İŞ YATIRIM

AtaKey
Patates Gıda San. Tic. A.Ş.

AtaKey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu

15 Haziran 2023

İçindekiler

Rapor Özeti **6**
1 Şirket Hakkında Özet Bilgi **8**
1.1 Genel Bakış 8
1.1.1 Tarihçe *9*
1.1.2 Üretim Süreci *10*
1.1.3 Ürün Kronolojisi *11*
1.1.4 Tonaj Bazında Üretim ve Kapasite Kullanım Oranı *12*
1.2 Satışlar 13
2 Finansal Durum **15**
3 Sektör Hakkında Bilgiler **24**
4 Şirket'in Avantajları **25**
5 Değerleme Yöntemleri **27**
5.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi 27
5.2 Piyasa Çarpanları Analizi 27
6 Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar **28**
6.1 Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler 28
6.2 Benzer Şirketler 30
7 AtaKey Değerlemesi **32**
7.1 Piyasa Çarpanları Analizi 32
7.1.1 Yabancı Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi *32*
7.1.2 Yerli Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi *34*
7.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi 36
7.2.1 Makroekonomik Varsayımlar *37*
7.2.2 Gelirlerin Projeksiyonu *37*
7.2.3 Maliyetlerin ve Faaliyet Giderlerinin Projeksiyonu *39*
7.2.4 İşletme Sermayesi *41*
7.2.5 Yatırım Harcamaları ve Amortisman *42*
7.2.6 Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) *43*
7.2.7 İndirgenmiş Nakit Akımları Hesabı *43*
7.3 Değerleme Sonucu 45
8 Ekler **46**

Kısaltmalar ve Tanımlar

Kısaltmalar	Tanımlar
A.Ş.	Anonim Şirketi
ABD doları	Amerika Birleşik Devletleri para birimi
AtaKey, Şirket	AtaKey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Euro	Avrupa Birliği para birimi
BRC	The British Retail Consortium (İngiliz Perakende Konsorsiyumu) Global Standartlarda Gıda Güvenliği
COVID-19	2019 yeni koronavirüs
Çin	Çin Halk Cumhuriyeti
Ekosistem veya Ekosistem Şirketleri	Tamamı Türk Ticaret Kanunu uyarınca kurulmuş anonim şirketler olan; Fasdat Gıda Dağıtım Sanayi ve Ticaret A.Ş., Fasdat Sebze Doğrama Paketleme Sanayi ve Ticaret A.Ş., Reklam Üssü Reklam Ajansı Prodüksiyon Danışmanlık Organizasyon Sanayi ve Dış Ticaret A.Ş., Ekmek Unlu Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Ekur Et Entegre A.Ş.
Fasdat	Fasdat Gıda Dağıtım Sanayi ve Ticaret A.Ş.
FAVÖK	Faiz amortisman vergi öncesi kar anlamına gelir.
FAVÖK marjı	Toplam hasılatın yüzdesi olarak ifade edilen FAVÖK'ü temsil etmektedir.
Grup	TFI Tab Gıda Yatırımları A.Ş. ve iştirakleri
HSR	Hızlı Servis Restoranları
HSR Türkiye	Grup'un Türkiye'de gerçekleştirdiği hızlı servis restoran işletmesi faaliyetleri
HSR Çin	Grup'un Çin'de gerçekleştirdiği hızlı servis restoran işletmesi faaliyetleri
Kuzey Kıbrıs	Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti
T.C., Türkiye	Türkiye Cumhuriyeti

Kısaltmalar	Tanımlar
TEPGE	Tarımsal Ekonomi ve Politika Geliştirme Enstitüsü Müdürlüğü
TFI Tab Gıda	TFI Tab Gıda Yatırımları A.Ş.
TİGEM	Tarım İşletmeleri Genel Müdürlüğü
TL	Türk lirası
TTSG	Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu

