındaki düşüş ve 2020'de COVID-19'un sektör üzerindeki etkileri de dahil olmak üzere çeşitli faktörlere bağlıdır. (FAO, 2022)

Kültür Balıkçılığının Toplam Balık Üretimindeki Payı, 2018



Kaynak: FAO, 2020

Dünya ölçeğinde, kültür balıkçılığının toplam balıkçılık ve su ürünleri üretimine katkısı istikrarlı bir şekilde artmıştır. 1990'da sadece %13,4 olan orana kıyasla 2020'de %49,2'ye ulaşmıştır. Küresel en büyük balık üreticisi olan Çin dışındaki ülkelerde 2000 yılında %12,7 iken 2018'de %29,7'ye ulaşmıştır. Bölgesel olarak kültür balıkçılığı ile yapılan toplam balık üretiminin %17'si Afrika kıtasında, %17'si Avrupa kıtasında, %15,7'si Amerika kıtasında, %12,7'si ise Okyanusya kıtasında yapılmaktadır. Asya kültür balıkçılığı ise (Çin dışında) 2000 yılında toplam Asya balık üretiminin %19,3'ünü oluştururken bu oran 2018'de %42'ye çıkmıştır. 2020 yılında Çin dahil olmak üzere bu oran %61,9'a ulaşmıştır. 2020'de su ürünleri yetiştiriciliğinde büyüme Afrika dışındaki tüm kıtalarda devam etmiştir. Afrika'nın iki büyük üretici ülkesi olan Mısır ve Nijerya'da kültür balıkçılığında düşüş yaşanırken, Afrika'nın geri kalanı 2019'a göre %14,5'lik bir büyüme yaşamıştır.

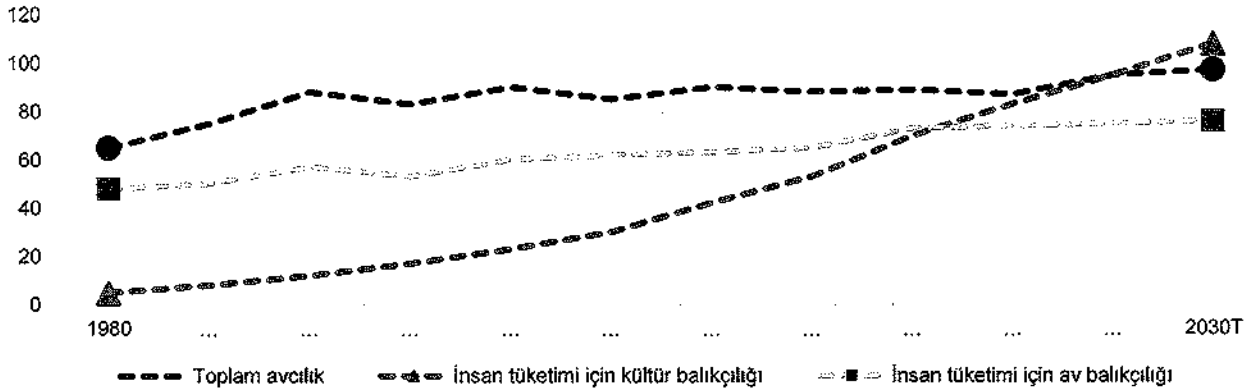
Kültür balıkçılığı yetiştiriciliğinde Çin, 1991'den bu yana dünyanın geri kalanının toplamından daha fazla ürün üretmiştir. Ancak, 2016'dan itibaren uygulamaya konulan hükümet politikaları nedeniyle, Çin'de balık yetiştiriciliği, 2017 ve 2018'de sırasıyla yalnızca %2,2 ve %1,6 oranında büyümüştür. Çin'in dünya su ürünleri üretimindeki payı 1995'te %59,9 iken 2020'de %56,8 seviyesine gerilemiş olup ve bu oranın gelecek yıllarda daha da düşmesi beklenmektedir.

FAO raporuna göre, toplam balıkçılık ve su ürünleri üretiminin daha da artması ve 2030'da 202 milyon tona ulaşması beklenmektedir. Bu, 2020'ye göre %14'lük bir artışı ve mutlak olarak ek 24 milyon tonluk bir artışı temsil etmektedir. Bununla birlikte, toplam üretim miktarı artmaya devam ederken, 2010 – 2020 dönemindeki %23'lük büyümeye (33 milyon ton) kıyasla hem hızın hem de mutlak büyüme seviyesinin düşmesi beklenmektedir.

Dünya balıkçılık ve su ürünleri üretimindeki artışın çoğunun kültür balıkçılığından gelmesi ve kültür balıkçılığının 2027'de ilk kez 100 milyon ton eşiğini aşması beklenmektedir. Kültür balıkçılığının 2020'ye kıyasla %22 büyümeye sergileyerek 2030'da 106 milyon tona ulaşması beklenmektedir (FAO, 2022).

Kültür balıkçılığı üretiminin yıllık ortalama büyüme hızının 2010 – 2020'deki %40'tan 2020 – 2030'da %21'e düşmesi beklenmektedir. Bu yavaşlamanın başlıca nedenleri: çevre düzenlemelerinin daha geniş çapta benimsenmesi ve uygulanması, uygun üretim alanlarının azalması, yoğun üretim uygulamalarına bağlı olarak artan hayvan hastalık salgınları ve kültür balıkçılığının veriminin azalması olarak sıralanabilir. Özellikle Çin politikalarının, kültür balıkçılığındaki yavaşlayan büyümeden önemli ölçüde sorumlu olması beklenmektedir. Çin, 2030 yılına kadar dünyanın lider üreticisi olmaya devam edecek olsa da kültür balıkçılığı üretiminin 2020 – 2030'da %21 artacağı ve 2010 – 2020'deki %40'lık artışın neredeyse yarısına geleceği tahmin edilmektedir. Çin, 2020'de küresel kültür balıkçılığının yaklaşık %57'sini oluşturmuştur. Çin'in üretiminde öngörülen yavaşlamanın, diğer ülkelerdeki üretim artışıyla kısmen telafi edileceği tahmin edilmektedir. Kültür balıkçılığının büyümesinin, ülkeler ve bölgeler arasında tür ve ürün yelpazesindeki farklılıklarla birlikte tüm kıtalarda devam etmesi beklenmektedir.

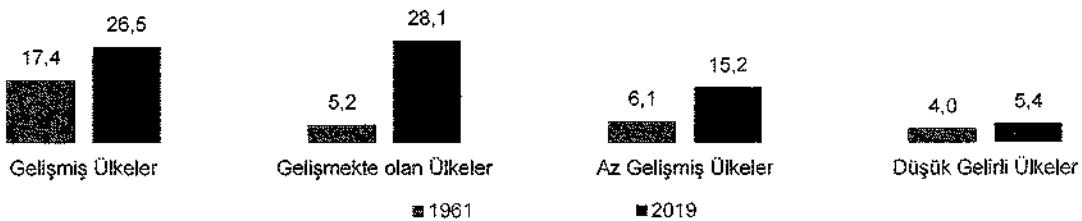
Dünya Geneline Avcılık ve Kültür Balıkçılığı Üretimi (Canlı Ağırlık, Milyon Ton)



Kaynak: FAO, 2022

Küresel Balık Tüketimi

Kişi Başına Düşen Balık Tüketimi 1961-2019 (Kg)



Kaynak: FAO, 2022


Menkul Değerler A.Ş.

Küresel balık tüketimi, 1961 ve 2019 yılları arasında yıllık ortalama %3,0 oranında artmıştır. Bu oran aynı dönem için yıllık dünya nüfus artışının neredeyse iki katını oluştururken, yıllık %2,1 oranında artış gösteren diğer proteinli gıdalardan (kırmızı et, beyaz et, süt ürünleri vb.) yüksektir (FAO, 2022). FAO'ya göre son 10 yılda dünya genelinde en fazla gelişim gösteren gıda sektörü su ürünleri sektörüdür.

Dünyada yıllık kişi başı su ürünleri tüketimi, 1960'larda ortalama 9,9 kg iken 1970'lerde 11,4 kg'a, 1980'lerde 12,5 kg'a, 1990'larda 14,4 kg'a, 2000'lerde 17,0 kg'a ve 2010'larda 19,6 kg'a yükselmiş olup, 2019'da 20,5 kg ile rekor yüksekliğe ulaşmıştır. Kesin veri olmamakla birlikte, tahmini veriler talebin daralması nedeniyle 2020'de (20,2 kg) daha düşük tüketime ve ardından 2021'de hafif bir artışa işaret etmektedir.

Bölgeler ve ülkeler arasında balık tüketimi seviyelerindeki farklılıklara rağmen, tüketim ile ilgili çıkarımlar yapılabilir. Gelişmiş ülkelerde kişi başına balık tüketimi 1961'de 17,4 kg seviyesinde iken 2019'da kişi başına 26,5 kg seviyesine yükselmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde ise kişi başına düşen balık tüketimi 1961 yılında 5,2 kg iken yıllık ortalama %2,9 artışla 2019'da 28,1 kg seviyesine yükselmiştir. Az gelişmiş ülkelerde ise kişi başına düşen yıllık balık tüketimi 1961 yılında 6,1 kg iken 2019'da 15,2 kg seviyesine ulaşmıştır. Az gelişmiş ülkelerde son 20 yılda ise balık üretimi ve ithalatın artmasıyla %1,3'lük ortalama artış oranı belirgin olarak artmış ve yılda %2,9 seviyelerine ulaşmıştır. Düşük gelirli ülkelerde ise 1961 yılında kişi başı yıllık 4,0 kg seviyelerinde olan tüketim 2019'da sadece 5,4 kg seviyesine ulaşmıştır (FAO, 2022).

Uluslararası Ticaret

Balık ve diğer su ürünleri, dünyada en çok ticareti yapılan gıda ürünlerindedir. 2018'de toplam balıkçılık ve su ürünleri yetiştiriciliği üretiminin %38'ini oluşturan 67 milyon ton ürün, uluslararası ticarete konu olmuştur. 2015 yılındaki keskin düşüşün ardından balık ve diğer su ürünleri ticareti, satış tutarı bazında sırasıyla %7, %9 ve %5 yıllık büyüme oranlarıyla 2016, 2017 ve 2018 yıllarında büyüme eğilimine girmiştir. Genel olarak, 1976'dan 2018'e, küresel balık ihracatının tutarı, nominal olarak %8 ve reel olarak %4 yıllık bileşik büyüme oranıyla 7,8 milyar dolardan 164 milyar dolara yükselmiştir. Aynı dönemde, küresel ihracat hacim bazında yıllık %3'lük bir bileşik büyüme oranıyla gelişimini sürdürmüştür. 67,1 milyon ton olarak gerçekleşen balık ve balık ürünleri ihracatı, 2018 yılında 164,1 milyar dolar ile tarım ürünlerine (orman ürünleri hariç) ilişkin toplam ihracat tutarının yaklaşık %11'ini temsil etmektedir (FAO, 2020). 2019 ve 2020'de ise azalarak 2020'de 151 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 1976'dan 2020'ye kadar su ürünleri ticaretinin değeri yıllık ortalama nominal olarak %6,9 ve reel olarak %3,9 oranında artmıştır. Su ürünleri ihracatının nominal değeri, 2020'de 1976'ya kıyasla yaklaşık 20 kat daha yüksek olarak gerçekleşmiştir (FAO, 2022).

