

Hisse Verileri

Bloomberg Hisse Kodu	OFSYM
Mevcut Fiyat (TL)	47.20
Hedef Fiyat (TL)	70.80
Getiri Potansiyeli (%)	50%
Son 12 Ay Hisse Fiyat Aralığı (TL)	32.62 48.64
3 Aylık Ortalama Hacim (mln TL)	56
Sermaye (mln TL)	146
Pazar	Yıldız Pazar

Hisse Verileri (mln TL)

Piyasa Değeri	6,903
Hedeflenen Piyasa Değeri	10,361
Net Borç	1,304
Firma Değeri	8,351

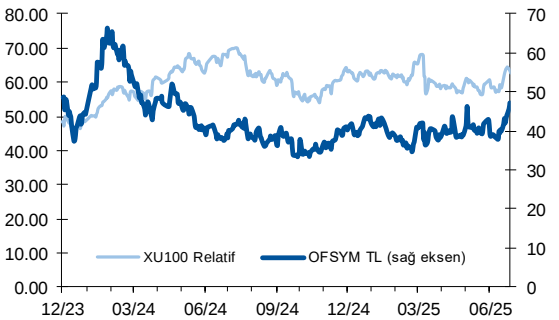
Hisse Performansı	1 Ay	3 Ay	12 Ay	YBB
Nominal Getiri	12%	25%	23%	13%
BIST100 Rölatif Getiri	19%	18%	33%	11%

Özet Veriler (mln TL)	2024	2025T	2026T	2027T
Satış Gelirleri	15,873	19,946	25,567	35,517
FAVÖK	1,537	1,759	2,277	3,191
Net Kar	357	476	627	1,022
Hisse Başı Kar	2.74	3.26	4.29	6.99

FAVÖK Marjı	9.7%	8.8%	8.9%	9.0%
Net Kar Marjı	2.2%	2.4%	2.5%	2.9%

Tahminler ve Rasyolar	2024	2025T	2026T	2027T
FD/Ciro	0.5x	0.4x	0.3x	0.2x
FD/FAVÖK	5.0x	4.7x	3.7x	2.6x
F/K	17.9x	14.5x	11.0x	6.8x
PD/DD	2.0x	1.8x	1.5x	1.2x
Net Borç/FAVÖK	0.9x	0.8x	0.8x	0.8x

Hisse Performansı



Kaynak: Rasyonet, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Fiyatlar 08 Temmuz 2025 tarihi itibarıyla.

Ortaklık Yapısı	Sermayede Pay (%)
GALİP YEŞİLBAŞ	20.4%
SALİH YEŞİLBAŞ	16.0%
AGAH MAMALOĞLU	14.7%
OFİS HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ	13.3%
BEKİR TAŞKALDIRAN	11.1%
SELİM YEŞİLBAŞ	8.0%
Diğer	16.5%

Strateji ve Araştırma

DenizbankYatirimHizmetleriGrubuStratejiVeArastirma@denizbank.com

Ofis Yem (OFSYM TI)

Bölgesel üretim, ulusal yayılım

AL – Hedef Fiyat: 70,80 TL (12-ay)

Ofis Yem'i (i) yaygın üretim ve dağıtım altyapısı (ii) entegre enerji, depolama ve dağıtım sistemine sahip iş modeli (iii) artan kapasite ile güçlenen üretim ölçeği (iv) yatırımlarla desteklenen maliyet yönetimi gerekçeleriyle beğeniyoruz.

Tüm bu gelişmeler doğrultusunda, takip listesi çeşitliliğimizi de gözetererek, Ofis Yem'i Araştırma kapsamımıza dahil etmeye ve uzun vadede takip etmeye karar verdik. Ofis Yem için 12-aylık hedef fiyatımızı 70,80 TL olarak belirlerken, tavsiyemizi AL olarak paylaşıyoruz. 2026 tahminlerimize göre hisse 11,0x F/K ve 3,7x FD/FAVÖK çarpanlarından işlem görmektedir. OFSYM, yıl başından bu yana, son kapanış fiyatı bazında, BIST 100 Endeksi'nin %11 üzerinde performans sergilemiştir.

- Üretimde %30'a yakın kapasite artışı.** Ofis Yem, 2024 yılında devreye aldığı Adana Fabrikası ile toplam üretim kapasitesini 250 ton/saat seviyesine çıkarmıştır. 2027 yılında devreye alınması planlanan Samsun Fabrikası yatırımıyla birlikte bu kapasitenin 320 ton/saate yükselmesi hedeflenmektedir. Devam eden yatırım süreci, yalnızca fiziksel kapasite artışıyla sınırlı kalmayıp, Şirket'in coğrafi erişimini, lojistik verimliliğini ve operasyonel entegrasyonunu da güçlendiren yapısal bir dönüşüm niteliği taşımaktadır.
- Lojistik ve depolama gücü.** Ofis Yem'in entegre operasyon modelinde önemli bir bileşen olan lisanslı depoculuk (LİDAŞ) yatırımı, üretim süreciyle lojistik arasında stratejik bir köprü kurmaktadır. Şirket'in, 2030 yılına kadar planladığı 90.000 tonluk lisanslı depolama kapasitesi, hammadde tedarikinde fiyat oynaklığına karşı koruma sağlarken, operasyonel sürekliliği destekleyecek önemli bir yatırımdır. Diğer yandan, genişleyen bayi ağı, ürünlerin etkin ve hızlı dağıtımına imkân tanıyarak, Şirket'in bölgesel erişimini sahada güçlendiren tamamlayıcı unsurlar arasında yer almaktadır.
- GES yatırımları ile maliyet yönetimi.** Ofis Yem, artan enerji maliyetlerine karşı çevresel sürdürülebilirlik ve operasyonel verimlilik odağıyla geliştirdiği güneş enerjisi santrali (GES) yatırımlarını büyütmeye devam etmektedir. GES projeleri, üretim süreçlerindeki enerji maliyetlerini azaltmanın yanı sıra, sürdürülebilirlik stratejisinin operasyonel uygulamaları arasında öncelikli konumda yer almaktadır.
- Temettü dağıtım kararı.** Şirket, 2024 yılı karından hisse başına brüt 0,83581 TL, net 0,710434 TL olmak üzere 2 eşit taksitte kar payı dağıtımını yapılmasına dair teklifini pay sahiplerinin onayına sunmuştur. Ofis Yem, orta-uzun vadede, düzenli temettü ödemesi yapan şirketler arasında yer alarak BIST yatırımcısı için farklı bir seçenek olarak konumlanmak niyetindedir.

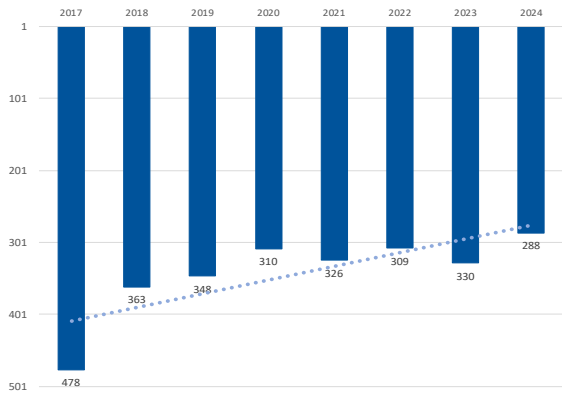
İçerik

Detay bakış	3
İş modeli	5
Yatırımlar ile güçlenen operasyon yapısı	6
Pazar dinamikleri	8
Yem sektörüne bakış	9
Finansal göstergeler	10
Potansiyel riskler	13
Değerleme yöntemi	14
İNA yöntemi (mn TL).....	14
Benzer şirketler karşılaştırması.....	15
Senaryo çalışmaları.....	16
Finansal tablolar	17
Yasal Uyarı	18