Tablolar

Tablo 1: Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi 10
Tablo 2: Sertifikalı Tohum Üretimi Amaçlı Temin Edilen Tohumlar (kg) 10
Tablo 3: Sertifikalı Tohum Üretimi Amaçlı Temin Edilen Tohumlar (%) 10
Tablo 4: Satış Miktarı ve Hasılatındaki Değişimler 13
Tablo 5: Satış Gelirleri Kategori Kırılımı 13
Tablo 6: Satış Miktarları Kategori Kırılımı 13
Tablo 7: Satış Gelirleri Coğrafi Kırılımı (ton) 13
Tablo 8: Satış Gelirleri Coğrafi Kırılımı (bin TL) 14
Tablo 8: Şirket'in Özet Bilançosu 15
Tablo 9: Şirket'in Gelir Tablosu 16
Tablo 10: Satışların Maliyeti 17
Tablo 11: Brüt Kar 18
Tablo 12: Stok Bilgisi 18
Tablo 13: Faaliyet Gelir ve Giderleri 19
Tablo 14: Genel Yönetim Giderleri 19
Tablo 15: Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler 20
Tablo 16: Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler 21
Tablo 17: Diğer Operasyonel ve Finansal Parametreler 22
Tablo 18: Finansman Gelirleri 22
Tablo 19: Finansman Giderleri 23
Tablo 20: Donuk Patates Sektöründe Üretim 24
Tablo 21: Donuk Patates Sektöründe Satışlar (Ton) 24
Tablo 22: Donuk Patates Sektöründe Satışlar (TL) 24
Tablo 23: Donuk Patates Sektöründe Satış Projeksiyonları 24
Tablo 24: FAVÖK Hesaplaması 28
Tablo 25: Net Kar Hesaplaması 29
Tablo 26: Net Finansal Borç Hesabı 30
Tablo 27: Yabancı Benzer Şirketler Açıklamaları 31
Tablo 28: Yerli Benzer Şirketler Açıklamaları 32
Tablo 29: Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK ve F/K Çarpanları 33
Tablo 30: TL ve ABD Doları bazında Değerlemede Kullanılan Şirket Verileri ve Döviz Kurları 34
Tablo 31: Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı 34
Tablo 32: Yabancı Benzer Şirketler F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı 34
Tablo 33: Yabancı Benzer Şirketler Ağırlıklandırılmış Çarpanlarına göre Özkaynak Değeri Hesabı 34
Tablo 34: Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK ve F/K Çarpanları 35
Tablo 35: Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı 36
Tablo 36: Yerli Benzer Şirketler F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı 36
Tablo 37: Yerli Benzer Şirketler Ağırlıklandırılmış Çarpanlarına göre Özkaynak Değeri Hesabı 36
Tablo 38: Piyasa Çarpanları Analiz Özeti 36
Tablo 39: Makroekonomik Varsayımlar 37
Tablo 40: Restoran Sayısı Projeksiyonu 38
Tablo 41: Fiş Sayısı Büyüme Projeksiyonu 38
Tablo 42: Satış Hacmi Projeksiyonu 38
Tablo 43: Hasılat Projeksiyonu 39
Tablo 44: Satılan Malın Maliyeti ve Genel Yönetim Giderleri Projeksiyonu 40
Tablo 45: FAVÖK Hesaplaması 41
Tablo 46: İşletme Sermayesi Projeksiyonu 42
Tablo 47: Yatırım Harcamaları Projeksiyonu 42
Tablo 48: Amortisman Projeksiyonu 42
Tablo 49: AOSM Hesabı 43
Tablo 50: İNA Hesabı 44
Tablo 51: Değerleme Yöntemleri Sonucu 45
Tablo 52: Halka Arz Fiyatı Hesabı 45

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Rapor Özeti

Raporun Amacı

Bu rapor, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (**"İş Yatırım"**) ile AtaKey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (**"AtaKey"** veya **"Şirket"**) arasında 01.02.2023 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık yetki sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerleme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

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

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına Güney Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından 2020, 2021 ve 2022 yılları ile 31.03.2023 ara dönemi için hazırlanan bağımsız denetim raporları, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ve İş Yatırım'ın analizlerine dayanmaktadır.

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

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

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

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

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerleme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Sorumluluk Beyanı

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

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

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

1 Şirket Hakkında Özet Bilgi

1.1 Genel Bakış

Şirket; Afyonkarahisar'ın Susuz Beldesi'nde yer alan tesisi ile yıllık 90 bin ton patates üretim kapasitesi, 75.000 m^2 kapalı alandan oluşan tesisi, 168.000 m^2'lik bir alana yayılan toplam büyüklüğü ile Türkiye'nin alanında yüksek kapasiteli fabrikalarından birisidir. Yenilikçi tarım teknolojilerine yaptığı yatırımın neticesinde sahip olduğu son teknoloji parkuru ile hem bulunduğu bölgenin hem de Türkiye'nin önde gelen yüksek üretim kapasiteli fabrikalarından biri olarak Türkiye ekonomisine katkı ve sisteme dahil edilen müstahsiller ile çok sayıda kişiye istihdam sağlamaktadır.

Şirket, kaplamalı/kaplamasız olmak üzere parmak patates, elma dilim, crinkle (tırtıklı), kafes patates, kırmızı kaplamalı crinkle (tırtıklı), patates gibi tüketimde yer alan nihai ürün portföyüne sahiptir.