Çin, başlıca balık üreticisi olmasının yanı sıra (2002'den beri ana ihracatçı) 2011'den beri tutar bazında üçüncü büyük ithalatçı ülkedir. Norveç, 2004'ten bu yana ikinci büyük ihracatçıdır, Norveç'i, Vietnam (2014'ten beri), Hindistan (2017'den beri), Şili ve Tayland takip etmektedir. Gelişmekte olan ülkeler, uluslararası balık ihracatındaki paylarını 1976 ile 2018 yılları arasında tutar bazında %38'den %54'e, hacim bazında ise %34'ten %60'a yükseltmiştir. 2020'de tutar bazında bakıldığında %34'lük pay ile Avrupa Birliği balık ithal eden en büyük pazardır. Avrupa Birliği'ni %15 ile Amerika Birleşik Devletleri, %10 ile Çin ve %9 ile Japonya izlemektedir.

Balık ithalatında gelişmiş ülke pazarları hâlâ hâkim durumdayken, gelişmekte olan ülkelerin tüketici ihtiyaçlarının artmasıyla birlikte pazardaki önemi giderek artmaktadır. Daha gelişmiş ekonomiler, yüksek düzeyde harcanabilir gelir ve yetersiz iç arza sahiptir. Bu, tarihsel olarak, yüksek gelirli ülkelerin dünya su ürünleri ithalatının büyük bir bölümünü oluşturduğu anlamına gelmektedir. 1976'da yüksek gelirli ülkeler, su ürünleri ithalatının küresel değerinin %90'ını oluşturmuştur. Buna karşılık, 2020 yılında, yüksek gelirli ülkelerin su ürünleri ithalatının küresel değerindeki payı %75 olmuştur. Yüksek gelirli olmayan ülkelerin payındaki bu artış, talebin bu ülkelerde yüksek gelirli ülkelere göre daha hızlı arttığını yansıtmaktadır. Bu, özellikle kentleşmiş orta sınıfın hızla genişlediği Doğu ve Güneydoğu Asya ülkelerinde geçerlidir. 2020'de ithalatın kaynağına bakıldığında, yüksek gelirli ülkelerin ithalat değerinin %56'sı diğer yüksek gelirli ülkelere, yüksek gelirli olmayan ülkelerin ithalat değerinin %39'u yüksek gelirli ülkelere gelmiştir (FAO, 2022).

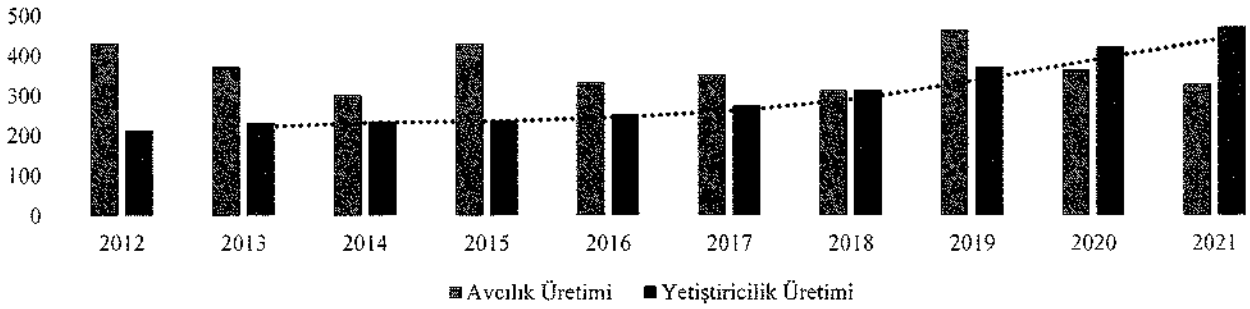
3.2 Türkiye'de Su Ürünleri Sektörü

Türkiye'de su ürünleri sektörü ekonomik anlamda önemli bir yere sahiptir. Türkiye su ürünleri sektörü de dünyadaki gelişime paralel olarak avcılık ve yetiştiricilik sistemlerinde pozitif anlamda artış eğilimindedir. Türkiye'nin 3 tarafının denizlerle çevrili olması ve denizlerin farklı özelliklerde olması hem avcılığa hem de bu denizlerde yetiştiricilik yapılmasına imkân tanımaktadır. Ancak Dünya'da olduğu gibi Türkiye'de de aşırı ve bilinçsiz avcılık, çevre kirliliği, küresel ısınma ve daha birçok faktör doğal yollarla su ürünlerinin üretimini/artışını olumsuz yönde etkilenmektedir.

Türkiye'de özellikle 1990'lardan sonra yetiştiricilikte önemli gelişmeler görülmeye başlanmıştır. Az miktarda yapılan su ürünleri yetiştiriciliği üretimi ilk kez 1986 yılında 3 bin tona istatistiklere yansımış olup, artışını devam ettirerek 2000 yılında 79 bin tona ulaşmıştır. Türkiye'de 2016 yılındaki su ürünleri üretimi 588 bin ton olarak gerçekleşmiş, bunun 335 bin tonu avcılıktan, 253 bin tonu ise yetiştiricilikten elde edilmiştir. 2016 yılında gerçekleşen su ürünleri parasal tutan 1,3 milyar TL'si avcılıktan ve 3,2 milyar TL'si yetiştiricilikten olmak üzere toplam 4,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir (https://www.sbb.gov.tr/wp-content/uploads/2020/04/Tarim_ve_GidadaRekabetciUretimOzellhtisasKomisyonuRaporu.pdf).

Dünya'da olduğu gibi Türkiye'de de son yıllarda avcılık yolu ile elde edilebilecek ürün miktarının daha fazla artırılamamasından ötürü toplam üretim içindeki payı azalırken, yetiştiricilik yoluyla yapılan üretim ise artış göstermiştir. (<https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/1616202>).

Su Ürünleri Üretim Kırılımı (bin ton)



Kaynak: TÜİK, 2022

TÜİK verilerine göre; Türkiye'nin yıllık su ürünleri üretimi, avcılık üretimindeki dalgalanmanın etkisiyle yıllara göre değişmekte olup, dünya üretimine benzer şekilde; su ürünleri yetiştiricilik üretimi artmaya devam etmekte ve toplam üretim içerisinde yetiştiriciliğin payı yükselmektedir.

Su ürünleri üretimi 2021 yılında bir önceki yıla göre %1,8 artarak 799 bin ton olarak gerçekleşmiştir. Üretimin %32,8'ini avcılık yoluyla elde edilen deniz balıkları, %4,1'ini avcılık yoluyla elde edilen diğer deniz ürünleri, %4,1'ini avcılık yoluyla elde edilen iç su ürünleri ve %59'unu yetiştiricilik ürünleri oluşturmuştur.

2021 yılında avcılıkla yapılan üretim 328 bin ton (2020: 364 bin ton) olurken, yetiştiricilik üretimi ise 471 bin ton (2020: 421 bin ton) olarak gerçekleşmiştir. Toplam su ürünleri üretimi 2021 yılında bir önceki yıla göre %1,8 artmıştır. Buna göre 2020 yılında 785 bin ton olan su ürünleri üretim miktarı, 2021 yılında yaklaşık 799 bin ton olarak gerçekleşmiştir. Su ürünleri yetiştiriciliği 2021 yılında önceki yıla göre miktar bazında %11,9 artmıştır. 2021 yılında üretimde avcılığın payı %41'e (2020: %46,4) düşerken, yetiştiriciliğin payı %59'a (2019: %53,6) yükselmiştir. Yetiştiricilik yoluyla yapılan üretimin 2021 yılında 335 bin tonu denizlerde, 136 bin tonu iç sularda gerçekleşmiştir. Yetiştirilen en önemli balık türü iç sularda 135 bin ton ile alabalık, denizlerde ise 155 bin ton ile levrek ve 133 bin ton ile çipura olmuştur. (Kaynak: TÜİK, <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Su-Urunleri-2021-45745>).

2020 – 2021 Su Ürünleri Üretim Miktarı (ton)

Ton	2020	Pay (%)	2021	Pay (%)	Değişim (%)
Avcılık	364.399,8	46,4	328.165,3	41,03	-9,9
Yetiştiricilik	421.411,0	53,6	471.686,0	58,97	11,9
Toplam	785.810,8	100,0	799.851,3	100,0	1,8

Kaynak: TÜİK, Su Ürünleri, 2022

2020 – 2021 Yetiştiricilik Üretim Kırılımı (ton)

Balık türü	2020	Pay (%)	2021	Pay (%)	Değişim (%)
İç su	128.236	30,4%	136.042	28,8%	6,1%
Alabalık (Gökkuşaağı)	126.101	29,9%	134.174	28,4%	6,4%
Alabalık (Salmo sp.)	1.804	0,4%	1.558	0,3%	-13,6%
Aynalı sazan	173	0,0%	171	0,0%	1,2%

Mersin balığı	14	0,0%	-	-	-
Tilapya	13	0,0%	6	0,0%	-53,8%
Yayın	92	0,0%	84	0,0%	-8,7%
Kurbağa	39	0,0%	49	0,0%	25,6%
Deniz	293.175	69,6%	335.644	71,2%	14,5%
Alabalık (Gökkuşuğu)	18.182	4,3%	31.509	6,7%	73,3%
Alabalık (Salmo sp.)	507	0,1%	45	0,0%	-91,1%
Çipura	109.749	26,0%	133.476	28,3%	21,6%
Levrek	148.907	35,3%	155.151	32,9%	4,2%
Fangri	1	0,0%	4	0,0%	300,0%
Minekop (Kötek)	26	0,0%	2	0,0%	-92,3%
Sarıgöz (Grenyüz)	7.428	1,8%	5.913	1,3%	-20,4%
Trança	-	-	3	0,0%	-
Orkinos	4.338	1,0%	4.952	1,0%	14,2%
Midye	4.037	1,0%	4.585	1,0%	13,6%
Karides	-	-	4	0,0%	-
Toplam	421.411	100,0	471.686	100,0	11,9%

Kaynak: TÜİK, Su Ürünleri, 2022

(0) Gerçek sıfır veya kullanılan birimin yarısından azdır.

(-) Bilgi yoktur.

Türkiye'de yıllık kişi başına düşen ortalama balık tüketimi 2000 – 2021 yılları arasında 5,4 – 8,6 kg arasında değişmiştir ve 2021 yılında 6,5 kg olarak gerçekleşmiştir (TÜİK, 2022). Balık tüketiminin arzu edilenden daha az olmasının nedenleri arasında; ürün fiyatı, tüketim kültürü, işlenmiş ürünlere olan önyargı gibi çeşitli nedenler bulunmaktadır. Özellikle yetiştiricilik üretiminin büyümesiyle su ürünleri üretim miktarının artması karşısında tüketimin yeteri kadar artmaması iç talep açısından önemli bir sorun olarak görülmektedir.