Detay bakış

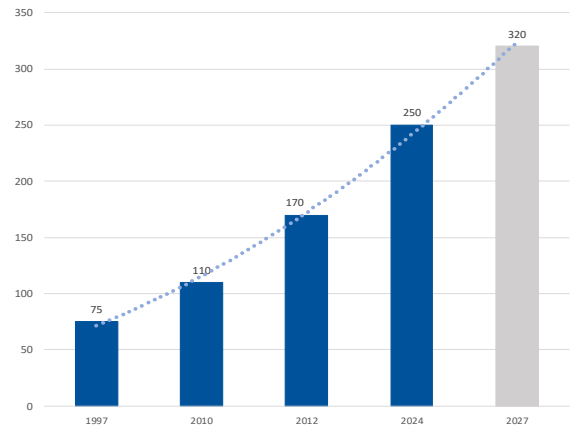
- **Ofis Yem Gıda, hayvancılık sektörüne yönelik karma yem üretiminde faaliyet gösteren, 1997 yılında, Ankara’da kurulmuş bir şirket olup, mevcutta 4 fabrika ve 250 ton/saat kapasite ile çalışmaktadır.** Şirket’in ürün gamı; büyükbaş, küçükbaş ve kanatlı hayvanlar için yem ürünleri, premiks ve katkı maddelerini kapsar. Ayrıca, yem sanayiinde kullanılan soya küspesi, ayçiçeği küspesi ve mısır gibi tarımsal hammaddelerin ticareti de faaliyet alanı içindedir. Şirket’in, aktif olarak üretim yapan fabrikalarının üretim kapasiteleri; **Ankara Fabrikası 75 ton/saat, Manisa Fabrikası 60 ton/saat, Kars Fabrikası 35 ton/saat ve Adana Fabrikası 80 ton/saat** olarak bulunmaktadır.
- 2010 yılında Kars’ta 35 ton/saat kapasiteli ikinci fabrika faaliyete geçirilmiş, ardından 2011 yılında Manisa Salihli’de üçüncü tesis kurulmuştur. Ege Bölgesi’ndeki bu tesis, yapılan yatırımlarla günümüzde 60 ton/saat üretim kapasitesine ulaşmıştır.
- 2024 yılı itibarıyla Adana Sarıçam’daki dördüncü fabrika faaliyete geçmiştir. 100.000 m2 alan üzerinde kurulu bu tesis, tam kapasiteye ulaştığında yılda 300.000 ton üretim yapabilecek altyapıya sahiptir. **Bu tesis, bölgenin yem ihtiyacını karşılamada stratejik öneme sahiptir.**
- Son olarak, Samsun Gıda İhtisas Organize Sanayi Bölgesi’nde yaklaşık 25.000 m2 alanda inşasına başlanan fabrika ile Şirket’in üretim kapasitesi ve coğrafi erişimi daha da genişlemektedir. **Şirket, Samsun fabrikasının da devreye alınması ile birlikte 2027 yılında toplam üretim kapasitesini 320 ton/saate yükseltmeyi planlamaktadır.**
- **Şirket’in, fabrikalarını, Türkiye’de hayvancılığın yüksek olduğu bölgeler özelinde konumlandırma stratejisini, lojistik avantajı ve ilgili bölgelerdeki aktif konumunun güçlü kalması açısından olumlu değerlendiriyoruz.** İstanbul Sanayi Odası (İSO) tarafından Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu listesinde, Şirket, 2017’de 478. sıradan 2020’de 310. sıraya yükselmiştir. 2024 yılında ise konumunu 288. sıraya taşımıştır.
- **Şirket, yem fabrikası yatırımlarının yanı sıra artan talep ile Ankara ve Adana’da fabrikalarında fason üretime başlamıştır.** Ağırlıklı olarak karma yem sektöründe faaliyet gösteren Şirket, hububat, yağlı tohumlar, şeker yan ürünleri, tohum küspeleri gibi gıda ürünlerini vitamin mineral ve premikslerle karıştırarak yeme dönüştürmektedir. Karma yem kısaca, kısmen işlenmiş ve yem katkı maddeleriyle zenginleştirilmiş en az iki yem ham maddesinin karışımıdır. **Bitkisel üretim ve hayvansal üretim arasında köprü görevi gören karma yem, insan gıdasının değerlendirilerek hayvansal protein ürünlerine dönüştürülmesi açısından önemli bir sanayi kolu olarak değerlendirilir.**

ISO 500 | sıralama ve trend



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, İSO

OFSYM | yıllara göre kapasite gelişimi (ton/saat)



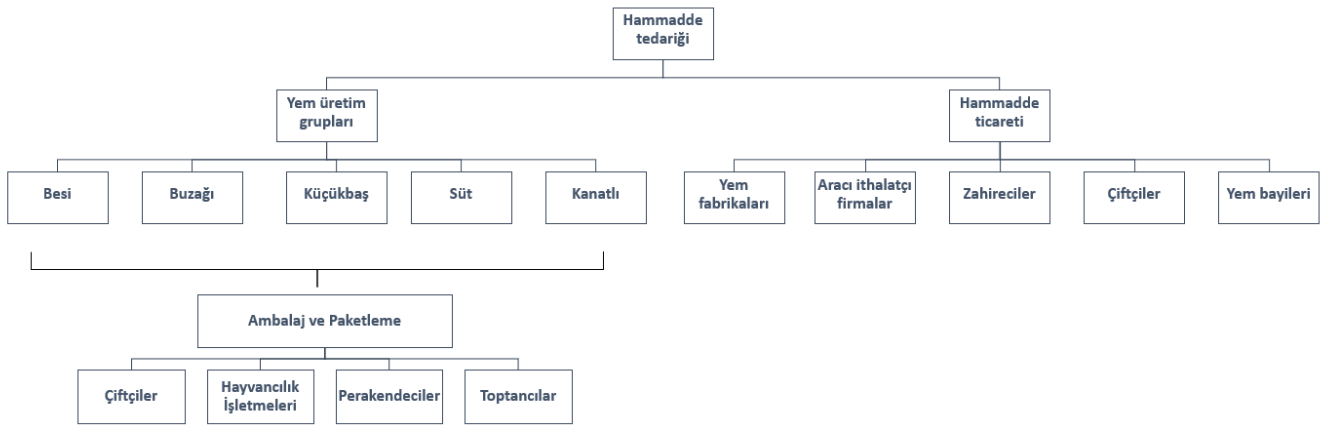
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket verisi

- Ürünleri kısaca beş ana grupta toplanabilir. Bu ürünler toz, pelet ve granül formlarında sunulmakta, ayrıca, hayvanların cinsiyet, ırk, yaş, süt ve et verimi gibi unsurlarına göre çeşitlilik göstermektedir.
 - **Besi yemleri.** Üretilen ürünlerin arasında en çok pay alan grup olup, bu grup içerisinde ciroya en çok katkı sağlayan ürün, büyükbaş hayvan sayısı çok fazla olan ve birden fazla ırkın bulunduğu hayvancılık işletmelerinde kullanılan **Master Besi** yemidir. Ciroya katkıda Master besi yemini **Big Power** ve **Power Besi** yemi takip etmektedir. Big Power, arpa mısır gibi tahılların karışımı olup, bünyesinde çok farklı besi ırkı bulunan işletmelerin ihtiyacına cevap verirken, Power Besi yemi ortalama et verimine sahip olan besi hayvanlarının beslenmesinde kullanılmak için üretilmektedir.
 - **Süt yemleri.** Besi yemlerinden sonra en çok üretilen yem türüdür. Süt yemi, süt sağımını sona erdiren ineklere ve ilk doğumunu yapacak düveleri beslemede, ayrıca, doğumla birlikte süt verimini artırmak için kullanılmaktadır. Bu grup içerisinde ise en yüksek payı, süt verimi yüksek olan hayvanların beslenmesinde kullanılan yemler almaktadır. **Bigtop Süt** yemi 25 litre ve üzerinde, **Master Süt** yemi 30 litre ve üzerinde, **Balance Süt** yemi ise 20 litre ve üzerinde süt verimi olan ineklerde kullanılmaktadır.
 - **Buzağı yemleri.** Yeni doğan buzağların sağlıklı ve verimli şekilde büyütülmesini desteklemek için üretilmiştir. Bu gruptaki ürün çeşitleri, buzağların farklı aylara göre beslenme şekillerine uygun formüle edilmiştir. *Diğer ürün gruplarıyla karşılaştırıldığında, yeni doğan hayvanların yem tüketimi görece daha az olduğu için buzağı yemlerinin üretim miktarı daha düşük kalmaktadır.*
 - **Küçükbaş yemleri.** Koyun kuzu, toklu ve keçi gibi küçükbaş hayvanların, süt ve et verimini artırmak için üretilen yem grubudur. Grup içinde en çok payı alan ürünler, **Master kuzu**, 50 kg ve üzeri koçların beslenmesi için kullanılan toklu besi ve yavruleyen koyunların süt verimini artırmak için formüle edilmiş koyun süt yemleridir.
 - **Kanatlı yemleri.** Kanatlı hayvanların beyaz et ve yumurta verimi için formüle edilen yem grubudur. Küçük aile işletmelerinde bulunan kümes hayvanlarına yönelik üretilen bu grubun üretim miktarı düşük olmasına rağmen talebin karşılanması için kanatlı hayvan cinslerine, yaşına ve ağırlığına göre çeşitlendirilmiştir.