AtaKey, yurt dışından yüksek kaliteli tohum ithal etmiş ve çoğaltarak ticari patates üretimi için kullanmaya başlamıştır. Böylece 2015 yılından itibaren Türkiye'de TİGEM'den kiralanan arazilerde kendi tohum yetiştirme faaliyetini ifa etmeye başlamış ve bu sistemi kurmuştur. Kendi tohum ekim sürecini yöneten ziraat mühendislerinden oluşan uzman bir ekibe sahiptir ve bu süreçte en gelişmiş yöntemleri kaliteli tohum yetiştirmek için kullanmaktadır. Hiçbir tohum ve patates, genetiği değiştirilmiş organizma içermemektedir, yetiştirme mevsiminde ve hasatta test edilerek önemli analizlere tabi tutulmaktadır.

Afyonkarahisar'ın Susuz Beldesi'nde yer alan tesis, 70.000 ton patates ve 15.000 ton tohumluk patates depolama kapasitesine sahiptir. Her biri 3.500 ton kapasiteye sahip depolama sistemlerinden oluşan odaları mevcuttur. Serinletici hava için giriş-çıkış kapakları ile sıcaklık ve nem, merkezi bilgisayar sistemi tarafından kontrol edilmektedir.

AtaKey, donuk işlenmiş patates sektöründe faaliyet göstermektedir. Zirai tedarik konusunda, başta cips ve yemeklik patates olmak üzere tüm zirai üreticilerle, üretim tarafında ise parmak patates üreticileriyle rekabet halindedir.

Patates üretimi, ekim alanlarının azalması, fiyatlarda yaşanan dalgalanmalar, iklim koşulları gibi nedenlerden dolayı değişiklik gösterebilmektedir. Türkiye'de, Tarım ve Orman Bakanlığı, Patates Bülteni'ne göre 2021 yılında 5,1 milyon ton patates üretilmiş, patates üretimi bir önceki yıla göre yaklaşık %2,0 oranında azalmıştır. Konya 622 bin 435 tonluk (%12,2) patates üretimi ile birinci sırada yer alırken, Niğde 575 bin 627 ton (%11,3) ile ikinci, Afyonkarahisar ise 562 bin 927 ton (%11,0) ile üçüncü sırada yer almaktadır.

Patates; taze veya işlenmiş olarak insan beslenmesinde, yumruları direkt olarak veya fabrika artıkları şeklinde hayvan beslenmesinde, bitkisel üretiminin devamlılığını sağlamak için tohumluk olarak ve çeşitli şekillerde gıda sanayinde işlenerek kullanılan önemli bir endüstri bitkisidir. Temel gıda ürünü olan patatesin kullanım alanlarının yaygınlaşması ve dünya nüfusunun artması patatese olan talebi ve tüketimini hızlı bir şekilde arttırmaktadır. Son beş yılda patates tüketiminde dalgalanmalar gerçekleşmiş olup, 2020/21 tüketim sezonu 2016/17 sezonuna göre göre %12,1 oranında, bir önceki yıla göre ise %1,9 oranında artmıştır. Bu yıllar arasında kişi başına patates tüketimi 48-51 kg arasında değişim göstermiştir (Kaynak: TEPGE Patates Ürün Raporu, 2022).

Şirket, ziraatte yıllar içerisinde takip ettiği metodoloji ve sıkı uygulamalar sayesinde ham patates maliyetini önceki yıllara kıyasla düşük seviyelere getirmiştir. S1 (üst kademe tohumluktan çoğaltılan sertifikalı tohum) tohumluk yetiştirme operasyonunun tamamını TİGEM'den özel tohumluk için ihale edilen arazilerde

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

yapmaktadır. Bununla birlikte, üretim kapasitesinin yüksekliği, ham patates depo ve üretim firelerinin azaltılması sayesinde elde edilen verimlilik ile arz güvenliği sağlamaktadır.

Kızartılmış, şoklanmış, kızartmalık patates üretim sektöründe üretim ve satış hacmi olarak pazarın önemli oyuncularından olan Şirket; büyüme potansiyeli, satış ve ihracat fırsatları, yeni yatırım imkanları ile gerek sektörün büyümesine gerekse de Türkiye'nin tarım ekonomisine katma değerli ürün portföyü ile katkı sağlamaktadır.

1.1.1 Tarihçe

Şirket 21 Eylül 2012 tarihinde AtaKey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi unvanı ile 8.000.000 adet paya karşılık 8.000.000.-TL sermaye ile kurulmuştur. Şirket, Erhan KURDOĞLU, Korhan KURDOĞLU, Tuna KURDOĞLU, Murat ÖZGÖRKEY ve Selim ÖZGÖRKEY tarafından kurulmuştur. Şirket'in kuruluşuna ilişkin Esas Sözleşme 21.09.2012 tarihinde tescil edilmiş ve 27.09.2012 tarih ve 8162 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.