İç talep insan tüketimine yönelik tüketimin yanı sıra, balık yemi, balık yağı vs. gıda dışı amaçlı kullanıma yönelik tüketimi de kapsamaktadır. Balık unu ve yağı, başta su ürünleri yetiştiriciliği olmak üzere, hayvan yemlerinde hammadde olarak kullanıldığından ve üretimin artmasıyla doğru orantılı olarak bu ürünlere olan talepte giderek artmaktadır. 2021 yılında iç tüketim toplam 664 bin ton olarak gerçekleşirken balık unu/yağı üretimi için de 110 bin ton tüketim gerçekleşmiştir (Tarım ve Orman Bakanlığı, 2022), (<https://www.tarimorman.gov.tr/BSGM/Belgeler/icerikler/Su%20%C3%9Cr%C3%Bcnleri%20Veri%20ve%20D%C3%B6k%C3%Bcmalar%C4%B1/Bsgm-istatistik.pdf>), (<https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/1421554>).

Yıllar	Toplam Tüketim (ton)	
	İç Tüketim	Balık unu ve balık yağı
2000	538.764	71.000
2001	517.832	62.755
2002	466.289	156.000
2003	470.131	120.000
2004	555.859	105.000
2005	520.985	30.000
2006	597.738	60.000
2007	604.695	170.000
2008	555.275	95.742
2009	545.368	90.211
2010	505.059	168.073
2011	468.040	228.709
2012	532.346	94.201
2013	479.708	87.896
2014	420.361	73.667
2015	479.741	176.138


Menkul Değerler A.Ş.

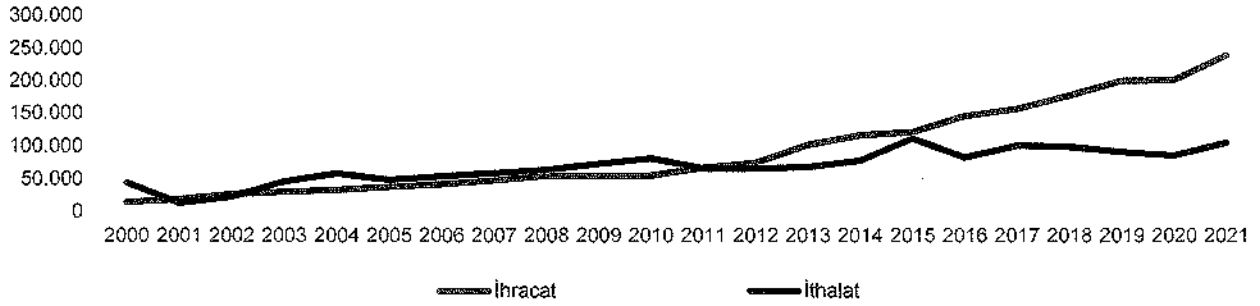
2016	426.085	93.096
2017	441.573	130.917
2018	499.055	47.276
2019	514.640	209.109
2020	559.932	107.223
2021	554.291	110.209

Kaynak: TÜİK, 2022

Türkiye’de balık tüketimi istenilen ölçüde olmamakla birlikte, iç talebi karşılamak için ithalat da yapılmaktadır. Bu ürünlerdeki ihtiyaç dikkate alındığında Türkiye’deki toplam su ürünleri ithalatında son 5 yılda ciddi bir büyümenin gerçekleştiği görülmektedir. TÜİK verilerine göre 2000 ile 2021 yılları arasındaki ithalat miktarı 13 bin ton ile 105 bin ton arasında artan bir seyir göstermiştir (TÜİK, 2022). 2019 yılında 70 ülkeden su ürünleri ithalatı gerçekleştirilmiş olup, en çok ithalat yapılan ülkeler ise Norveç, Fas ve İspanya’dır (Trademap, 2020). Özellikle uskumru ve Norveç somonu ithal eden ve iç pazara sunan firmalar mevcuttur. Balık unu ve balık yağı konusunda da iç piyasadaki üretim talebi karşılamaya yeterli değildir. Balık unu ve yağı ihtiyacının yaklaşık %60’ı ithalatla karşılanmakta ve bu ürünlerde önemli bir iç talep söz konusu olmaktadır. Bu anlamda dışa bağımlılığı azaltmak için gerekli balık unu ve yağı üretiminde hammadde olarak kullanılan hamsi ve çaça türlerine daha çok ihtiyaç olmakla beraber avcılık yöntemi ile üretimi arttırmak mümkün değildir.

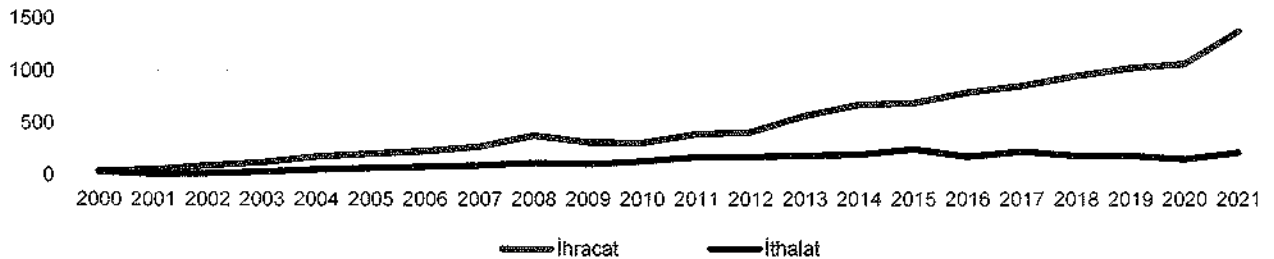
Son yıllarda Türkiye’nin su ürünleri ihracatında da önemli bir artış görülmektedir. 2000 ile 2021 yılları arasında ihracat 14 bin ton ile 238 bin ton arasında sürekli artan bir seyir göstermiştir. En önemli ihracat kalemlerini yetiştiricilik yoluyla elde edilen alabalık, çipura ve levrek balıkları ile yakalandıktan sonra ağ kafeslerde büyütme, besleme yapılan ve ticari değeri yüksek olan mavi yüzgeçli orkinos balığı oluşturmaktadır. Dünyanın pek çok ülkesine ihracat yapılmaktadır. 2021 yılında 113 ülkeye ihracat yapılmış olup, en çok ihracat yapılan ülkeler sırasıyla Rusya, İtalya ve Birleşik Krallık’tır (Trademap, 2022). AB ülkelerine ihraç edilen su ürünleri ağırlıklı olarak yetiştiricilikten karşılanmaktadır. AB’nin öngördüğü kalite ve standartlara sahip olan yetiştiricilik sektörü diğer hedef pazarlar için de Türkiye’yi potansiyel bir ithalat ülkesi konumuna getirmektedir. Bu anlamda özellikle ABD ve Japonya gibi iki gelişmiş ülke Türkiye’nin sektörde yüksek ihracat yaptığı AB dışı ülkeler olmuştur (<https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/1421554>).

Türkiye Su Ürünleri Dış Ticaret Miktarı (bin ton)



Kaynak: TÜİK, 2022

Su Ürünleri Dış Ticaret Değeri (milyon dolar)



Kaynak: TÜİK, 2022

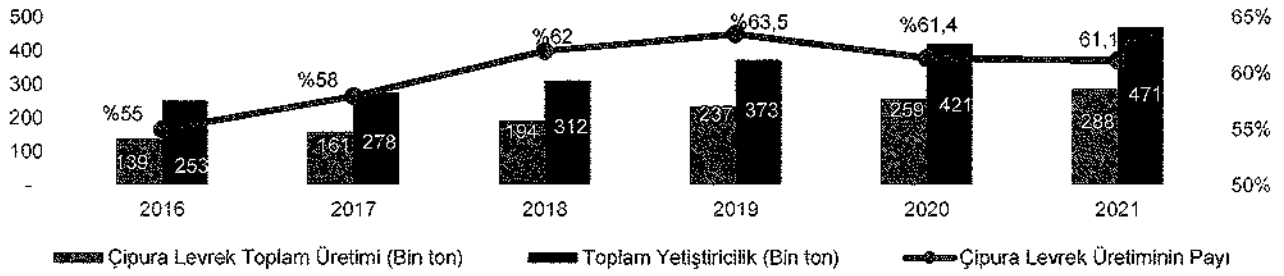
2000 yılı sonrası ihracatta artış devam ederken, ithalatta ise kısmen inişli-çıkışlı, durağan bir seyir gözlemlenmiştir. 2019 yılı ihracat – ithalat verileri incelendiğinde ihracat miktarının ithalat miktarından 110 bin ton, tutar olarak ise 836 milyon dolar fazla olduğu görülmektedir. TÜİK verilerine göre, Türkiye su ürünleri üretiminde 2019 yılında son beş yıla

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

kıyasla en büyük artışı göstermiş, ithalatta ise %7,8 oranında bir azalış gerçekleşmiştir. Türkiye’de 2019 yılında üretilen su ürünleri, 78 ülkeye ihraç edilirken, ihracat miktarı bir önceki yıla oranla %13'lük artış göstererek 200 bin ton olarak gerçekleşmiştir. Son beş yılda toplam ihracat miktarı ise %62 oranında artış göstermiştir. Aynı dönemde Yunanistan'a yapılan ihracat miktarı ise 9 kat artmıştır. (Çötel, Ürün Raporu Su Ürünleri, Tepge Yayın No: 317, 2020). 2019 yılında miktar olarak en fazla ithalat %23 ile Fas'tan (Büyük bir kısmı Türkiye'deki çiftliklerde büyütülerek amacıyla ithal edilen canlı orkinoslar olmak üzere) karşılanmıştır. (Arslan & Yıldız, Menba Kastamonu Üniversitesi Su Ürünleri Fakültesi Dergisi, 2021; 7(1): 46-57). 2021 yılı ihracat – ithalat verileri incelendiğinde ise ihracat miktarının ithalat miktarından 134 bin ton, tutar olarak ise 1,1 milyar dolar fazla olduğu görülmektedir. TÜİK verilerine göre, Türkiye su ürünleri üretiminde 2021 yılında bir önceki yıla göre %1,8, ithalatta (ton) ise %22,8 oranında bir artış gerçekleşmiştir.

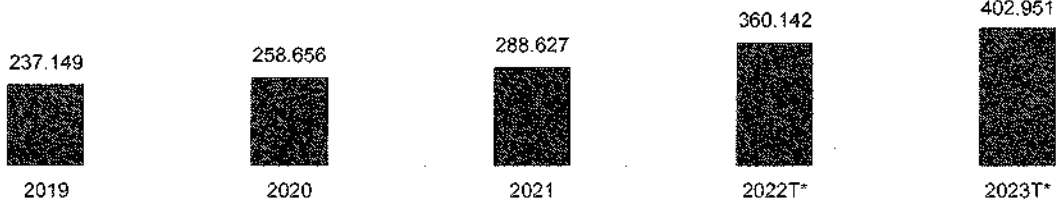
Türkiye’de Levrek-Çipura Üretimi ve Özsu’nun Pazardaki Yeri

Türkiye’de su ürünleri üreticiliği içinde çipura ve levreğin payı da son yıllarda giderek artmaktadır. 2016 yılında çipura ve levrek yetiştiriciliğinin toplam su ürünleri üretimindeki payı %55 iken 2019 yılında %63,5'e yükselmiş, 2020 ve 2021 yıllarında ise sırasıyla %61,4 ve %61,1 olarak gerçekleşmiştir. Çipura ve levrek yetiştiriciliğinin önümüzdeki açılacak yeni üretim alanlarıyla büyümeye devam edeceği öngörülmektedir.