İş modeli

- Ofis Yem, **üretim ve dağıtım olmak üzere iki ayrı kanalda faaliyet göstermektedir**. Kısaca özetlemek gerekirse; yurt içi ve küresel tedarikçilerden hammadde alımı ile başlayan süreç, gerekli kontrol ve analizlerin ardından istenilen hammaddelerin fabrikalara kabul edilmesi ile devam eder. Seçilen hammaddeler, depolanacaklar ve direkt üretimde kullanılacaklar olarak ikiye ayrılır.
 - Depolanacak hammaddeler yatay depo ve silolarda depolanarak, depolama süresi boyunca belli periyotlarda kontrole tabi tutulur.
 - Öğütülen hammaddelere dozajlama ile vitamin, mineral ve yağ eklenerek karıştırılır. Karışım sonrasında toz formda hazırlanan yem, talebe göre ise peletleme-yükleme bölümüne gönderilir. Talebe bağlı olarak ise çoğunlukla presleme için pelet pres tesislerine transfer edilir.



- **Fabrika bünyesindeki satış yetkilileri tarafından satış kanallarının sipariş, sevkiyat ve tahsilat yönetimi gerçekleştirilmektedir.** Şirket, satış kanalları faaliyetlerinin gerçekleştirilmesi adına fabrika bünyelerinde satış yetkilileri istihdam etmektedir. Bu görevliler aracılığıyla sipariş, sevkiyat ve tahsilat yönetimi gibi süreçler yönetilmektedir. Bir diğer satış kanalı ise büyükbaş ve küçükbaş modern besi ve süt ahırları işletmeleridir. Yoğun olarak hizmet verilen bu kanal, sektör profesyonelleri tarafından yönetilen işletmeler olup, besi performansı ve süt verimliliği anlamında aldıkları yemlerde kalite gözetmektedirler. Buna ek olarak Şirket, satışlarını bayi kanalıyla gerçekleştirmektedir. Şirket'in bir diğer büyük satış kanalı ise büyük hayvancılık işletmeleri olarak bulunuyor.
- **Yüzdesel bazda inceleyecek olursak; üretici ve çiftlik satışları, toplam satışların %48'ini oluştururken, bayiler ise %49'una yakın seyretilmektedir. Şirket'in toplam bayi sayısı güncel olarak 356'dır. Dolayısıyla bayi satışlarının neredeyse toplam satışların yarısına denk gelmesi, Şirket'in operasyonlarında bayi ağıнын yayılımı, fiyat politikaları ve rekabet ortamı gibi faktörlerin önemli ölçüde etkili olduğunu göstermektedir.**
- **Bayilik sistemi, lojistik optimizasyonun yanında güçlü müşteri ilişkilerinin de temel dayanağıdır.** Şirket, bayi ağı ile sadece yaygın dağıtım avantajı sağlamakla kalmayıp, iç pazarın farklı segmentlerine erişimde ticari esneklik sunmaktadır. Dağıtımın merkezileşmesi yerine yaygın bayilik yapısı, operasyonel verimlilik ile saha adaptasyonunu aynı anda sağlamaktadır. Bu yapı, fiyatlama esnekliği ve hızlı ürün lojistiğı açısından da önemli bir avantaj sunmaktadır.

Yatırımlar ile güçlenen operasyon yapısı

- Ofis Yem, Türkiye'nin dört bir yanına yayılmış üretim altyapısı, bayi organizasyonu ve entegre operasyon yapısıyla yem sektöründe güçlü bir üretici profiline sahiptir. Şirket'in son yıllarda başlattığı yatırım süreci kısaca:

- üretim,
- depolama,
- GES ile maliyet yönetimi gibi yapısal alanlarda şekillenmiştir.

Bu stratejileri daha yakından incelediğimizde:

- İlk olarak, Şirket'in, üretim ölçeğindeki artış göze çarpmaktadır.** 2024 yılında devreye alınan Adana Tesisi, Şirket'in üretim kapasitesini saatlik 250 tona, yıllık ise 1,4 milyon ton/yıl seviyesine taşımıştır. **Yeni tesis, özellikle bölgesel lojistik avantajlarla birlikte daha düşük maliyetle daha geniş bir sahaya hizmet verebilme kapasitesi kazandırmıştır.** Bu yatırım, yalnızca fiziksel ölçeği büyötmekle kalmayıp, Şirket'in üretim dağılımının coğrafi olarak dengelemesine ve operasyonel esnekliğini artırmasına olanak tanımıştır.
- Devam eden yatırım programı kapsamında, 2027'de devreye alınması planlanan Samsun Tesisi ile kapasitenin saatlik 320 ton, yıllık 1,7 milyon ton/yıl seviyesine ulaşması öngörülmektedir. Samsun yatırımı, Şirket'in Karadeniz bölgesine lojistik erişimini güçlendirirken, çok noktalı üretim yapısına geçişte stratejik bir tamamlayıcı unsur olacaktır.
- Samsun Fabrikasının devreye alınacağı 2027 yılında %48,7 tahmini kapasite kullanım oranı ile toplam ciroya olan katkısının 3,4 milyar TL olarak gerçekleşmesi öngörülmüyor. 2030 yılına kadar kapasite kullanımının %107'ye kadar yükseleceği varsayımı ile ilgili yılda ciroya 9,3 milyar TL'ye varan katkı beklenmektedir. Mevcut fabrikaların %97'nin üzerinde kapasite kullanım oranına yaklaşacağı beklentileri ile 2030 cirosuna katkısının 41 milyar TL olarak gerçekleşmesi Şirket'in öngörülleri arasında yer almaktadır.
- Şirket'in kapasite hesaplamaları 16 saat - 312 gün çalışma esasına göre olup, Samsun Fabrika özelinde 2030 yılında gözlemlenen kapasite fazlalığının 3.vardiya eklenerek yönetilebileceği belirtilmiştir.

Samsun Fabrika		YIL	2027	2028	2029	2030		
Yıllık Kapasite (Ton)	Saatlik Kapasite (Ton)	TAHM. ÜRETİM (TON)	170.000	221.000	326.380	373.490		
349.000	70	TAHM. KAPASİTE KULLANIM ORANI	%48,71	%63,32	%93,52	%107,02		
		TAHM. CİROYA KATKI (TL)	₺3.381.008,28	₺4.834.841,84	₺7.615.237,09	₺9.265.780,99		
Mevcut Fabrikalar		YIL	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Yıllık Kapasite (Ton)	Saatlik Kapasite (Ton)	TAHM. ÜRETİM (TON)	982.000	1.059.820	1.267.624	1.398.464	1.548.695	1.698.964
1.392.000	250	TAHM. KAPASİTE KULLANIM ORANI	%70,55	%76,14	%72,81	%80,33	%88,95	%97,59
		TAHM. CİROYA KATKI (TL)	₺13.863.093	₺18.680.118	₺24.794.094	₺29.779.184	₺36.416.254	₺40.949.256

*2027 Yılından itibaren Samsun Fabrikasının devreye alınmasıyla yıllık kapasite 1.741.000 Ton / saatlik kapasite 320 Ton seviyesine ulaşacaktır.

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Sunumu

- Ofis Yem'in depolama altyapısı ise, üretim kadar değerli bir rekabet avantajı sunmaktadır.
- Şirket, lisanslı depo kapasitesini 2026 yılında 45.000 tona; 2027-2030 yıllarında ise 90.000 tona yükseltmeyi hedeflemektedir.
- LİDAŞ yatırımlarının net olarak gelire yansımalarının 2026 yılında 23 milyon TL olarak gerçekleşmesi; ilerleyen yıllarda kapasitedeki artış beklentisi de göz önünde bulundurulduğunda 2030 yılında 72 milyon TL'nin üzerine çıkması beklenmektedir. FAVÖK marjına katkısının ise %68 oranında gerçekleşmesi öngörülmüyor.