Şirket, 2013 yılı başında Afyonkarahisar'ın Susuz Beldesi'nde üretim tesislerinin inşaatına başlamış olup 11 aylık süre içerisinde her türlü inşaat, mekanik, elektriksel işleri tamamlayarak, ekipmanların montaj ve devreye alınmalarını bitirmiştir. Şirket 2014 Şubat ayının başında üretim operasyonlarını başlatmış olup; "satılabilir" ürün üretmiş, sevkiyat ve satışlarına başlamıştır. Şirket, TFI Tab Gıda restoranlarının patates kızartması talebini karşılamaktadır ve ayrıca TFI Tab Gıda'nın HSR Çin operasyonlarına patates ürünlerini tedarik etmek için dondurulmuş, şoklanmış, kızartmalık patates ihraç etmektedir.

Şirket'in patates üretim tesisi 168.000 metrekarelik toplam yüz ölçüme ve yılda 90.000 ton kaplamalı kızartmalık patates üretim kapasitesine sahiptir. Aynı zamanda Şirket 30.000 metrekarelik ham madde ve 15.000 metrekarelik soğuk hava deposuna sahiptir. Sezonda yaklaşık 40.000 dönümlük zirai alanda yaklaşık 350 çiftçi ile 23 farklı şehirde hasat yapılmaktadır. Patates ürünlerinin kaynağında tutarlılık ve kalite sağlamak amacıyla Şirket, anlaşmalı çiftçilere tohum ve gübre temin etmektedir.

2014 yılında Erhan KURDOĞLU, Korhan KURDOĞLU ve Tuna KURDOĞLU Şirket toplam sermayesinin %50'sine tekabül eden paylarını TFI Tab Gıda'ya devretmiştir.

Ana yatırımdan sonra 2014-2015 yıllarında sulu kesim hatlarına ilave olarak "mekanik kesim hattı" yatırımı yapılmıştır. Bu yatırımla birlikte mekanik kesimle üretilebilen ürünler ürün gamına eklenmiştir. 2015 sezonunda stratejik bir karar alınıp S1 tohumluk çoğaltma operasyonu dış hizmet alınmadan TİGEM'den kiralanan arazilerde yapılmaya başlanmıştır ve 8 sezondur üretim bu şekilde sürdürülmektedir. 2015 yılı sonunda mekanik kesim hattında yeni bir ürün, "kafes patates", geliştirilmiş ve bu ürün hızlı servis restoranlarında tüketilmeye başlanmıştır.

2016 yılında ilk ihracat Çin'e yapılmıştır. 2017 yılında, 7.500 m^2 kapalı alana sahip tohum deposu yatırımı yapılmıştır. Ham patates depoları "dökme" sistem iken, tohum deposunda "kasalı sistem"e geçilmiştir[1]. Tohum deposu 15.000 ton tohum, ham patates deposu ise 70.000 ton ham patates depolama kapasitesine sahiptir. 2018 yılında hızlı servis restoranları için "kırmızı baharatlı crinkle (tırtıklı) patates" ürünü geliştirilmiş ve bu ürün restoranlarda tüketilmeye başlanmıştır. 2019 sonunda yatırımına başlanan 4. paketleme hattı Ağustos 2021'de montaj ve devreye almaları tamamlanarak kullanılmaya başlanmıştır.

8 Haziran 2019'da TFI Tab Gıda, Şirket'in geri kalan %50 payını Murat ÖZGÖRKEY ve Mustafa Selim ÖZGÖRKEY'den devralarak %100 sahibi konumuna gelmiştir.

[1] Dökme sistem, depolarda patatesin üst üste yığılmasıdır. Bu sisteme aynı zamanda, patatesin bir depoya yığılması denilebilir, hepsi birbirine temas etmektedir. Kasalı sistem ise; patatesin boyutuna göre, kalibrasyona göre sınıflandırılarak kasalar ayrılıp, depolanmasıdır.

Son genel kurul toplantısı ve son durum itibarıyla sermayedeki ve toplam oy hakkı içindeki payların tamamı tek pay sahibi olan TFI Tab Gıda Yatırımları A.Ş.'ye aittir. Pay durumuna ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 1: Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi

Ortağın Ticaret Unvanı / Adı Soyadı	Sermaye Payı / Oy Hakkı			
	Son Genel Kurul 04.04.2023		Son Durum İtibarıyla 10.04.2023	
	(TL)	(%)	(TL)	(%)
%5 Üzerinde Pay Sahipliği Bulunanlar				
TFI Tab Gıda Yatırımları A.Ş.	117.600.000	100	117.600.000	100
Toplam	117.600.000	100	117.600.000	100

Kaynak: Şirket bilgisi

1.1.2 Üretim Süreci

Ham patates üretim süreci 3 yıllık bir zaman dilimini kapsamaktadır. Birinci yıl, yurt içi ve yurt dışından elit tohumların TİGEM arazilerinde çoğaltılarak sertifikalı tohum haline getirilmesi amaçlı tohum temin edilmekte ve fabrika tohum deposuna teslim edilmektedir. Sertifikalı tohum üretmek için temin edilen bu tohumların yurt dışı/yurt içinden temin edilme oranlarına ilişkin yıllara göre bilgiler aşağıdaki tablolar ile verilmiştir.