Kaynak: TÜİK

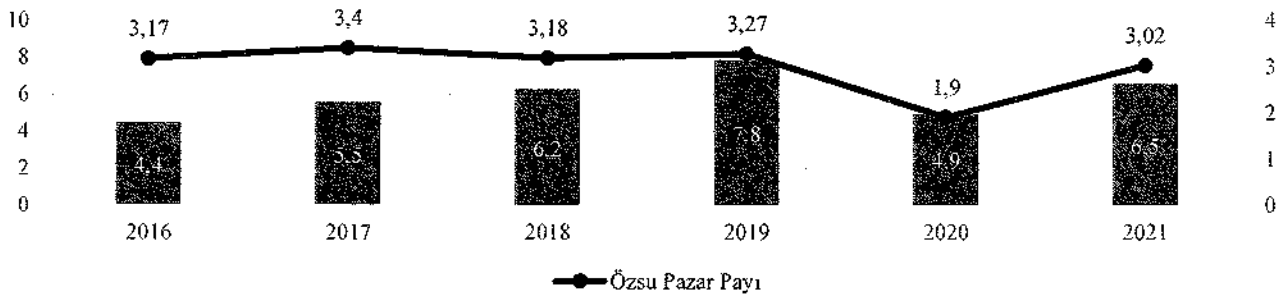
Türkiye Çipura ve Levrek Toplam Üretim (ton)



Kaynak: TAGEM

(*)TAGEM üretim öngörüleri.

Yıllar Bazında Özsu'nun Toplam Balık Satışı (bin ton) ve Pazar Payı



Kaynak: Şirket ve TÜİK

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

2016 – 2019 döneminde %3,0'ün üzerinde seyreden Pazar payı, kur dalgalanmalarından kaynaklı olarak 2020 yılında hasat edilmek üzere kafeslere konan balık sayısının azaltılması ve 2020 yılında levrek ve çipura yetiştiriciliğinde meydana gelen artışlar nedeniyle 2020 yılında %1,90'a gerilemiştir. Öte yandan, Özsu'nun 2021 yılındaki Pazar payı %3,0 olarak gerçekleşmiş olup, 2022 yılı ilk altı aylık dönem itibarıyla balık satışı 3.265 bin ton, balık brüt satışı ise 291 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

3.3 Özsu'nun Faaliyet Gösterdiği Sektör ve Pazarlardaki Avantajları

Yetiştiriciliğin Öneminin Artması

Özellikle son yıllarda Dünya'da ve Türkiye'de aşırı ve bilinçsiz avcılık, çevre kirliliği, küresel ısınma gibi nedenlerden ötürü doğadan elde edilebilecek ürün miktarının daha fazla artırılamaması ve Afrika, AB ve ABD'de artan talebin arzın altında kalmasından dolayı kültür balıkçılığının (yetiştiricilik) su ürünleri üretimindeki önemi artmaktadır.

Dış Talep

30.06.2022 tarihi itibarıyla Şirket'in toplam balık satışının yaklaşık %84'ünün ihracata yönelik olması, artan talepler doğrultusunda ihracat pazarlarının büyüme eğiliminde olması, Hollanda ve İngiltere'de bağlı ortaklıklarının bulunması, bu pazarlara aracılar ihtiyacı duymaksızın doğrudan erişiminin olması ve döviz cinsinden olan hammadde maliyetlerine karşı ihracat gelirinin doğal bir hedge mekanizması oluşturması Şirket için avantaj olarak değerlendirilebilir.

Entegre Üretim Tesisi ve Satış Ağı

Her ne kadar Şirket yavru balık üretimi gerçekleştiriyor olsa, gerek yavru balık üretim tesisine ve gerekli yetiştiricilik belgelerine gerekse paketleme tesisine sahip olmasından kaynaklı olarak, kontrol ve maliyet açısından sektörde avantajlı konumdadır. Ayrıca Şirket yerel pazarlarda balık tüketiminin yoğun olduğu İstanbul ve İzmir'de satış noktalarına sahiptir.

Hammadde Temini ve Balık Yemi Üretimi

Balık yemi yapımında kullanılan önemli ve maliyetli hammaddeler olan balık yağı ve balık ununu tedarik etmekte ve bu hammaddeleri anlaşmalı olduğu yem üreticisi firmalara vererek sektör deneyimi sayesinde oluşturduğu besleyiciliği yüksek reçeteye (rasyon-yem içerisinde hangi besin maddelerinin olması gerektiği ile bunların oranı) uygun balık yemi üretimi yaptırmaktadır. Bu durum Şirket'in üretimindeki verimi maksimize etmek için gerekli deneyime ve tedarikçi zincirine sahip olduğunu göstermekte olup, rakiplerine karşı bir avantaj olarak değerlendirilebilir.

Ayrıca, Şirket balık yemi tedarikçisinde yaşanan ve/veya yaşanabilecek sorunlar ve artan maliyetleri dikkate alarak balık yemi tedarikçisinde herhangi bir olumsuz durumla karşılaşmamak, Şirket'in balık yemi tedarikçisini daha düşük maliyetlerle ve sürdürülebilir şekilde yapabilmek amacıyla Unifeed Su Ürünleri Yem Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Unifeed") firmasının sermayesini temsil eden payların yarısının devralmıştır. Unifeed'in fabrika binası inşaatının ve makine/teçhizatların montajının 2022 yılının son çeyreğinde tamamlanması ve Unifeed'in deneme üretimine söz konusu çeyrekte başlaması planlanmaktadır. Unifeed'in düzenli üretim faaliyetine geçmesinden sonra Şirketin ihtiyaç duyduğu balık yemini dışarıdan yapılan balık yemi tedarikçisine göre daha uygun şartlarla ve sürdürülebilir şekilde söz konusu şirketten tedarik etmeyi planlamakta olup, söz konusu durumun Şirket'e rekabet avantajı sağlayacağı öngörülmektedir.

Sektör Deneyimi

Şirket mevcut ortaklarıyla 2004 yılından beri sektörde aktif olarak faaliyet göstermektedir. Sektörün zayıf noktalarından biri de faaliyet gösteren firmaların ağ kafeslerini köylerde, beldelerde veya sosyal alt yapısı olmayan yerde kurulmuş olmasıdır. Bu durum firmaların nitelikli iş gücüne ulaşımını zorlaştırdığı için Şirket'in 20 yıla yakın sektör deneyim biriktirmiş olması, Şirket'e önemli bir avantaj yaratmaktadır.

3.4 Özsu'nun Faaliyet Gösterdiği Sektör ve Pazarlardaki Dezavantajları

Balık Yemi Üretimi Olmaması

Şirket kafeslerde bulunan ve büyüterek satışa hazır hale getirdiği balıkları beslemek için kullandığı balık yemlerini sektör deneyimi sayesinde oluşturduğu besleyiciliği yüksek reçete ile 3. Taraflara ürettirmektedir. Faaliyetlerinde en büyük maliyet kalemi olan balık yeminin reçetesi kendisine ait olmasına rağmen balık yemi üretmiyor olması nedeniyle hem yüksek maliyet hem de öngörülemeyen üretim/kalite aksaklıkları risklerine açık olması sektörde Şirket'i



dezavantajlı konuma düşürebilir.

Ancak, yukarıda da bahsedildiği üzere Şirket balık yemi tedarikinde yaşanan ve/veya yaşanabilecek sorunlar ve artan maliyetleri dikkate alarak balık yemi tedarikinde herhangi bir olumsuz durumla karşılaşmamak, Şirket'in balık yemi tedarikini daha düşük maliyetlerle ve sürdürülebilir şekilde yapabilmek amacıyla Unifeed'in sermayesini temsil eden payların yarısını devralmıştır. Unifeed'in fabrika binası inşaatının ve makine/teçhizatların montajının 2022 yılının son çeyreğinde tamamlanması ve Unifeed'in deneme üretimine söz konusu çeyrekte başlaması planlanmaktadır. Unifeed'in düzenli üretim faaliyetine geçmesinden sonra Şirketin ihtiyaç duyduğu balık yemini dışarıdan yapılan balık yemi tedarikine göre daha uygun şartlarla ve sürdürülebilir şekilde söz konusu şirketten tedarik etmeyi planlamakta olup, anılan durumda söz konusu dezavantaj büyük ölçüde ortadan kalkacaktır.

Rekabetin Yoğun Olması

Su ürünleri yetiştiriciliği sektöründe yoğun bir rekabet ortamı olması nedeniyle Şirket halihazırda sınırlı coğrafi kapsamı yurtiçi yerel pazarlarda güçlü rakipler nedeniyle genişlemeyebilir.

İthalat ve İhracat Rejimlerinden Doğrudan Etkileniyor Olması

Şirket balık satışlarının önemli bir kısmını (30.06.2022 tarihi itibarıyla yaklaşık %84) yurtdışına yapmaktadır. Bu sebeple Şirket Türkiye'deki ve ilgili ülkelerdeki ithalat ve ihracat rejimleri ile gıda güvenliği mevzuatına tabiidir. Bu mevzuatlarda yaşanabilecek herhangi bir değişiklik, faaliyet gösterilen ülkelerde daha sıkı koruyucu tedbirler uygulanması ya da Birleşmiş Milletler'in, diğer uluslararası örgütlerin veya farklı devletlerin ürünlerin ithal edildiği ülkelere ekonomik yaptırımlar veya ambargo uygulaması, ihracat yapılan ülkelerde gıda güvenliği ile ilgili ek kuralların konulması Şirket'in faaliyetlerini doğrudan etkileyecektir. Şirket'in bunlara hızlı adapte olamaması sektörde dezavantaj yaratabilir.

Ana Maliyetin Döviz Cinsinden Olması

Şirket'in temel maliyet unsuru olan balık yemi yapımında kullanılan balık unu ve balık yağı döviz cinsinden (genelde ABD Doları üzerinden) temin edilmektedir. Dolayısıyla döviz kurlarında yaşanabilecek muhtemel artışlar maliyetleri yükseltebilir.

4. Değerleme Çalışması

4.1. Değerleme Çalışmasına İlişkin Beyan

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

Etik ilkeler:

- 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.
- Gedik Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Sözleşme kapsamındaki 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.


Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

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

4.2. Değerlemeye İlişkin Veri Kaynakları, Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Şartlar

Veri Kaynakları

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına Eren Danışmanlık ve Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 30.06.2022 için hazırlanan özel amaçlı bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin 2022-2026 yılları pro forma finansal tahminleri ve Gedik Yatırım'ın bulgular ve tahminlerine dayanmaktadır.

Genel Varsayımlar

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

- Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek İzahname'de yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,
- Şirket'in yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı,
- Türkiye ve Şirket'in faaliyetlerini etkileyebilecek diğer ülke ekonomilerinde ciddi dalgalanmaların yaşanmayacağı.

Sınırlayıcı Şartlar

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Gedik Yatırım, değerlendirme 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.