LİDAŞ altyapısı, hem stok yönetiminde maliyet avantajı yaratması hem de Şirket'in hammadde esnekliğini artırması ile marjların korunmasında kilit bir role sahiptir. Şirket'in lisanslı depoculuk (LİDAŞ) yatırımını, hammadde tedarikinde fiyat dalgalanmalarına karşı koruma sağlayarak üretim sürekliliğinin desteklenmesi açısından kritik olarak değerlendiriyoruz.

OFİS YEM LİSANSLI DEPOCULUK A.Ş.	2026	2027	2028	2029	2030
Toplam Kapasite (TON)	45.000	90.000	90.000	90.000	90.000
Toplam yıllık Gelir	₺33.000.000	₺78.063.950	₺86.682.210	₺96.251.926	₺106.878.138
Tahmini Yıllık Gider	₺10.000.000	₺25.188.420	₺27.969.221	₺31.057.023	₺34.485.718
Gelir - Gider Farkı	₺23.000.000	₺52.875.530	₺58.712.989	₺65.194.903	₺72.392.420
EBITDA marjı (%)	%68	%68	%68	%68	%68

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Sunumu

- GES yatırımları, Ofis Yem'in sabit maliyet yapısını uzun vadeli olarak dengelemesine katkı sunmakta; böylelikle Şirket'in daha öngörülebilir nakit akışına sahip olmasına olanak tanımaktadır.
- **Şirket'in 3.2 MW kurulu güce sahip Çorum GES ve 10 MW Kurulu güce sahip Malatya GES yatırımları, operasyonel giderlerde sürdürülebilir tasarruf sağlaması, özellikle enerji fiyatlarındaki belirsizliğe karşı önleyici bir mekanizma işlevi görmesi açısından maliyet yönetimi anlamında önemli derecede avantaj sağlamaktadır.**
- Şirket'in güneş enerjisi yatırımları, operasyonel maliyetleri azaltmanın ötesinde, artık iç tüketim ihtiyacını aşan bir üretim düzeyine ulaşmıştır. Bu fazla üretimin satış yoluyla değerlendirilmesi beklenmekte olup, Şirket için sürdürülebilir ve tekrarlayan bir gelir kaynağı yaratması öngörülmektedir.
- Ofis Yem'in yatırım süreci, yalnızca fiziksel kapasite artışına değil; aynı zamanda tedarik zinciri entegrasyonu, enerji bağımsızlığı, finansal disiplin ve ticari erişim gibi çok katmanlı bir dönüşüm stratejisi üzerine kuruludur. Bu dönüşümün, Şirket'in kısa vadeli operasyonel verimliliğiyle rekabet gücünün artması ve uzun vadeli büyüme potansiyeline pozitif yansımaları bekliyoruz.

Üretimden Tüketim 22.270.000 Yıllık Tahmini Üretim (kWh) Mevcut Üretim 11.000.000 Hedef Üretim 42.000.000 Üretim-Tüketim Kar. Oranı Mevcut Üretim %124 Hedef Üretim %189	Güç DC (kWp) Kurulu Güç 14.000 Kurulacak Güç 13.250 Toplam Güç 27.250 Yıllık Fayda (USD) Mevcut Üretim 1.941.176 Hedef Üretim 3.705.882	
--	--	--

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Şirket Sunumu

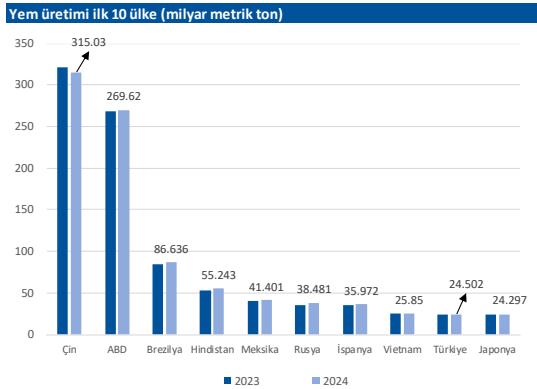
Pazar dinamikleri

- Son yıllarda artan gıda tüketimi trendlerine bakıldığında, hayvansal gıda tüketiminin hala ağırlıkta olduğu görülmektedir. Artan gıda talebiyle birlikte yem sektörü, başta besi ve süt yemleri olmak üzere önemli bir potansiyel barındırmaktadır. **Food and Agriculture Organization (FAO) ve OECD 2033 yılı projeksiyonlarına bakıldığında, yüksek gelirli ülkeler başta olmak üzere, ana protein kaynağı olarak hayvansal gıdalara olan talebin korunması beklenmektedir.** Bununla birlikte, **değişen sağlık trendleri ve artan alternatif protein kaynağı talebi nedeniyle küresel bakliyat talebinde de yukarı yönde bir eğilim öngörülmektedir.**
- Alltech Tarımsal Gıda Görünümü Yem Araştırması'ndan elde edilen veriler, 2023'teki durgunluğun ardından dünya yem üretiminin 2024 yılında %1,2 artarak 1,396 milyar metrik tona ulaştığı tahminine işaret ediyor.

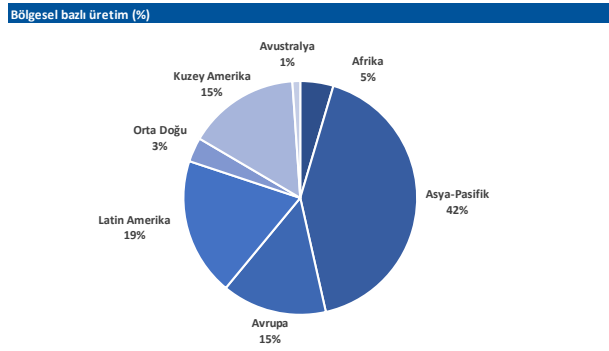
Üretime göre dünya sıralaması	2023	2024	
Çin	1	1	→
ABD	2	2	→
Brezilya	3	3	→
Hindistan	4	4	→
Meksika	5	5	→
Rusya	6	6	→
İspanya	7	7	→
Vietnam	8	8	→
Türkiye	10	9	↑
Japonya	9	10	↓

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Alltech Tarımsal Gıda Görünümü 2025

- Küresel yem üretimine bakıldığında ilk 10 ülkenin, toplam üretimin %65,6'sını gerçekleştirdiği görülmektedir. 2024 yılında en çok artış %8,5 ile Rusya'da gerçekleşirken, Çin'in toplam üretiminde bir önceki yıla kıyasla %2 oranında azalış kaydettiği görülmektedir.
- Türkiye'nin üretimine bakıldığında, toplam yem üretimi, bir önceki yıla kıyasla %4,8'e yakın artış göstererek, 24.502 milyon metrik tona ulaşmıştır. Dünya sıralamasında 2024 yılında Türkiye'nin Japonya'yı geçerek 9. sıraya yükseldiği görülmektedir.
- Avrupa Yem Üreticileri Federasyonu (FEFAC) yayımladığı raporunda, Türkiye, İsviçre, Birleşik Krallık ve Norveç de dahil olmak üzere 22 Avrupa ülkesine ilişkin öngörülerde bulunmuştur. Buna göre; 2025 yılında Avrupa Birliği'nde sığır yemi üretiminin 2024'e kıyasla %1,4'lük düşüşle 41.285 milyon ton olması öngörülmüyor. Başlıca üretici ülkeler arasında Almanya'da artışın %1,2 seviyesinde gerçekleşmesi beklenirken, Hollanda'nın düzenleyici politikalar nedeniyle %5,0'lık önemli bir düşüş yaşaması öngörülmüyor. En büyük sığır yemi üreticisi olan İspanya'da ise %3,6'lık bir düşüş bekleniyor.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Alltech Tarımsal Gıda Görünümü 2025