Tablo 2: Sertifikalı Tohum Üretimi Amaçlı Temin Edilen Tohumlar (kg)

kg	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	03.2022	03.2023
Yerli	1.167.876	1.349.997	1.250.033	1.355.940	1.460.395	1.327.344	1.258.211	1.258.211	1.224.312
İthal	884.980	300.000	740.000	725.000	775.000	800.000	700.000	700.000	875.000
Toplam	2.052.856	1.649.997	1.990.033	2.080.940	2.235.395	2.127.344	1.958.211	1.958.211	2.099.312

Kaynak: Şirket bilgisi

Tablo 3: Sertifikalı Tohum Üretimi Amaçlı Temin Edilen Tohumlar (%)

%	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	03.2022	03.2023
Yerli	57%	82%	63%	65%	65%	62%	64%	64%	58%
İthal	43%	18%	37%	35%	35%	38%	36%	36%	42%
Toplam	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Kaynak: Şirket bilgisi

İkinci yıl, üst kademe gelen tohumlardan, TİGEM'e ait patates tohumluk üretimi için ihale edilen 3.500-4.000 dekar sulanabilir arazide, devletin belirlediği kriterlere uygun 14.000-16.000 ton sertifikalı tohumluk patates üretimi yapılmakta, çoğaltılmakta, sertifikalandırılmakta ve fabrika tohum deposuna teslim edilmektedir. Üçüncü yıl, sertifikalandırılan tohumluklar, ham patates üretim sözleşmesi yapılan çiftçi ve firmalara belirlenen miktarlarca dağıtılarak dikimlerinin gerçekleşmesi sağlanmaktadır. Sezon içerisinde arazi kontrolleri, gübreleme, ilaçlama programları yapılarak teknik destek verilmektedir. Hasat zamanı, söküm programı yapılmakta, alım kriterlerine uygun ham patatesler fabrika ham patates deposuna teslim edilmektedir. 9. sezon üretimini yapan AtaKey, 2023 yılı için 4.475 dönümlük arazi kiralamıştır.

Ham madde olarak kabul edilen patatesler üretilecek ürün ihtiyacına göre hazırlanmak üzere ham patates boyutlandırma hattından geçirilmektedir. Üretim alanındaki ilk aşama yıkamadır. Yıkanan ham patatesler kabuk soyma hattına aktarılmakta ve kabukları soyulmaktadır. Kabukları soyulan patatesler ayıklanarak

kesilmektedir. Boylamadan geçen kabuğu soyulmuş yumrular, sulu kesim hattına giderek ürünler parmak patates formunu almaktadır. Sulu kesimden ayıklanan parmak patatesler haşlama ünitesine gitmektedir. Haşlanan parmak patatesler kurutucuda kurutulmaktadır. Kaplamalı ürünler ise kurutucudan sonra kaplama aplikatöründe kaplanmakta, kaplanmayacak ürünler ise fritöze giderek kızartılmaktadır. Akabinde dondurucuda dondurulup, dağıtım sistemi vasıtasıyla paketleme alanına transfer edilmektedir. Son aşamada ürünler paketleme hattında kolilenmekte ve depolanmaktadır.