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

Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Gedik Yatırım tarafından geçmiş yılların finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler (projeksiyon verileri) Gedik Yatırım değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiştir. Şirket'in rekabet ettiği pazar ve ürüne ilişkin bağımsız bir kuruluş tarafından gerçekleştirilmiş bir ticari incelemesi raporu bulunmamaktadır. Dolayısıyla, verilen tahminleri bağımsız bir rapor ile kıyaslamak mümkün değildir. Gedik Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

Bu raporda varılmış sonuçlar, ekonomik koşullar, piyasa koşulları ve hazırlanmış olduğu tarih itibarıyla geçerli olan fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından Gedik Yatırım'a sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde ve/veya işbu Rapor tarihi sonrasında meydana gelebilecek olan gelişmeler bu Rapor içinde yer alan projeksiyon, tahmin ve değerlendirme sonuçlarına maddi etkileri olabilecektir.

Yatırımcıların nihai yatırım kararlarını vermeden önce mutlaka SPK tarafından onaylanan İzahnamenin okunması ve özellikle 5 no.lu Risk Faktörleri bölümüne dikkat edilmesi tavsiye edilmektedir.

4.3. Değerleme Proje Ekibi

Proje Ekibi: Konusunda uzman çalışma ekibi, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman departmanı müdürleri tarafından yönetilmiştir. Ekip, SPK mevzuatları uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve toplamda 26 yıllık tecrübeye sahiptir.

Seda Demirelli Küçükmeral, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman Müdürü, aracı kurumların ve bankaların kurumsal finansman ekiplerindeki 8 yıllık deneyiminde, yerli ve yabancı çok sayıda şirketin halka arzı, borçlanma araçları ihraçları ve birleşme ve devralma projelerinde finansal danışmanlık vermiştir. Gedik Yatırım'daki görevi esnasında 3 halka arzın başarıyla tamamlanmasında görev almıştır. Seda Demirelli Küçükmeral, Koç Üniversitesi Ekonomi ve


Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

İşletme Lisansları ile aynı okulda İşletme Yüksek Lisans mezunudur (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.207205).

Recep Bozkurt, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman Müdürü, aracı kurumların ve bankaların kurumsal finansman ekiplerindeki 11 yıllık deneyiminde, yerli ve yabancı çok sayıda şirketin halka arzı, borçlanma araçları ihraçları ve birleşme ve devralma projelerinde finansal danışmanlık vermiştir. Recep Bozkurt, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bölümler Fakültesi İşletme Lisansları ile New York Institute of Technology (NYIT) İşletme Yüksek Lisans mezunudur (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.206166).

İsmail AY, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman Müdürü, kurumsal finansman ekiplerindeki 1 yıllık deneyimi ile Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanlığı'ndaki 6 yıllık deneyimi ile, çok sayıda şirketin halka arzı, borçlanma araçları ihraçları ve birleşme ve devralma projelerini sonuçlandırmıştır. İsmail AY, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Siyaset Bilimi ve Kamu Yönetimi Mezunudur. (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.917085).

5. Değerleme Analizi

5.1 Değerlemede Kullanılan Yöntemler

İşbu Fiyat Tespit Raporu, SPK'nın III-62.1 Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS)'na uygun şekilde hazırlanmıştır. Buna göre firma değerlemelerinde üç temel yaklaşım uygulanabilir. Bu yöntemler şu şekilde sıralanabilir:

1. **Pazar Yaklaşımı**
2. **Gelir Yaklaşımı**
3. **Maliyet Yaklaşımı**

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. **Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi**
2. **Gelir Yaklaşımı: İNA Analizi**

İNA Analizi yöntemi, birçok varsayıma dayanarak şirketin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket spesifik riskleri de barındırarak etraflı bir değerlendirme imkanı sunar.

Çarpan Analizi yöntemi ise borsada işlem gören benzer şirketlerin güncel değerleriyle kıyaslama imkanı vererek, birçok varsayıma bağlı yapılan İNA Analizi yöntemini teyit edici özellik taşır.

Bu kapsamda, sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilen ve uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.

Yukarıda da belirtildiği üzere bu iki yaklaşım haricinde Uluslararası Değerleme Standartları içinde Maliyet Yaklaşımı yöntemi de mevcut olup, bu yöntem bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değeri belirlemektedir. Bu yaklaşım, Özsu'nun faaliyet gösterdiği sektörün yapısı göz önüne alındığında Şirket'in mevcut varlıklarının ikame veya yeniden üretim maliyetlerinin piyasadaki verilerle hesaplanma zorluğundan kaynaklı olarak değerlendirme yöntemi olarak tercih edilmemiştir.

5.2 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

Pazar Yaklaşımı kapsamında Borsada işlem görüp Özsu ile benzer özellikler gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak Firma Değeri'nin saptanması için "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında, şirkete benzer şirketlerin piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Bu yöntem, etkin işleyen piyasalarda payların rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

Yurt içi benzer şirketler olarak BIST GIDA endeksinde faaliyet gösteren seçilmiş şirketlerin 30.06.2022 tarihli yıllıklandırılmış verileri dikkate alınmıştır.


Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Ayrıca, çarpan analizine yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin 30.06.2022 tarihli verilerine göre yıllıklandırılmış güncel değerlendirme çarpanları da dahil edilmiştir.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında değerlendirme için uygun olduğu değerlendirilen temel çarpanlardan olan Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK), Fiyat / Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri / Özkaynak (Deffer) Değeri (PD/DD) çarpanlarının medyanı ağırlıklandırılarak dikkate alınmıştır.

Diğer sıklıkla kullanılan yöntemlerden FD/Satışlar çarpanına göre Şirket özkaynak değeri hesaplanmış olup, söz konusu çarpanın diğer çarpanlara göre genel olarak daha yüksek özkaynak değeri vermesinden ve şirket özkaynak değerini yükseltici etkisinden kaynaklı olarak muhafazakar bir yaklaşımla çarpan hesabında %0 ağırlıklandırılarak dikkate alınmıştır. Sonuç olarak yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler ile yapılan çarpan analizinde FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanlarının kullanılması uygun bulunmuştur. Buna göre, belirlenen halka açık şirketlerin 15.09.2022 tarihi itibarıyla kapanış verileri hesaplama dahil edilmiştir.

Ayrıca, Şirket'in 30.06.2022 tarihli finansallarından:

- Kısa vadeli ve uzun vadeli finansal borçlardan nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal varlıklar çıkarıldığında Şirket'in 30.06.2022 itibarıyla net finansal borcu 119.714.484 TL olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in 01.07.2021-30.06.2022 dönemi için FAVÖK'ü 122.417.967 TL olarak hesaplanmıştır. (FAVÖK = Brüt Kar* – Faaliyet Giderleri** + Amortisman).
- F/K çarpanına göre yapılan hesaplamada yine muhafazakar bir yaklaşımla Canlı Varlıklar Gerçeğe Uygun Değer Farkları kalemi kar hesaplamasına dahil edilmemiştir.

* Brüt kar hesabında, Canlı Varlıklar Gerçeğe Uygun Değer Farkları kalemi dikkate alınmamıştır.

** Faaliyet giderleri "genel yönetim giderleri", "pazarlama, satış ve dağıtım giderleri" ile "araştırma ve geliştirme giderleri" kalemlerinden oluşmakta olup, kur farkı gelir/giderleri gibi faaliyetlerle doğrudan bağlantılı olmayan kalemler içeren "esas faaliyetlerden diğer gelirler" ile "esas faaliyetlerden diğer giderler" kalemleri hesaplama dahil edilmemiştir.

5.2.1 Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

Seçilmiş yurt dışı benzer şirketler aşağıdaki tabloda sıralanmıştır. Balık yetiştiriciliği ve satışı sektöründe faaliyetleri olan ve anlamlı sonuç verdiği değerlendirilen şirketler seçilmiştir. Dikkate alınan çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar ($\leq 0x$) ile en yüksek dördtebir (quartile) dilimde olan veriler çalışmanın geneline hakim olan muhafazakar yaklaşımla aykırı değer olarak değerlendirilmiştir ve medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Aşağıda detayları verilen söz konusu şirketlerin yerel para birimlerine göre FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanlarının ayrı ayrı medyanı alınmış ve muhafazakar bakış açısı dahilinde bu çarpanlar içerisindeki en yüksek özkaynak değeri sonucunu veren FD/FAVÖK çarpanına %20, diğer iki çarpan olan F/K ve PD/DD çarpanlarına ise %40'ar ağırlık verilerek yurt dışı benzer şirketler çarpanı üzerinden özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Yurtdışı Benzer Şirketler	Faaliyet konusu	Mensej	Piyasa Değeri (ABD\$, mn) 15.09.2022	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
				LTM	LTM	LTM
Maruha Nichiro Corp.	Maruha Nichiro Corporation, bir balıkçılık şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, deniz ürünleri yetiştiricilik, ithalat ve ihracat, işleme ve satış işlerinde uzmanlaşmıştır.	Japonya	885	10,0x	6,5x	0,7x
Tassal Limited Npv	Tassal Group Limited, Atlantik somonu ve okyanus alabalığı üretimi ve satışı yapmaktadır. Şirketin ürünü Royal Tasman Somon markasıyla pazarlanmaktadır. Ürünler Avustralya, Japonya ve diğer uluslararası pazarlarda dağıtılmaktadır.	Avustralya	1.111	10,5x	20,1x	1,3x
Norway Royal Salmon ASA	Norway Royal Salmon ASA 1992 yılında kurulmuştur. Şirketin faaliyet alanı taze, kurutulmuş veya dondurulmuş balık ve deniz ürünlerinin toptan satışı ve dağıtımıdır.	Norveç	1.018	25,5x	34,7x	2,2x
STI Foods Holdings Inc	STI Foods Holdings, Inc. Su ürünleri üreticisi ve dağıtıcısıdır. Şirket midye, uskumru ızgara, ahtapot, havyar ve diğer ürünleri üretmektedir. STI Foods Holdings, ürünlerini Japonya genelinde pazarlamaktadır.	Japonya	105	6,3x	15,8x	2,7x
Leroy Seafood	Leroy Seafood Group ASA, deniz ürünleri tedarik etmekte ve ihraç etmektedir. Şirket somon, fiyort alabalığı, morina, saithe, ringa balığı, kabuklu deniz ürünleri ve diğer deniz ürünleri sunmaktadır. Leroy Seafood Group, müşterilerine dünya çapında hizmet vermektedir.	Norveç	3.747	8,2x	12,2x	1,9x