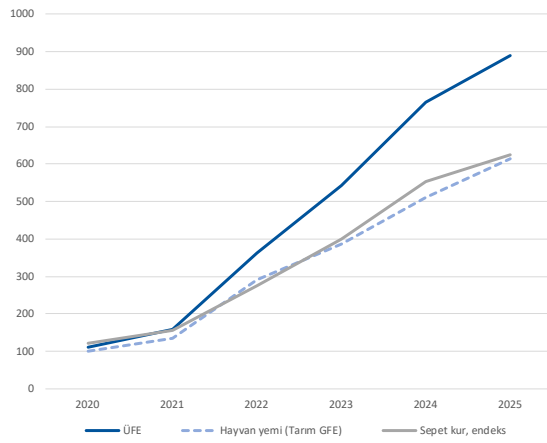


Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Alltech Tarımsal Gıda Görünümü 2025

Yem sektörüne bakış

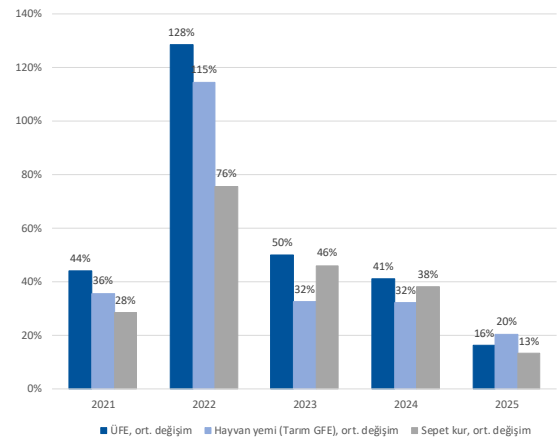
- Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) ÜFE verileri ve hayvan yemleri ortalama değerleri karşılaştırıldığında, veri seti, 2021 yılından itibaren yem fiyatlarında ÜFE'nin altında seyreden artışı karşımıza çıkarmaktadır. Özellikle 2022-2024 yılları arası, yem fiyatlarındaki artışın, aynı dönemler karşılaştırıldığında ÜFE'deki artışın hep gerisinde kaldığı görülüyor. Bu, yem maliyetlerinin genel üretici fiyatlarındaki artış miktarını yansıtamadığına işaret etmektedir.
- Son yıllarda yem endeksindeki oynaklık ise giderek daha belirgin hale gelmiş görünüyor. 2018-2022 yılları arası kur şokları ve yüksek maliyet enflasyonu, yem fiyatlarını belirgin şekilde yukarı çekmiş ve tarımsal üretim üzerindeki baskıyı artırmıştır.
- Aşağıda yer alan ÜFE ve hayvan yemlerine ait endeksleri ve aralarındaki ilişkiyi, Ofis Yem'in faaliyet kapsamını tam olarak yansıtmamasına rağmen, sektöre ilişkin trendin yönüne işaret etmesi açısından incelemekte fayda buluyoruz. Ek olarak, yem ürünleriyle ilişkili olan üretim fiyat endekslerinin ise son dönemde ÜFE yıllık değişiminin üzerinde seyrettiğini ve dahası TÜFE yıllık değişimine yaklaştığını görüyoruz.

ÜFE, hayvan yemi, sepet kur, yıllık ortalama endeksler



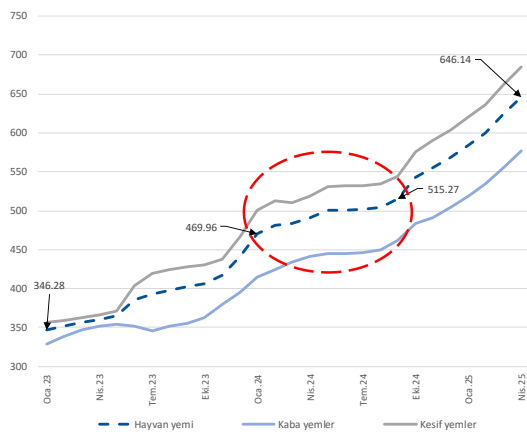
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

ÜFE, hayvan yemi, sepet kur, yıllık ortalama değişimler



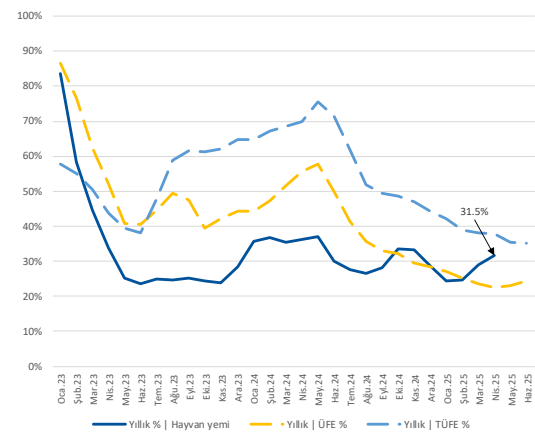
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, TÜİK

Yem üretici fiyat endeksleri (2020 = 100)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

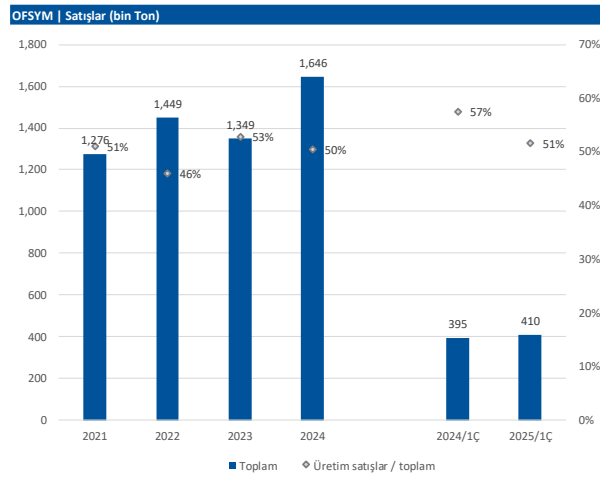
Yem üretici fiyat endeksleri değişim (yıllık, %)



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, TÜİK

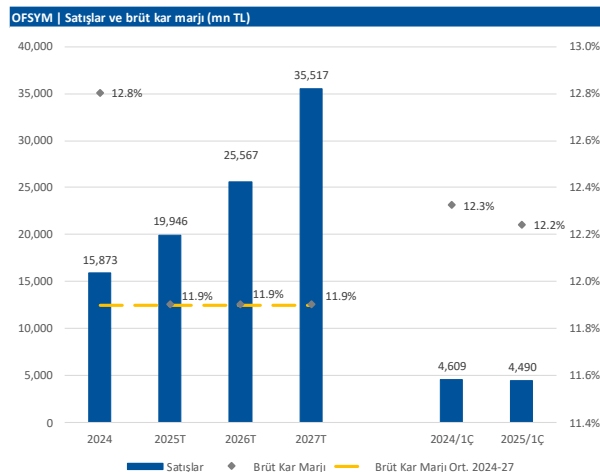
Finansal göstergeler

- **Hasılat ve ton.** Şirket'in yıllar içerisinde ISO 500 listesindeki yerini pekiştiren faktör olarak en başta yüksek satış hacmi ve dolayısıyla pazardaki hakimiyeti öne çıkmaktadır. Satış hacmi iki başlık altında paylaşılmaktadır. Bunlardan ilki üretimden sağlanan satışlar ve diğeri ise hammadde ticaretinden kaynaklanan satışlardır. 2021 yılından 2024'e kadar olan süreçte 2023 yılı hariç her sene tonaj bazında artış görülürken, 2021-2024 dönemi için %9'luk CAGR büyümesi sağlanmıştır. 2023 yılına dair özel bir parantez açmak gerekirse, hammadde ticaretinden kaynaklanan satışların %18 gerilemesi sebebiyle toplam tonaj bazında satışlarda %7 düşüş görülmüştür. **Piyyasa koşullarına göre Şirket'in hammadde ticaretinden kaynaklanan satışları, üretimden kaynaklanan satışlara kıyasla daha fazla dalgalanma eğilimi gösterebilmektedir.** Bu sebeple, asıl performans olarak üretimden kaynaklanan satışların izlenmesi gerektiğini düşünüyoruz. Dolayısıyla üretimden kaynaklanan satışlar/toplam satışlar rasyo olarak izlenmelidir. 2021-2024 yılları arasında bu rasyo ortalama olarak %50 ile sonuçlanmıştır. **Bize göre, önümüzdeki dönemler için, yapılan yatırımlar doğrultusunda ve kapasite kullanım oranında beklenen iyileşme sonrasında bu rasyo yukarı yönlü trende sahip olma potansiyeli taşımaktadır.**