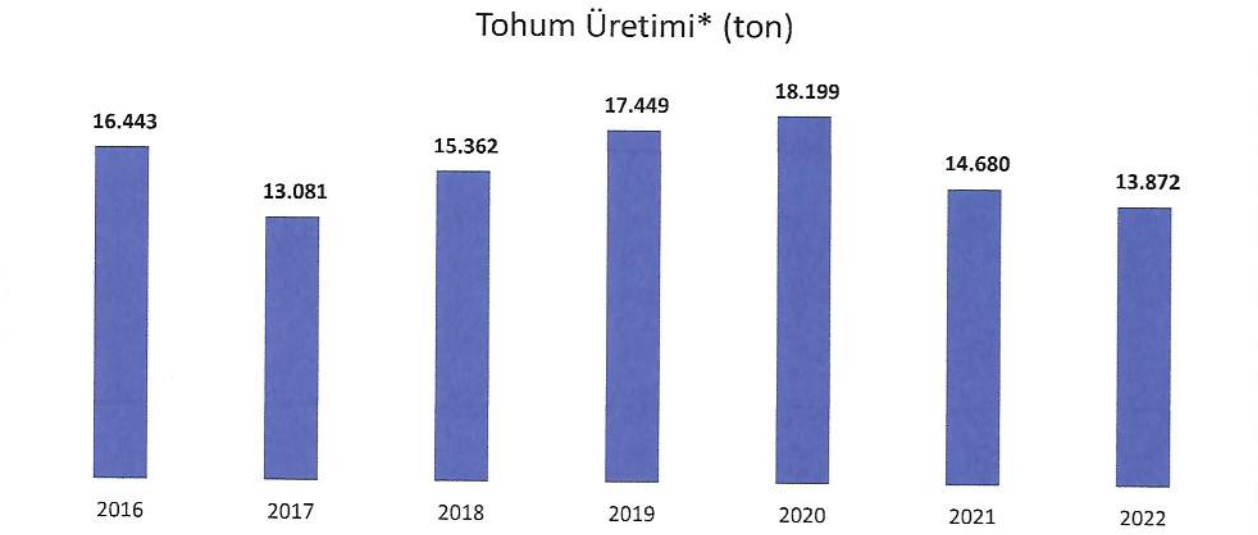
1.1.3 Ürün Kronolojisi

AtaKey'in mevcut ürün portföyünde kaplamalı/kaplamasız parmak patates, kaplamalı/kaplamasız elma dilim patates, kaplamalı/kaplamasız kafes patates, kaplamalı/kaplamasız crinkle (tırtıklı) patates bulunmaktadır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

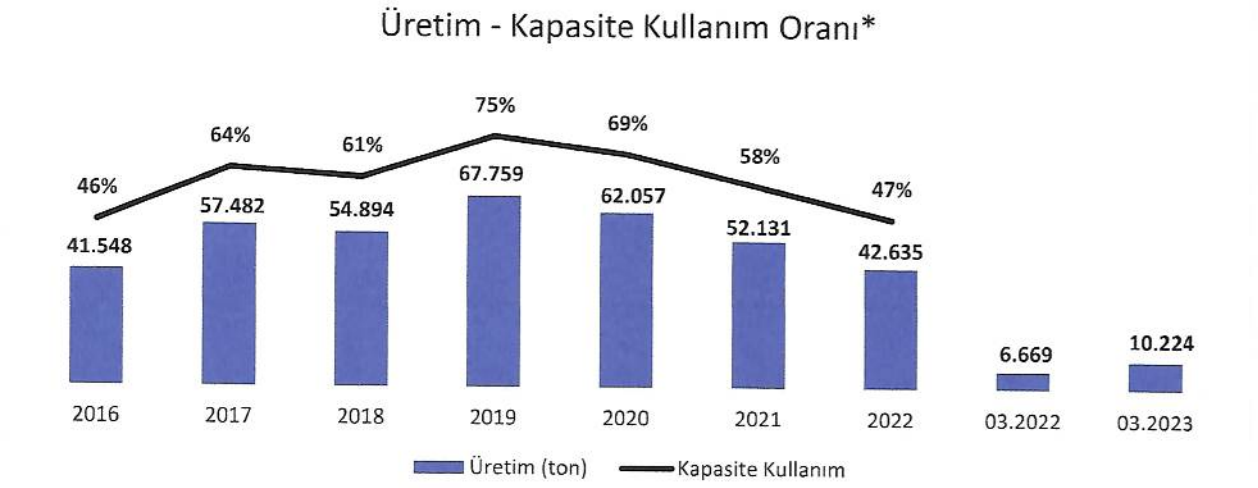
1.1.4 Tonaj Bazında Üretim ve Kapasite Kullanım Oranı

Şirket'in 2016-2022 yılları arasında tonaj bazında üretimi ve ilgili yıllardaki kapasite kullanım oranları aşağıda verilmiştir. 2020 yılından itibaren yaşanan COVID-19 salgınına rağmen 2020-2021 sezonunda üretime devam edilmiştir.



** Şirket'in tohum üretimi Ağustos – Ekim ayları arasında olduğu için 1. çeyrek dönemlerde tohum üretimi verisi yer almamaktadır.*
Kaynak: Şirket bilgisi

2022, 2021 ve 2020 yıllarında sırasıyla gerçekleşen üretime göre kapasite kullanım oranı %47, %58 ve %69'dur. Şirket, 2019 yılında şimdiye kadar gerçekleştirdiği en yüksek üretim rakamına ulaşmıştır (2019 yılı kapasite kullanım oranı: %75), fakat 2020 ve 2021 yılında pandemi sebebiyle satış tonajlarındaki düşüş, 2021 yılı içerisinde stok oluşmasına sebep olmuştur. Bu nedenle 2022'de mevcut stokların satılmasına öncelik verilmiş olduğundan, üretim miktarlarında düşüş gerçekleşmiştir.



**Şirket sezonluk hasat yaptığından dolayı kapasite kullanım oranı çeyreklik dönemler için verilmemiştir.*
Kaynak: Şirket bilgisi

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

1.2 Satışlar

Şirket'in 2016-2023 1. çeyrek dönemine ilişkin tonaj bazında toplam satış miktarları, satış miktarlarının önceki döneme göre değişim oranları, satışların hasılatı ve hasılatın önceki döneme göre değişim oranları aşağıdaki tablo ile gösterilmiştir.