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Thai Union Group	Thai Union Group Public Company Limited, dondurulmuş ve konserve deniz ürünleri tedarik etmektedir. Şirket ton balığı, sardalye, uskumru, ringa balığı ve somon gibi deniz ürünleri sunmaktadır. Thai Union Group, dünya çapındaki müşterilere hizmet vermektedir.	Tayland	2.073	10,9x	10,6x	1,2x
Austevoll Seafood ASA	Austevoll Seafood ASA, Norveç'te somon ve diğer okyanus balıkları için balık çiftlikleri işletmektedir.	Norveç	2.011	6,0x	8,6x	0,8x
Kyokuyo Co., Ltd.	KYOKUYO CO., LTD. deniz ürünleri ve tuzlu balık dağıtım faaliyetlerini yürütmektedir. Şirket, palamut, ton balığı ve diğer balık ürünlerinin satışını gerçekleştirmektedir. Kyokuyo ayrıca konserve deniz ürünleri ve dondurulmuş gıdalar da üretmektedir.	Japonya	273	10,5x	7,4x	0,9x
Camanchaca SA	Cia Pesquera Camanchaca SA, deniz ürünleri üretir ve işler. Şirketin ürünleri tarak, somon, deniz kulağı ve uskumru içerir. Cia Pesquera Camanchaca SA, ulusal ve uluslararası pazarlar için deniz ürünleri üretmektedir.	Şili	242	4,2x	5,1x	0,7x
Blumar SA	Blumar S.A. balıkları yakalar ve işler. Şirket, konserve sardalye (yağ ve domates ile paketlenmiş), kurutulmuş ve tuzlanmış hamsi, balık yağı, balık unu ve dondurulmuş balık üretmektedir.	Şili	384	4,4x	5,6x	0,9x
SalMar ASA	Salmar ASA, somon balığı üreten balıkçılar işletmektedir. Şirket, çok çeşitli balık ve kabuklu deniz hayvanlarının deniz çiftliği, işlenmesi ve ticaretine odaklanmaktadır.	Norveç	7.145	13,4x	18,2x	4,5x
Medyan (aykırı değerler elenmiş)				7,3x	8,0x	0,9x
<i>Maksimum</i>				<i>10,7x</i>	<i>17,0x</i>	<i>2,1x</i>

Buna göre, Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Yurt dışı Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
FD / FAVÖK Çarpanı (x)		7,3
FAVÖK (TL)		122.417.967
Firma Değeri (TL)		888.083.525
Net Borç / (Net Nakit)		119.714.484
Özsermaye Değeri (TL)		768.369.041
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	20%	153.673.808
F / K Çarpanı (x)		8,0
Net Kar (TL)		39.463.589
Özsermaye Değeri (TL)		316.635.388
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	40%	126.654.155
PP / DD Çarpanı (x)		0,9
Özkaynaklar (TL)		120.671.385
Özsermaye Değeri (TL)		108.825.909
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	40%	43.530.364
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	100%	323.858.327

Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmamaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: Bloomberg Terminali (15.09.2022)

5.2.2 Yurt İçi Gıda Endeksi Şirketleri Çarpan Değerleri

Yurt içi benzer şirket çarpanı hesaplamasında BİST Gıda Endeksinde faaliyet gösteren gıda şirketlerinden içecek ve şeker alt sektörlerinde faaliyet gösteren firmaların tamamı elenerek seçilen benzer firmaların verilerinden yararlanılmıştır. Dikkate alınan çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar ($\leq 0x$) ile en yüksek dördtebir (quartile) dilimde olan veriler aykırı değer olarak değerlendirilmiştir ve medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Aşağıda detayları verilen söz konusu şirketlerin FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanlarının ayrı ayrı medyanı alınmış ve muhafazakar bakış açısı dahilinde yurtdışı benzer şirket çarpanlarında da olduğu gibi bu çarpanlar içinde en yüksek özkaynak değeri sonucunu veren FD/FAVÖK çarpanına %20, diğer iki çarpan olan F/K ve PD/DD çarpanlarına ise %40'ar ağırlık verilerek yurt içi benzer şirketler çarpanı üzerinden özkaynak değeri hesaplanmıştır.



 Gedik Yatırım

 Menkul Değerler A.Ş.

Seçilmiş Firmalar	FD / FAVÖK	F / K	PD / DD
A.V.O.D. Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.	11,0	18,1	2,4
Banvit Bandırma Vitaminli Yem Sanayii A.Ş.	11,7	157,7	5,7
Dardanel Önentaş Gıda Sanayi A.Ş.	16,8	67,2	2,7
Fade Gıda Yatırım Sanayi Ticaret A.Ş.	47,3	5,6	2,1
Frijo-Pak Gıda Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	6,8	27,4	2,5
Kereviş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	4,5	9,1	2,6
Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	9,3	13,9	2,3
Konfrut Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	12,0	13,6	5,7
Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	20,5	249,6	1,9
Oylum Sınai Yatırımlar A.Ş.	24,2	24,3	2,4
Penguen Gıda Sanayi A.Ş.	9,3	20,6	2,0
Pınar Entegre Et ve Un Sanayii A.Ş.	12,3	9,1	1,3
Selçuk Gıda Endüstri İhracat İthalat A.Ş.	M.D.	12,0	2,3
Selva Gıda Sanayi A.Ş.	15,1	79,5	3,2
Tat Gıda Sanayi A.Ş.	13,3	12,3	3,0
Tetamat Gıda Yatırımları A.Ş.	M.D.	M.D.	29,7
Tukaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	9,9	9,2	5,0
Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret A.Ş.	5,2	6,5	2,9
Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.	5,0	M.D.	2,5
Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş.	M.D.	7,2	2,0
Yayla Agro Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	8,0	9,3	4,5
Medyan (aykırı değerler elenmiş)	9,3x	10,6x	2,4x
<i>Maksimum</i>	<i>14,7x</i>	<i>25,9x</i>	<i>3,2x</i>

Buna göre, Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Yurt İçi Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
FD / FAVÖK Çarpanı (x)		9,3
FAVÖK (TL)		122.417.967
Firma Değeri (TL)		1.139.749.631
Net Borç / (Net Nakit)		119.714.484
Özsermaye Değeri (TL)		1.020.035.147
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	20%	204.007.029
F / K Çarpanı (x)		10,6
Net Kar (TL)		39.463.589
Özsermaye Değeri (TL)		419.502.247
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	40%	167.800.899
PP / DD Çarpanı (x)		2,4
Özkaynaklar (TL)		120.671.385
Özsermaye Değeri (TL)		291.632.989
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	40%	116.653.196
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	100%	488.461.124

Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmamaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: Finnet (15.09.2022)

5.2.3 Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Yurt dışı benzer ve yurt içi BIST Gıda Endeksi seçilmiş şirketlerin FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanlarının medyanına göre hesaplanan özsermaye değerleri aşağıdaki ağırlıklandırmaya göre hesaplanmıştır. Çalışmanın geneline hakim muhafazakar bakış açısı ile FD/Satışlar çarpanı hesaplanmış olmasına rağmen diğer çarpanlara göre yüksek değer


Menkul Değerler A.Ş.

vermesi ve özkaynak değerini yükseltici etkisinden dolayı %0 oranında ağırlıklandırılmıştır. Ayrıca, analiz sonuçlarında FD/FAVÖK çarpanının diğer kullanılan F/K ve PD/DD çarpanlarına kıyasla daha yüksek özkaynak değeri vermesi nedeniyle F/K ve PD/DD çarpanlarının yarısı kadar ağırlıklandırılmış olup, FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanlarının ağırlığı sırasıyla %20, %40 ve %40 olarak dikkate alınmıştır. Şirket'in iş modeliyle tam uyumlu yurt içi benzer şirketlerin bulunmaması ve esas olarak Şirket'in yüksek ihracat faaliyetleri dikkate alınarak yurt dışı benzer şirketlerin çarpan analizi sonucu %50 ağırlıklandırılmıştır. Bu sayede, hem Şirket'in iş modeliyle uyumlu benzer şirketlerin, hem de yurt içi BİST yatırımcılarının bakış açısını yansıtacak ve Şirket'in faaliyet alanına benzer şirketlerinin etkisi gözetilmiştir. Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış özsermaye değeri çarpan analizine göre 406.159.726 TL olarak hesaplanmıştır. Bu analize göre pay başına değer 10,2 TL'ye tekabül etmektedir.

Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
Yurt İçi Benzer Şirket Medyanı		
Özsermaye Değeri		244.230.562
Pay Başına Değer	50%	6,1
Yurt Dışı Benzer Şirket Medyanı		
Özsermaye Değeri		161.929.164
Pay Başına Değer	50%	4,0
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		406.159.726
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		10,2

5.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

5.3.1 Varsayımlar

İNA Analizi, bir şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemi olup bu serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve nakit pozisyonun da eklenmesi ile oluşan değeri, şirketin özsermaye değeri olarak kabul eder.

İNA metodunda 10 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ve Gedik Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2022-2032 yılları için projekte edilmiştir.

Değerleme modelinde kullanılan Türkiye enflasyon ve USD/TL-EUR/TL kur tahminleri 2022-2026 yılları için aşağıdaki tabloda paylaşılan Gedik Yatırım Ekonomik Araştırmalar verilerine dayanmaktadır. 2027-2032 yılları için ise Türkiye-Avrupa bölge enflasyon farkına göre EUR/TL ortalama kuru hesaplanmıştır.

Avrupa bölgesi enflasyon tahmininde Uluslararası Para Fonu (IMF) verileri dikkate alınmıştır.

Makro Veriler (Gedik Yatırım)	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
USD/TL Ortalama	16,90	23,75	24,65	27,63	30,36
EUR/TL Ortalama	17,76	25,42	26,62	29,84	32,92
TR TÜFE Yılsunu	77,0%	35,0%	14,5%	10,5%	9,5%
TR TÜFE Ortalama	74,9%	57,2%	15,1%	12,0%	9,9%

5.3.2 Gelir Tablosu Projeksiyonu

Satışların Projeksiyonu

Şirket'in satış projeksiyonları miktar (tonaj) ve fiyat bazında mevcut yurt içi ve yurt dışı müşterilerdeki satış potansiyeli dikkate alınarak yapılmıştır. Güncel EUR balık satış fiyatlarının 2022 yılının ikinci yarısında artmayacağı varsayılarak ortalama balık satış fiyatları 2022 yılının ikinci yarısında artırılmamış ve gerçekleşen fiyatların projeksiyon dönemi boyunca aynen devam edeceği kabul edilmiş, 2023 yılında Avrupa bölge enflasyonu kadar artacağı ve sonrasında ise EUR bazında sabit kalacağı öngörülmüştür. Her ne kadar kapasite artışı gündemde olsa da muhafazakar bakış açısıyla, Şirket'in ilave lisans ve kapasite artışları yapmayacağı, mamul balık satış miktarlarının 2022-2024 yılları arasında kafes sayılarındaki artış kaynaklı olarak sınırlı olarak artacağı, sonraki yıllarda ise sabit kalacağı varsayılmıştır. Öte yandan, Şirket'in sahip olduğu yetiştiricilik belgelerinin balık üretim faaliyetlerine herhangi bir ara verilmeden yenileceği varsayılmıştır. Projeksiyon döneminde mamul balık satışları miktar ve EUR fiyat üzerinden hesaplanarak ilgili dönemler için EUR/TL kur tahminlerine göre TL'ye çevrilmiştir. Satış projeksiyonları yıllık bazda ve

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

2022-2032 yılları için aşağıdaki şekilde tahmin edilmiştir.