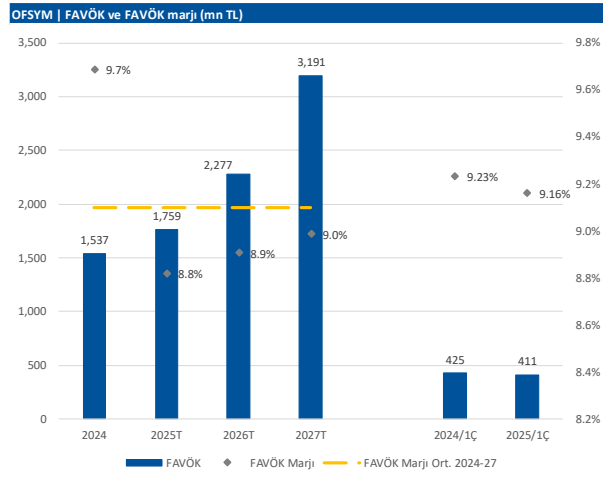
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Şirket verisi

- **Brüt kar ise hem reel anlamda büyüme hem de marj anlamında gelişme sağlayarak Şirket'in performansının istikrar kazandığını göstermektedir.** Son 2 yılın marjında üretimden kaynaklanan satışların etkisinin ağırlık kazanması nedeniyle ve modelimizi de bu kurguda oluşturduğumuz için uzun dönemli brüt kar marjı olarak yaklaşık %12 seviyesinde çalışmayı tercih ediyoruz.



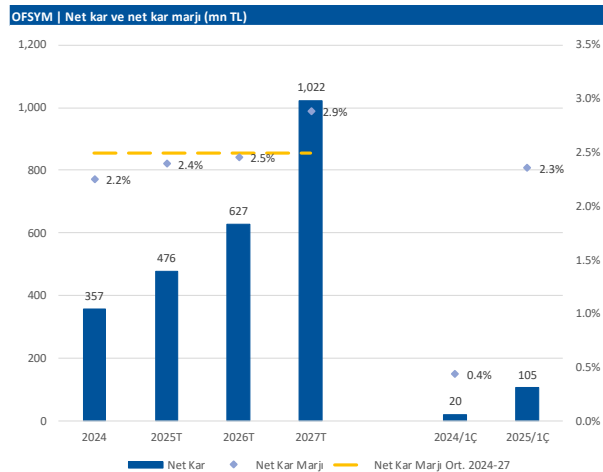
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet

- **Operasyonel verimlilik ve geleceğe dair öngörü.** Şirket'in operasyonel verimliliğini FAVÖK marjı üzerinden ele alırsak, brüt kar marjı tarafında olduğu gibi, 2022-2024 yılları arasında yukarı yönlü trend görmekteyiz. Aslında, bu durum, marj genişlemesinden ziyade daha çok marj iyileşmesi olarak okunabilir; çünkü, 2022 yılında hammadde ticaretinden kaynaklanan satışlar daha baskındı ve dolayısıyla marjlar üzerinde aşağı yönlü etki görülmekteydi. Önümüzdeki dönemde ise, yatırımların sağlayacağı maliyet etkinliğini bu aşamada yansıtmayarak, FAVÖK marjının ortalama olarak iyileşen seviyelere yakın yerlerde seyredeceğini değerlendiriyoruz ve projeksiyonumuzu bu doğrultuda kurguluyoruz. Bu yaklaşımımızla ticari hammadde satışları nedeniyle görülebilecek dalgalanmaları dengelemeyi amaçlıyoruz. Diğer taraftan, 2025-2028 yılları arasında yatırım harcamalarının yoğunlaşması & büyümeyle birlikte işletme sermayesi yatırımlarının artması doğrultusunda nakit yaratımının baskılanacağı, ancak, ilerleyen yıllarda rölâtif olarak daha az nakit çıkışlarıyla birlikte serbest nakit akımının güçleneceğini ve dolayısıyla değerlemeyi destekleyeceği düşüncesindeyiz.



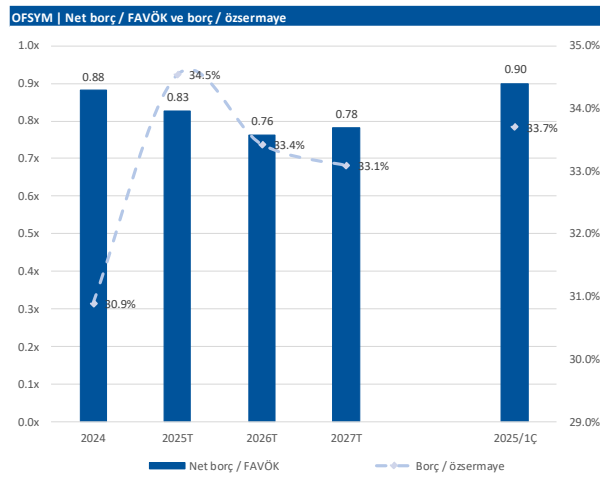
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet

- **Temettü dağıtım kararı.** Şirket, 2024 yılı karından 1 TL nominal değerli bir paya nakit olarak brüt 0.83581 TL, net 0.710434 TL olmak üzere kar dağıtımına ve kar dağıtımının iki eşit taksitte yapılmasına dair teklifini pay sahiplerinin onayına sunmuştur. Şirket'in temettü dağıtım hamlesini olumlu karşılamakla birlikte, önümüzdeki yatırım sürecini göz önünde bulundurduğumuzda, temettü dağıtımının net kar marjındaki muhafazakar yaklaşımımıza paralel olarak ilk birkaç yıl boyunca sınırlı olacağını değerlendiriyoruz.



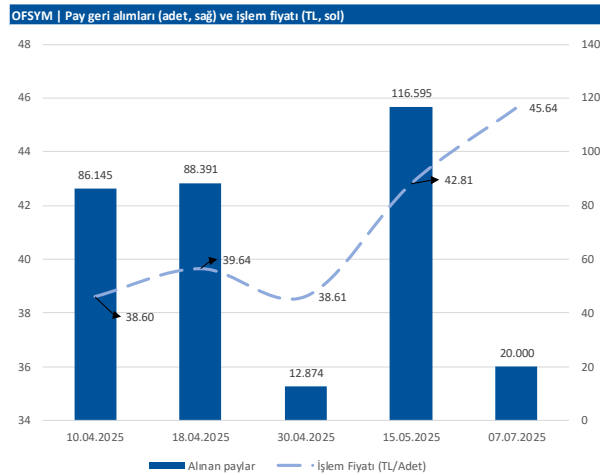
Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet

- **Borçluluk ve ilişkili taraflar riski.** Şirket'in borçluluğunu net borç/FAVÖK rasyosu üzerinden takip ettiğimizde, yıllar içerisinde azalış trendinde olduğu ve hiçbir zaman alarm seviyesindeki çarpanlara ulaşmadığı görülmektedir. **Yine de 1.304 milyon TL'lik net borç bakiyesinin kısa dönem için değerlendirme üzerinde baskı kurma olasılığını göz ardı etmiyoruz.** Ayrıca, iş modelinde stok yönetiminin öne çıkması noktasında stoklar/kısa vadeli borçlar rasyosunu takip ettiğimizde stoklar lehine gelişim yaşandığı görülmektedir. Bununla birlikte, hammadde ticaretinin Şirket'in faaliyetlerinde yoğun olarak görülmesi sebebiyle, stokların piyasa koşullarına göre dalgalanabileceği göz önünde bulundurulmalıdır. **Önümüzdeki dönem için, Şirket'in borçluluk metriklerinin hem büyüme hem de yatırımlardan kaynaklanan fon ihtiyaçlarının bir çıktısı olarak şekilleneceğini düşünüyoruz ve bu etkenlerin birbirlerini dengeleyip stabil olarak nitelendirebileceğimiz borç/özsermaye oranıyla sonuçlanacağını tahmin ediyoruz.** Diğer taraftan, 1Ç25 finansal tablolarına göre, ilişkili taraflardan ticari alacaklar kalemi 1.251 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. İlişkili taraflar kalemi sebebiyle yatırımcı algısı üzerinde olumsuz etki yaratabilir mi riski akıllara gelmektedir. Şirket, her ne kadar Ofis Holding tarafından oluşturulmuş bir ekosistemin ana oyuncusu olsa da ilişkili taraflar hesap bakiyesinin yüksek seyretmesi olumsuz algılanabilir. Bu etkinin değerlendirme üzerinde iskonto faktörü olarak yer alması muhtemeldir.