Tablo 4: Satış Miktarı ve Hasılatındaki Değişimler

Satışlar	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	03.2022	03.2023	Son 12 Ay
Satış Miktarı (ton)	44.687	54.958	57.974	65.692	43.950	49.297	56.805	12.156	12.735	57.384
Satış Miktarındaki Değişim	uygun değil	23%	5%	13%	-33%	12%	15%	uygun değil	5%	uygun değil
Satış Hasılatı (mn TL)	124,9	179,9	235,9	352,7	308,3	368,3	1.105,6	149,2	351,8	1.308,3
Satış Hasılatındaki Değişim	uygun değil	44%	31%	50%	-13%	19%	200%	uygun değil	136%	uygun değil

Kaynak: Şirket bilgisi

Satış gelirlerinin ana kategoriler bazında sınıflandırılmasına bir örnek aşağıda verilmekte olup, oran hesabında gerçekleşen net satışlar toplamı dikkate alınmıştır.

Tablo 5: Satış Gelirleri Kategori Kırılımı

Satışlar (TL)	2020	Toplam İçindeki Payı (%)	2021	Toplam İçindeki Payı (%)	2022	Toplam İçindeki Payı (%)	1Ç2022	Toplam İçindeki Payı (%)	1Ç2023	Toplam İçindeki Payı (%)
Ürünler										
Kaplamalı*	242,6	78%	295,0	80%	733,5	66%	89,9	60%	268,1	76%
Kaplamasız**	21,5	7%	49,6	13%	294,5	27%	40,4	27%	55,6	16%
Diğer***	46,5	15%	23,7	6%	77,6	7%	18,9	13%	28,2	8%
Toplam	310,6	100%	368,3	100%	1.105,6	100%	149,2	100%	351,8	100%

Kaynak: Şirket bilgisi
**Kaplamalı: Nişasta unu veya baharat ile kaplama yapılan kızartmalık patatestir.*
***Kaplamasız: Kaplama yapılmayan kızartmalık patatestir.*
**** Diğer satışlar: Parça patates, tohum, gübre ve zirai ilaç satışlarını kapsamaktadır.*

Tablo 6: Satış Miktarları Kategori Kırılımı

Satışlar (bin ton)	2020	Toplam İçindeki Payı (%)	2021	Toplam İçindeki Payı (%)	2022	Toplam İçindeki Payı (%)	1Ç2022	Toplam İçindeki Payı (%)	1Ç2023	Toplam İçindeki Payı (%)
Ürünler										
Kaplamalı*	39,1	89%	40,3	82%	41,7	73%	8,4	69%	10,6	83%
Kaplamasız**	4,8	11%	9,0	18%	15,1	27%	3,7	31%	2,1	17%
Toplam	43,9	100%	49,3	100%	56,8	100%	12,2	100%	12,7	100%

Kaynak: Şirket bilgisi
**Kaplamalı: Nişasta unu veya baharat ile kaplama yapılan kızartmalık patatestir.*
***Kaplamasız: Kaplama yapılmayan kızartmalık patatestir.*

Şirket'in satış kırılımı, yurt içi ve yurt dışı satışlar olacak şekilde miktarsal ve tutarsal olarak aşağıda verilmiştir.

Tablo 7: Satış Gelirleri Coğrafi Kırılımı (ton)

Satış (ton)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1Ç2022	2Ç2023	Son 12 Ay
Yurt İçi	**37.744**	**42.486**	**44.834**	**43.135**	**31.580**	**37.350**	**47.768**	**10.604**	**11.832**	**48.996**
İlişkili Taraf	*32.500*	*35.928*	*40.336*	*40.384*	*27.586*	*30.462*	*35.481*	*7.193*	*10.069*	*38.357*
Grup Dışı	*5.244*	*6.558*	*4.498*	*2.751*	*3.994*	*6.888*	*12.287*	*3.410*	*1.763*	*10.640*
Yurt Dışı	**6.943**	**12.472**	**13.140**	**22.557**	**12.370**	**11.947**	**9.037**	**1.553**	**903**	**8.387**

Satış (ton)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1Ç2022	2Ç2023	Son 12 Ay
İlişkili Taraf (Çin)	*5.387*	*11.773*	*13.140*	*22.557*	*12.370*	*11.532*	*7.762*	*1.169*	*838*	*7.431*
*İlişkili Taraf (Diğer)**	-	-	-	-	-	-	-	-	*65*	*65*
Grup Dışı	*1.556*	*699*	-	-	-	*415*	*1.276*	*384*	-	*892*
Toplam	**44.687**	**54.958**	**57.974**	**65.692**	**43.950**	**49.297**	**56.805**	**12.156**	**12.735**	**57.384**
İlişkili Taraf	*37.887*	*47.701*	*53.476*	*62.941*	*39.955*	*41.994*	*43.242*	*8.362*	*10.907*	*45.787*
*İlişkili Taraf (Diğer)**	-	-	-	-	-	-	-	-	*65*	*65*
Grup Dışı	*6.801*	*7.257*	*4.498*	*2.751*	*3.994*	*7.303*	*13.563*	*3.794*	*1.763*	*11.532*