Satış Projeksiyonu (TL)	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net Satışlar	841.225.256	1.305.145.788	1.409.483.422	1.580.086.684	1.743.183.262	1.879.453.549	2.026.515.648	2.185.042.092	2.355.969.444	2.640.267.779	2.738.963.056
% Büyüme	92,1%	55,1%	8,0%	12,1%	10,3%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Balık Satışları	623.445.613	977.831.448	1.066.703.136	1.195.616.421	1.319.248.616	1.422.378.557	1.533.675.788	1.653.649.286	1.783.007.843	1.922.485.618	2.072.874.197
Hacim (kg)	6.900.000	7.200.000	7.500.000	7.500.000	7.500.000	7.500.000	7.500.000	7.500.000	7.500.000	7.500.000	7.500.000
Ortalama Fiyat (EUR)	5,1	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Diğer Satışlar	217.779.643	327.314.340	342.780.286	384.270.263	423.934.647	457.074.993	492.839.860	531.392.807	572.961.602	617.782.161	666.108.859

Satışların Maliyeti Projeksiyonu

Şirket'in brüt kar marjı hesaplanırken, Canlı Varlıklar Gerçeğe Uygun Değer Farklarının pozitif etkisi dikkate alınmamıştır. 2022 yılı için brüt kar marjının tarihsel ortalamalara yakın %23,0 olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır. 2022 yılı ilk altı aylık dönemde %26,9 olarak gerçekleşen brüt kar marjının ABD Dolarının Euroya karşı değer kazanması sonucu yılın ikinci yarısında daralacağı öngörülmektedir. Şirket'in satışları EUR bazlı iken maliyetlerinin dolar bazlı olması pariteden olumsuz etkilenmesine neden olmaktadır. Öte yandan, ileriki yıllarda EUR bazındaki mamul satış fiyatı ve satış miktarı değişmediği varsayımlarına ve maliyet enflasyonuna bağlı olarak brüt kar marjının projeksiyon döneminde %22,4-23,1 bandında gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Faaliyet Giderleri Projeksiyonu

Şirket'in faaliyet giderlerinin satışlara oranı geçmiş yıllarda %6,9-%7,3 arasında seyretmiştir. 2022 yılında operasyonel maliyetlerdeki artışa paralel satışlara oranı %8,2'ye yükseltilmiştir. İleriki yıllardaki EUR fiyatların ve satış miktarların sabit kalacağı öngörüsüyle maliyet enflasyonuna bağlı olarak faaliyet giderlerinin satışlardaki oranının 2022-2032 arasında %8,2-8,4 bandında gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Gelir Tablosu Projeksiyonu Sonuçları

Sayımsal Gelir Tablosu (Kalem) (TL)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net Satışlar	260.976.383	242.587.050	437.944.341	841.225.256	1.306.146.788	1.409.483.422	1.580.086.684	1.743.183.262	1.879.453.549	2.026.515.648	2.185.042.092	2.355.969.444	2.640.267.779	2.738.963.056
% Büyüme		-7,0%	80,5%	92,1%	55,1%	8,0%	12,1%	10,3%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Satışların Maliyeti	216.751.786	192.024.409	325.333.393	647.558.776	1.033.856.743	1.096.491.475	1.218.672.745	1.345.147.716	1.451.738.851	1.566.447.813	1.690.793.592	1.825.009.272	1.969.801.959	2.125.967.197
Brüt Kar	44.224.597	50.562.641	112.610.948	193.666.480	301.290.046	322.991.948	361.413.939	398.035.547	427.714.699	460.067.835	494.248.501	530.960.173	570.465.820	613.015.859
% Brüt marj (Gedik öngörüsü)	16,9%	20,8%	25,7%	23,0%	23,1%	22,9%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%
Faaliyet Giderleri	18.082.050	15.115.460	31.961.708	66.961.449	106.776.727	115.992.437	130.220.965	143.853.376	155.511.526	168.093.510	181.685.357	196.437.159	212.387.555	229.599.933
% Büyüme		-16,4%	111,5%	115,8%	64,8%	8,6%	12,3%	10,5%	8,1%	8,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
% Satışlara Oran	6,9%	6,2%	7,3%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
FAVÖK	28.717.810	38.193.277	83.953.122	128.993.139	201.344.289	215.619.238	241.761.394	266.842.966	286.936.479	308.549.259	331.762.337	356.699.513	383.486.535	412.289.087
FAVÖK Marjı	11,0%	15,7%	19,2%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%	15,5%

Şirket'in 2019-2021 arası net satışları ve FAVÖK'ünün yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) TL bazda sırasıyla %29,5 ve %71,0 iken 2022-2032 yılları arası net satışları ve FAVÖK'ünün YBBO'sunun TL bazda sırasıyla %12,5 ve %12,2 olacağı tahmin edilmiştir. Şirket'in FAVÖK marjının 2022 yılında %15,5 olacağı ve projeksiyon dönemi boyunca sınırlı da olsa daralacağı varsayılmıştır. Bu doğrultuda, Şirket'in FAVÖK marjının da projeksiyon dönemindeki tarihi ortalamalara yakın olan %15,1-15,5 bandında gerçekleşeceği öngörülmüştür.

5.3.3 İşletme Sermayesi İhtiyacı

İşletme sermayesinde gözlemlenen değişiklikler ve projeksiyon dönemine ilişkin beklentiler aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

İşletme Sermayesi Tablosu (TL)	2019	2020	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Ticari Alacaklar	24.998.412	23.556.273	34.598.956	74.611.061	115.757.714	125.011.786	140.143.105	154.608.712	166.694.977	179.738.402	193.798.639	208.958.754	225.304.785	242.929.503
Stoklar + Canlı Varlıklar	160.431.344	180.710.208	343.557.458	409.420.403	694.978.535	879.693.786	970.077.973	1.078.927.796	1.177.008.574	1.270.137.883	1.370.736.845	1.479.548.783	1.596.963.355	1.726.614.919
Ticari Borçlar	83.966.531	113.179.254	226.271.304	244.384.786	414.835.654	525.092.064	579.049.683	644.016.608	702.561.442	758.150.724	818.199.898	883.148.984	953.234.244	1.028.833.103
İşletme Sermayesi	109.443.225	100.887.227	151.875.110	239.646.678	385.908.595	479.512.567	531.177.426	598.519.902	641.142.108	691.725.561	746.337.516	805.338.552	869.933.896	937.711.319
Değişim	(9.355.698)	61.787.883	67.481.348	156.253.917	83.711.973	51.564.858	58.342.477	51.622.207	50.583.453	54.612.055	59.020.936	63.675.344	68.677.423	
Ortalama Tahsilat Süresi (gün)	35	35	29	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Ortalama Stokta Kalma Süresi (gün)	284	281	299	307	307	307	307	307	307	307	307	307	307	307
Ortalama Borç Ödeme Süresi (gün)	159	187	190	183	183	183	183	183	183	183	183	183	183	183
Nakit Dönüşüm Süresi (gün)	160	206	138	156	156	156	156	156	156	156	156	156	156	156

İşletme Sermayesi 10 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket'in özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarına göre, son 3 yıllık (2019-2020-2021) ve 30.06.2022 itibarıyla nakit dönüşüm süresi 124 ile 209 gün

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

arasında değişiklik göstermiştir. 2021 yılsonunda ve 30.06.2022 itibarıyla nakit dönüşüm süresi sırasıyla 138 gün ve 124 gün olarak gerçekleşmiş olmasına rağmen, muhafazakar bir yaklaşımla son 3 yıl ile 30.06.2022 itibarıyla gerçekleşen alacak devir hızı, borç devir hızı ve stok devir hızlarının ortalamasının devam edeceği varsayılmış olup, projeksiyon döneminde nakit dönüşüm süresi 156 gün olarak hesaplanmış ve aynı seviyede devam edeceği öngörülmüştür. Dönen varlıklar altında bulunan canlı varlıklar tutarı da işletme sermayesi hesabına stoklar olarak dahil edilmiştir. Sonuç olarak net işletme sermayesi değişimi projeksiyon dönemi boyunca hesaplanarak İNA tablosunda kullanılacak ticari işletme sermayesi ihtiyacı yıllık olarak belirlenmiştir.

5.3.4 Yatırım Harcamaları ve Amortisman

Şirket, projeksiyon dönemi boyunca öngördüğü satış hasılatına ulaşmak için 2022-2032 yıllarında yeni ağ kafesler ve benzeri ekipman alımı, yenileme ve bakım onarımı yatırımları öngörmüştür. Aynı yıllar için mevcut ruhsat ile faaliyetlere devam edileceği öngörülmüş olup kapasite artışı yatırımı öngörülmemiştir. Şirket'in 2022 yılı için tahmini yatırım tutarı 0.9 milyon EUR olup, satışların yaklaşık %2'sine tekabül etmektedir. Söz konusu yatırım oranının 2022-2032 döneminde benzer şekilde devam edeceği varsayılmıştır.

Yatırım Harcamaları (TL)	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T	2032 T
Satış Gelirleri	841.226.256	1.305.145.788	1.409.483.422	1.580.086.684	1.743.183.262	1.879.453.549	2.026.515.648	2.185.042.062	2.355.969.444	2.540.267.779	2.738.983.056
Yatırım Harcamaları	15.345.264	23.807.900	25.711.181	28.823.262	31.798.388	34.284.171	36.966.814	39.858.584	42.976.566	46.338.456	49.963.333

Şirket'in mevcut maddi ve maddi olmayan varlıklarının projeksiyon döneminde tükenecek yıllık amortismanlarına yeni yatırım harcamalarının projeksiyon döneminde mevcut amortisman oranı ile tükenmeye tabi yıllık amortismanları ilave edilerek projeksiyon dönemi boyunca yıllık amortisman giderleri hesaplanmıştır.

Amortisman (TL)	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T	2032 T
Mevcut Amortisman	4.217.888	4.140.281	4.065.908	4.084.419	3.908.654	3.590.893	2.763.953	2.678.364	2.678.364	2.678.364	2.627.633
Yeni Yatırımlar Amortismanı	1.070.221	2.730.650	4.523.819	6.534.033	8.751.740	11.142.813	13.720.981	16.500.829	19.498.134	22.729.907	26.214.488
Toplam Amortisman	5.288.109	6.870.931	8.589.727	10.618.452	12.660.394	14.733.706	16.484.934	19.179.193	22.176.498	25.408.271	28.842.121

5.3.5 Net Finansal Borç veya Net Nakit

Şirket'in 30.06.2022 itibarıyla net finansal borcu 119.714.484 TL'dir.

Borçlülük (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Nakit ve Nakit Benzerleri	7.730.968	3.845.575	5.641.762	22.210.016
Toplam Finansal Borçlar	97.765.952	110.464.868	102.197.992	141.924.500
Net Borç veya (Net Nakit)	90.034.984	106.619.293	96.556.230	119.714.484

5.3.6 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Şirkete ait ilerleyen dönemler içerisinde oluşacağı tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM değerleri ve ilgili açıklamalarına aşağıdaki tabloda verilmiştir.

AOSM	2022 T	2023 T +
Risksiz Getiri Oranı	17,7%	17,7%
Şirket Risk Primi	2,0%	2,0%
Beta	1	1
Piyasa Risk Primi	6,0%	6,0%
Özkaynak Maliyeti	25,7%	25,7%
Borç Maliyeti	43,0%	26,8%
Borç Maliyeti (1 – Vergi)	33,1%	21,4%
Hedef Borç Ağırlığı	55%	55%
Özkaynak Ağırlığı	45%	45%
AOSM	29,7%	23,4%

Kaynak: Gedik Yatırım varsayımları, Bloomberg Terminali

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında;

- 30.06.2022 tarihli bilançoda yer alan Finansal Borç / (Finansal Borç + Özsermaye) oranı %55 kullanılmıştır.
- Risksiz getiri oranında, Türkiye 10 yıllık TL TRT280432T14 kodlu tahvilin ihracatından değerlendirme tarihi itibarıyla


Wenkul Değerler A.Ş.

ortalaması olan %17,7 dikkate alınmıştır.