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, Rasyonet

- Son dönemdeki gelişmelere baktığımızda ise Yönetim Kurulu'nun 25.03.2025 tarihli kararıyla pay geri alım programı başlatmış olması dikkatimizi çekmektedir. 07.07.2025 tarihi itibarıyla Şirket tarafından geri alınan payların toplamı 324.005 adet olup, bu payların sermayeye oranı %0,2215'e ulaşmıştır. **Temettü dağıtım kararı gibi, geri alım programını da algı açısından pozitif tarafa eklemek istiyoruz.**



Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü, KAP

Potansiyel riskler

- Ofis Yem için; *i) ekonomik belirsizliklere bağlı talep yönlü riskler ii) tarımsal emtia fiyatlarında dalgalanmalar iii) iklim dalgalanmaları iv) yem sektöründe bölgesel fiyat rekabeti v) hayvan hastalıkları ve salgınları vi) ilişkili taraflar riski* gibi başlıklar değerlememiz açısından başlıca risk unsurları konumunda bulunuyor.

Ek olarak...

- *FAO, tarımsal emtia piyasalarına ilişkin projeksiyonlarında sapmaya yol açabilecek başlıca risk unsurlarını üç başlık altında incelemektedir:*
 - ▶ Aşırı hava olayları.
 - İklim değişiklikleri, kuraklık, kasırga ve sel gibi doğa olaylarıyla birlikte küresel sıcaklıkların artmaya devam etmesi, küresel tarımsal üretimi ve ticaret modellerini etkilemektedir. Artan çevresel endişeler tüketici tercihlerinde çevre açısından daha olumlu görülen alternatiflere yönelimi güçlendirebilir. Bu kapsamda meyve ve sebzeler, balık, kuruyemişler ve tohumların popülaritesinde artış görülebilirken; şeker, palmiye yağı, sığır eti gibi emtialardan giderek uzaklaşılabilir.
 - ▶ Ticaret yönlü riskler.
 - Özellikle son yıllarda artan jeopolitik gerginlikler ve diğer lojistik engeller nedeniyle küresel tedarik zincirlerinde yaşanabilecek problemler; gecikmelere, artan navlun maliyetlerine ve ürün bulunabilirliğine dair süreçleri güçleştirebilir.
 - ▶ Hayvan ve bitki hastalığı salgınları.
 - Hastalık salgınları, küresel tarım sektörü için önemli bir belirsizlik kaynağı olmaya devam etmektedir. Özellikle ihracat ve ithalat riskleri karşısında, hastalık salgınlarının çözümünün birkaç yıllık döneme yayılabilme riski, üreticiler ve tüketiciler için ciddi ekonomik ve sosyal problemler yaratabilir.

Değerleme yöntemi

- Ofis Yem'in 12-ay hedef piyasa değerine ulaşırken İNA yöntemini kullandık. Sonuç olarak, Ofis Yem için 12-ay hedef fiyatımız 70,80 TL seviyesinde olup %50 getiri potansiyeline işaret etmektedir.

Değerleme Özeti			
	Şirket Değeri (TL mn)	Ağırlık	Değer
İNA	10,361	100%	10,361
12 Aylık Hedef Şirket Değeri			10,361
Hisse Adedi			146
Hisse Fiyatı			47.20
12 Aylık Hedef Fiyat			70.80
Yükseliş Potansiyeli			50%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

İNA yöntemi (mn TL)

- Değerlememizde; (i) risksiz getiri oranını 2025 yılı için %25,0, 2026 yılı için %22,0, 2027-2034 yılları için %20,0 (ii) piyasa risk primini 2025 yılı için %5,5, 2026-2034 yılları için %5,0 (iii) şirket betasını 1,00 (iv) sonsuz büyüme oranını %7,0 olarak kullandık. Buna bağlı olarak indirgeme faktörü olarak kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini 10 yıllık tahmin döneminde ortalama %23,4 olarak değerlendirdik.

OFSYM (mn TL)	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Net Satışlar	19,946	25,567	35,517	43,625	50,639	58,934	66,006	73,927	82,798	92,734
FVÖK	1,674	2,168	3,040	3,727	4,322	5,048	5,654	6,333	7,093	7,944
Vergi Gideri (-)	418	434	608	745	864	1,010	1,131	1,267	1,419	1,589
FAVÖK	1,759	2,277	3,191	3,912	4,537	5,299	5,935	6,647	7,445	8,338
Yatırım Harcamaları (-)	555	475	638	654	608	648	660	739	828	927
İşletme Sermayesinde Değişim (-)	553	897	1,650	1,497	1,181	1,397	1,191	1,334	1,494	1,411
Serbest Nakit Akış	232	471	295	1,016	1,884	2,244	2,953	3,307	3,704	4,411
İndirgenmiş Nakit Akım	207	337	173	484	732	710	760	692	630	609

Devam Eden Değer (mn TL)	29,333
Büyüme Oranı	7.0%
İndirgenmiş Devam Eden Değer (mn TL)	4,053
İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı (mn TL)	5,335
Firma Değeri (mn TL)	9,388
Net Borç (mn TL) (-)	1304
Azınlık Payı (mn TL) (-)	144
Piyasa Değeri (mn TL)	8,084
Hedef Piyasa Değeri (mn TL)	10,361
Hisse Adedi (mln)	146
Hedef Fiyat (TL)	70.80

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Risksiz Getiri Oranı	25.0%	22.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Risk Primi	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Özkaynak Maliyeti	30.5%	27.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Borçlanma Ağırlığı	35%	33%	33%	33%	32%	29%	28%	27%	26%	26%
Sermaye Ağırlığı	65%	67%	67%	67%	68%	71%	72%	73%	74%	74%
Borçlanma Maliyeti	27.5%	24.2%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Vergi oranı	25.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	20.6%	19.4%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	27.1%	24.4%	22.6%	22.6%	22.7%	22.9%	23.0%	23.0%	23.0%	23.1%
İskonto Faktörü	1.1	1.4	1.7	2.1	2.6	3.2	3.9	4.8	5.9	7.2

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Benzer şirketler karşılaştırması

- Benzer şirketler karşılaştırmasında 20 ayrı firmaya yer verilmiştir. Bu firmalar, halka arz sürecinde paylaşılan fiyat tespit raporundan ve Bloomberg Terminal üzerinden incelenerek tespit edildi.
- Modelimizde benzer şirketler çarpanlara ihtiyatlı yaklaşımımız sebebiyle kullanılmamıştır. Çarpanlardan elde edilen değer, indirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ile elde edilen değerden oldukça farklıdır.
- Ofis Yem, benzer şirketlerin genel medyanına kıyasla FD/FAVÖK rasyosunda 2025 ve 2026 yılı tahminlerimize göre sırasıyla %53 ve %60 iskontolu işlem görmektedir.