- Şirket canlı hayvan yetiştiriciliği üzerine faaliyet göstermesinden kaynaklı olarak ek %2 risk primi hesaplama dahil edilmiştir.
- Standart modelde kullanılan ve sistematik riski ölçtüğü varsayılan Beta, geçmiş belirli bir periyot için hisse senedi getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansının, borsa getirisinin varyansına bölünmesiyle istatistiki olarak hesaplanmaktadır. Borsa endeksinin oluşturduğu tüm hisse senetlerinin getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansı, borsa endeksinin varyansına eşit olduğundan, borsa endeksinin betası da Varyans/Varyans=1 olarak hesaplanmaktadır. Pratikte alternatif yaklaşımlar kurgulanabilmekte birlikte, Şirket'in hisseleri henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan ve bu sebeple istatistiki olarak hisseye özgü standart Beta hesabı yapılamayacağından, değerlendirilmesinde Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- Pay piyasası risk primi olarak %6 kullanılmıştır. Bu oran, %5,5-6 seviyesindeki gelişmiş pazarlarda kullanılan oranlara göre muhafazakar bir bakış açısıyla dikkate alınmıştır.
- Borçlanma maliyeti, Şirket'in 30.06.2022 denetim raporunda açıklanan TL kısa vadeli borçlar için %7,5 ile %43, TL cinsi uzun vadeli borçlar için ise %7,5 ile %26,8 aralığındadır. Son dönemde artan borçlanma maliyeti değerlendirilerek vergi öncesi borçlanma maliyeti 2022 yılı için %43, 2023 ve sonrası için ise %26,8 olarak alınmıştır. Vergi oranı 2022'de %23 olup, söz konusu kurumlar vergisi oranı İNA analizinde dikkate alınmış ancak uzun vadeli projeksiyon dönemini kapsayan AOSM hesaplamasında muhafazakar bakış açısıyla kurumlar vergisi oranı %20 olarak korunmuştur.
- AOSM hesaplamasında kullanılan ve yukarıda açıklanan oranların değişmeyeceği varsayılmıştır.

Böylelikle, Şirket'in ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti çalışmanın tamamına hakim olan muhafazakar bakış açısıyla 2022 yılı için %29,7, 2023 yılı ve sonrası için %23,4 olarak hesaplanmıştır.

5.3.7 İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülerini ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir.

Şirkete ait toplam serbest nakit akımları aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere, uç değer için ise uç değer büyüme oranı enflasyon oranlarındaki düşüş beklentisi de dikkate alınarak 2032 sonrasındaki dönem için %3,9 (yuvarlamadan kaynaklı olarak tabloda %4 gözükmemektedir) kullanılarak hesaplanmıştır. 2022 yılı için değerlemenin yapıldığı tarihten yılsonuna kadar olan serbest nakit akış dikkate alınmış olup, AOSM de 2022 yılı için aynı kıst esasıyla dikkate alınmıştır. Şirkete ait toplam serbest nakit akışlar ve uç değer, 2022 yılı için %29,7, 2023 ve sonraki dönemler için %23,4 AOSM ile değerlendirilmesine indirgenmiş ve net finansal borç düşülerek özsermaye değeri 362.684.373 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer ise 9,1 TL'ye tekabül etmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları - TL	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2031 T	2032 T
Satış Gelirleri	841.225.266	1.305.145.788	1.409.483.422	1.580.086.684	1.743.183.262	1.879.453.549	2.026.515.648	2.185.042.082	2.355.969.444	2.540.267.779	2.738.983.056
Satış Gelirleri Büyüme Oranı (%)	92,1%	55,7%	8,0%	12,1%	10,3%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Satılan Mal Maliyeti	647.558.776	1.003.895.743	1.066.491.475	1.218.672.745	1.345.147.715	1.451.738.661	1.566.447.813	1.690.793.592	1.825.009.272	1.969.901.959	2.125.967.197
Brüt Kar	193.666.480	301.250.045	322.991.948	361.413.939	398.036.547	427.714.889	460.067.835	494.248.501	530.960.173	570.465.820	613.015.859
Brüt Kar Marj (%)	23,0%	23,1%	22,9%	22,9%	22,8%	22,8%	22,7%	22,6%	22,5%	22,5%	22,4%
Faaliyet Karı	124.705.030	194.473.313	206.999.511	231.192.943	254.182.171	272.202.773	292.054.326	312.683.144	334.625.014	358.078.265	383.415.966
Faaliyet Kar Marj (%)	14,8%	14,9%	14,7%	14,6%	14,6%	14,5%	14,4%	14,3%	14,2%	14,1%	14,0%
Amortisman	5.288.109	6.870.931	8.619.727	10.568.452	12.690.394	14.733.706	16.484.934	19.179.193	22.176.498	25.408.271	28.842.121
FAVÖK	129.593.189	201.344.249	218.619.238	241.761.394	266.842.566	286.936.479	308.549.259	331.762.337	356.699.513	383.488.535	412.258.087
FAVÖK Marj (%)	15,5%	15,4%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,2%	15,2%	15,1%	15,1%	15,1%
Vergi Oranı	23%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
- Vergi	28.682.157	38.894.664	41.399.902	46.238.589	50.836.434	54.440.555	58.412.865	62.516.629	66.904.603	71.615.653	76.683.193
- Yatırım Harcamaları	15.345.264	23.807.900	25.711.181	28.823.252	31.798.388	34.284.171	36.966.814	39.858.584	42.978.566	46.338.456	49.963.333
+/- İşletme Sermayesi Değişimi	67.771.568	156.253.917	83.711.973	51.564.858	58.342.477	51.622.207	50.683.483	54.612.055	58.020.336	63.675.344	68.677.423
Firma Serbest Nakit Akışları	-1.806.850	-17.612.221	64.796.182	115.134.697	125.865.266	146.589.547	162.586.127	174.778.069	187.737.407	201.857.082	216.934.137
Firma Serbest Nakit Akışları Marj (%)	-0,2%	-1,3%	4,6%	7,3%	7,2%	7,8%	8,0%	8,0%	8,0%	7,9%	7,9%
AOSM	26,7%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	-1.671.924	-13.414.641	40.091.419	57.509.423	51.045.154	48.186.120	43.316.638	37.740.883	32.868.772	28.635.133	24.942.756
Σ İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	349.258.733										
Uç Değer Büyüme Oranı (%)	4%										
İndirgenmiş Uç Değer	133.140.124										
Firma Değeri	482.398.857										
+ Nakit	22.210.016										
- Borç	141.924.500										
Özkaynak Değeri	362.684.373										
Pay Değeri	9,1										

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

5.4 Sonuç

Şirket'in değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 384.422.049 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 40.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri **9,61 TL** olarak hesaplanmıştır. %20 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 307.537.639 TL, pay başına değer ise virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanarak **7,69 TL** olarak hesaplanmıştır. Tamamı sermaye artırımını yoluyla halka arz edilecek nominal payların toplamı 20.000.000 TL'dir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 153.800.000 TL olup, halka açıklık oranı %33,3 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesi 60.000.000 TL, özsermaye değeri ise 461.400.000 TL'ye tekabül etmektedir.

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	50%	362.684.373
Piyasa Yaklaşımı - Yurt içi Benzer Şirket Çarpanları	25%	488.461.124
Piyasa Yaklaşımı - Yurt dışı Benzer Şirket Çarpanları	25%	323.858.327
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	100%	384.422.049
Pay Adedi		40.000.000
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri		9,61 TL

Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL)	30.06.2022 – Son 12 Ay
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	384.422.049
Halka Arz İskontosu	20%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri	307.537.639
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	40.000.000
Halka Arz Pay Başına Değer	7,69
Sermaye Artırım Oranı	50,00%
Sermaye Artırımı (Pay Adedi)	20.000.000
Sermaye Artırımı (TL Tutar)	153.800.000
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	20.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	153.800.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	461.400.000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	60.000.000
Halka Açıklık Oranı	33,33%

* Halka Arz Pay Başına Değer virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanmıştır.

Ekler

Ek-1: Sorumluluk Beyanı

Ek-2: Fiyat Tespit Raporu Hazırlanabileceğine İlişkin Beyan

Ek-3: Lisans Belgeleri



 Gedik Yatırım
 Mankul Değerler A.Ş.

Ek-1: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

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

16.09.2022

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 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, İzahnamenin bir parçası olan 16.09.2022 tarih 2022/02 sayılı Özsu Balık Üretim Anonim Şirketi için hazırlanan 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,

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Ersan AKPINAR
Genel Müdür



Gökhan TOSUN
Yönetim Kurulu Üyesi

Ek-2: Fiyat Tespit Raporu Hazırlanabileceğine İlişkin Beyan

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

16.09.2022**Fiyat Tespit Raporu Hazırlanabileceğine İlişkin Beyan**

VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin üçüncü fıkrası ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.11.2021 tarih ve 59/1669 sayılı kararı kapsamında, son on iki ay içerisinde konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmadığımız ve halka açılan ortaklıkların Kurulunuzun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili tarafımız konumunda olmadığı asgari iki halka arza ilişkin fiyat tespit raporlarının değerlendirdiği analist raporlarını hazırlamış olduğumuzu ve bu raporların anılan maddenin ikinci fıkrasında yer alan esaslar çerçevesinde ilan ettiğimizi beyan ederiz.

Aracı Kurumumuzca hazırlanan ve kamuya ilan edilen son iki analist raporuna ilişkin bilgiler aşağıda yer almaktadır;

Halka Açılan Ortaklığın Ticaret Unvanı	Aracı Kurumumuzca Hazırlanan Analist Raporunun KAP'ta Yayınlanma Tarihi
Aztek Teknoloji Ürünleri Ticaret A.Ş.	09.08.2022 / 14:56
Hidropar Hareket Kontrol Teknolojileri Merkezi San. ve Tic. A.Ş.	09.08.2022 / 14:56

Saygılarımızla,

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Ersan AKPINAR
Genel Müdür


Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Gökhan TOSUN
Yönetim Kurulu Üyesi

Ek-3: Lisans Belgeleri**Seda Demirelli Küçükmeral****SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:**<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/LicenceDetail?employeeLicenceGuid=6EAF2DC5-C6F9-429F-A404-21719C4E7ED3>**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, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	31.07.2014	207205	AKTİF LİSANS

SEDA DEMİRELLİ KÜÇÜKMERAL, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)**Recep Bozkurt****SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:**<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/424F1398-EA31-4920-BF53-B172B59EDC46>**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, sicil ve eğitim kuruluştur.

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 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

İsmail Ay**SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:**<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/LicenceDetail?employeeLicenceGuid=9C8A2195-1DA2-46C5-99E8-9D812C7152A8>**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, sicil ve eğitim kurulusudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	8.07.2021	917085	AKTİF LİSANS

İSMAİL AY, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.**Rozet Hakkında:**

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne bir 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabzmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin <https://www.spl.com.tr>