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	FAVÖK Marjı (son 4 çeyrek)	FD/FAVÖK 2025T	FD/FAVÖK 2026T	F/K 2025T	F/K 2026T	FD/Satışlar 2025T	FD/Satışlar 2026T
FARMSCO	Güney Kore	72	4.7%	---	---	---	---	---	---
FEED ONE CO LTD	Japonya	261	3.4%	---	---	---	---	---	---
GODREJ AGROVET	Hindistan	1,777	8.7%	19.4	17.5	33.2	29.4	1.7	1.6
HANIL FEED CO LT	Güney Kore	---	1.3%	---	---	---	---	---	---
AVANTI FEEDS LTD	Hindistan	1,150	11.3%	13.8	14.5	20.0	20.6	1.5	1.5
ORIGIN ENTERPRIS	İrlanda	463	4.9%	4.7	4.6	7.2	7.0	0.2	0.2
GUANGDONG HAID-A	Çin	13,496	---	11.9	11.0	19.3	16.9	0.8	0.7
BEIJING DABEIN-A	Çin	2,423	---	10.9	9.9	20.5	16.8	0.8	0.7
KSE LTD	Hindistan	81	7.3%	---	---	---	---	---	---
LEE FEED MILL	Tayland	67	7.9%	---	---	---	---	---	---
VITARICH CORP	Filipinler	34	6.9%	---	---	---	---	---	---
CHAROEN POK FOOD	Tayland	5,562	12.4%	7.2	7.5	7.7	8.3	0.9	0.9
ASTRAL FOODS LTD	Güney Afrika	430	5.6%	6.7	3.7	10.1	5.9	0.4	0.3
PRIMA AGRO LTD	Hindistan	1	-9.6%	---	---	---	---	---	---
AMAN FEED LTD	Bangladeş	---	---	---	---	---	---	---	---
PHIBRO ANIMAL-A	ABD	1,018	11.4%	9.3	8.0	12.4	11.0	1.3	1.2
FORFARMERS NV	Hollanda	417	3.9%	4.4	4.3	10.8	11.5	0.2	0.2
ARCHER-DANIELS	ABD	26,367	---	9.3	8.6	13.6	12.1	0.5	0.4
TONGWEI CO-A	Çin	12,551	---	16.9	9.8	---	39.3	1.5	1.3
NEW HOPE LIUHE-A	Çin	6,019	---	15.1	13.9	31.0	26.7	1.0	1.0
Medyan			6.3%	10.1	9.2	13.6	14.5	0.9	0.8
OFSYM	Türkiye	173	9.4%	4.7	3.7	14.2	10.8	0.4	0.3
Prim/(İskonto)				-53%	-60%	4%	-25%	-51%	-59%

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma, Bloomberg

Senaryo çalışmaları

- 2025, 2026 ve 2027 yıllarına ait tahmini finansal verilerimizi 3 farklı senaryo çerçevesinde aşağıda sunduk. Baz alınan satış verilerine göre marjların dalgalanması sonucunda nasıl çıktılar elde edeceğimizi göstermeye çalıştık.
- FAVÖK ve net kar için çalışmalar yapılırken, baz senaryo olarak, mevcut satış tahminlerimiz olan 19.946 milyon TL (2025), 25.567 milyon TL (2026) ve 35.517 milyon TL (2027) kullanılmıştır.

Satışlarda büyüme (% m TL)			
Senaryolar	2025T	2026T	2027T
Baz - %5	19,152	24,570	34,239
Baz	19,946	25,567	35,517
Baz + %5	20,740	26,565	36,796
Baz büyüme	26%	28%	39%

FD/Satışlar (x)			
Senaryolar	2025T	2026T	2027T
Baz - %5	0.44	0.34	0.24
Baz	0.42	0.33	0.24
Baz + %5	0.40	0.31	0.23
Benzer Şirketler	0.85	0.81	0.79

FAVÖK marjı (% m TL)			
Senaryolar	2025T	2026T	2027T
Baz - %1,5	1,659	2,149	3,013
Baz	1,759	2,277	3,191
Baz + %1,5	1,858	2,404	3,369
Satışlar	19,946	25,567	35,517
Baz marj	8.8%	8.9%	9.0%

Net kar marjı (% m TL)			
Senaryolar	2025T	2026T	2027T
Baz - %0,5	377	499	845
Baz	476	627	1,022
Baz + %0,5	576	755	1,200
Satışlar	19,946	25,567	35,517
Baz marj	2.4%	2.5%	2.9%

FD/FAVÖK (x)			
Senaryolar	2025T	2026T	2027T
Baz FAVÖK marjı - %1,5	5.0	3.9	2.8
Baz	4.7	3.7	2.6
Baz FAVÖK marjı + %1,5	4.5	3.5	2.5
Benzer Şirketler	10.1	9.2	8.1

F/K (x)			
Senaryolar	2025T	2026T	2027T
Baz net kar marjı - %0,5	18.3	13.8	8.2
Baz	14.5	11.0	6.8
Baz net kar marjı + %0,5	12.0	9.1	5.8
Benzer Şirketler	13.63	14.49	11.60

Kaynak: Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma Bölümü hesaplamaları, Bloomberg

Finansal tablolar

Gelir Tablosu (mİn TL)	2024	2025T	2026T	2027T
Satışlar	15,873	19,946	25,567	35,517
Satışların Maliyeti	13,841	17,572	22,525	31,291
Brüt Kar	2,032	2,374	3,043	4,227
Operasyonel Giderler	562	700	875	1,186
Esas Faaliyet Karı	1,470	1,674	2,168	3,040
Diğer Gelir/Gider	279	147	188	261
Finansman Gelir/Gideri Öncesi Faaliyet Karı	1,749	1,821	2,356	3,301
Net Finansman Gelir/Gider	-1,162	-1,175	-1,505	-1,913
Vergi Öncesi Kar	587	647	851	1,388
Dönem Vergi Gideri	205	162	213	347
Azınlık Payları	7	9	12	19
Net Dönem Karı (Ana Ortaklık Payları)	357	476	627	1,022

Kaynak: Ofis Yem, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Bilanço (mİn TL)	2024	2025T	2026T	2027T
Nakit	105	524	586	424
Ticari Alacaklar	2,926	3,324	4,261	5,920
Stoklar	908	1,330	1,671	2,337
Diğer Dönen Varlıklar	377	98	122	146
Dönen Varlıklar	4,316	5,275	6,641	8,827
Duran Varlıklar	1,882	2,308	2,674	3,162
Toplam Varlıklar	6,198	7,584	9,315	11,988

Kaynak: Ofis Yem, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Bilanço (mİn TL)	2024	2025T	2026T	2027T
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	1,255	1,536	1,780	2,229
Ticari Borçlar	1,085	1,352	1,733	2,407
Diğer Borçlar	292	382	477	573
Kısa Vadeli Yükümlölükler	2,632	3,269	3,990	5,209
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	205	441	543	690
Diğer Borçlar	95	124	156	187
Uzun Vadeli Yükümlölükler	300	566	699	876
Toplam Yükümlölükler	2,932	3,835	4,688	6,085
Özkaynaklar	3,266	3,748	4,627	5,903
Toplam Kaynaklar	6,198	7,584	9,315	11,988

Kaynak: Ofis Yem, Deniz Yatırım Strateji ve Araştırma

Yasal Uyarı

Bu rapor/e-posta içerisinde yer alan değerlendirmeler, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir ve hiçbir şekilde, alış veya satış yapılması yönünde yönlendirme olarak değerlendirilmemelidir. Deniz Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit etmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk okuyucuların kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Deniz Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Deniz Yatırım ve DenizBank Finansal Hizmetler Grubu çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bu rapor/e-posta içerisinde yer alan bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler sermaye piyasası aracına yönelik bir yatırım tavsiyesi, alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve yatırım danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Buradaki içeriğin hiçbir bölümü Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, hiçbir şekil ve ortamda yayımlanamaz, alıntı yapılamaz ve kullanılamaz.

Derecelendirme

Deniz Yatırım Analistleri, her hisse senedi için bir veya birden fazla değerlendirme yöntemi kullanarak 12 aylık hedef değerler (fiyatlar) ve buna bağlı olarak potansiyel getirileri hesaplamaktadır. 12 ay derecelendirme sistemimiz; **AL**, **TUT** ve **SAT** olmak üzere 3 farklı genel yatırım tavsiyesi içerir.

AL: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **en az %20 ve üzerinde** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

TUT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0-20 aralığında** oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

SAT: Hisse senedinin gelecek 12 ay toplam potansiyel getirisinin **%0'dan daha düşük** seviyelerde oluşması şeklindeki değerlemeyi ifade etmektedir.

Derecelendirme	Potansiyel Getiri (PG), 12-ay
AL	≥%20
TUT	%0-20
SAT	≤%0

Kaynak: Deniz Yatırım

Deniz Yatırım Analistleri hisse senetlerini potansiyel katalizörler, tetikleyici gelişmeler, riskler ile piyasa, sektör ve rakip firma gelişmeleri ışığında değerlendirmektedir. Analistlerimiz genel yatırım tavsiyesinin kamuoyuyla paylaşılmasını takip eden süreçte hisse senetlerini titizlikle yakından takip etmeye devam etmekte; ancak, hisse senedi fiyatındaki dalgalanmalardan ötürü değerler, derecelendirme sistemimizdeki sınırları aştığı takdirde, analistlerimiz hisse senedi hakkında sundukları tavsiyeyi değiştirmemeyi ve/veya Gözden Geçirme (GG) sürecine almayı tercih edebilirler.