Kaynak: Şirket bilgisi
** Kuzey Makedonya ve Kuzey Kıbrıs ülkelerine yapılan ihracatı temsil etmektedir.*

Tablo 8: Satış Gelirleri Coğrafi Kırılımı (bin TL)

Satış (bin TL)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	1Ç2022	2Ç2023	Son 12 Ay
Yurt İçi	**108.405**	**131.390**	**166.864**	**205.170**	**192.365**	**255.478**	**887.852**	**124.629**	**327.229**	**1.090.452**
İlişkili Taraf	*79.653*	*95.638*	*134.409*	*160.294*	*134.421*	*186.304*	*588.647*	*67.596*	*252.185*	*773.236*
Grup Dışı	*28.752*	*35.752*	*32.454*	*44.876*	*57.944*	*69.174*	*299.205*	*57.033*	*75.044*	*317.216*
Yurt Dışı	**16.470**	**48.473**	**69.014**	**147.524**	**118.193**	**112.797**	**217.707**	**24.532**	**24.618**	**217.793**
İlişkili Taraf (Çin)	*12.706*	*46.006*	*69.014*	*147.524*	*118.193*	*109.129*	*189.910*	*18.986*	*22.873*	*193.797*
*İlişkili Taraf (Diğer)**	-	-	-	-	-	-	-	-	*1.745*	*1.745*
Grup Dışı	*3.764*	*2.467*	-	-	-	*3.669*	*27.797*	*5.546*	-	*22.251*
Toplam	**124.875**	**179.863**	**235.878**	**352.694**	**310.558**	**368.275**	**1.105.559**	**149.161**	**351.847**	**1.308.245**
İlişkili Taraf	*92.359*	*141.644*	*203.423*	*307.818*	*252.614*	*295.433*	*778.557*	*86.582*	*275.058*	*967.033*
*İlişkili Taraf (Diğer)**	-	-	-	-	-	-	-	-	*1.745*	*1.745*
Grup Dışı	*32.515*	*38.219*	*32.454*	*44.876*	*57.944*	*72.842*	*327.002*	*62.579*	*75.044*	*339.467*

Kaynak: Şirket bilgisi
** Kuzey Makedonya ve Kuzey Kıbrıs ülkelerine yapılan ihracatı temsil etmektedir.*

Şirket'in yurt içi satışları ilişkili taraf ve grup dışı satışlardan oluşmaktadır. Şirket'in yurt dışı satışları ise, ilişkili taraflardan Çin'i, ilişkili taraflardan diğer olarak kategorize edilmiş Kuzey Kıbrıs ve Kuzey Makedonya'yı, ve grup dışını kapsamaktadır. Çin'e yapılan satışlar, Şirket'in %100 sahibi olan TFI Tab Gıda'ya ait HSR Çin restoranlarına yapılan ilişkili taraf satışlarıdır.

2016 yılında toplam satışlar içerisindeki payı %74 olan yurt içi satışlar (diğer satışlar hariç), 2019 yılında ihracatın artması sebebiyle %49 seviyelerine kadar düşmüştür. 2020 yılında pandeminin etkisiyle yurt içindeki en büyük müşterisi konumunda olan restoranların belirli sürelerde kapalı kalmasının da etkisiyle satışlar düşmüş fakat buna karşın üçüncü taraf satışları artmıştır. 2022 yılında mevcut üçüncü taraf müşterilerine ek olarak, yeni müşterilerin de eklenmesi ve fiyatlar genel seviyesindeki artışların da etkisiyle 2022 yılında yurt içi satışların (diğer satışlar hariç) toplam satışlar içerisindeki payı tekrar %74 seviyelerine ulaşmıştır. 2023 yılının ilk çeyreği 2022 yılının ilk çeyreğiyle karşılaştırıldığında, yurtiçi satış payı (diğer satışlar hariç) %71'den %85 oranına kadar yükselmiştir. Bunun temel sebebi, patates İhracı Kayda Bağlı Mallara İlişkin Tebliğ ekinde yer alan mallara ilave edilmiş ve Bakanlık tarafından ön onayı verilmeyen malların ihracının gerçekleştirilmesi mümkün bulunmamaktadır. Dolayısıyla, 2023'ün ilk çeyreğinde yurtdışı satışların payı toplam satışlar içerisinde düşmüştür.

2016 yılından 2019 yılına kadar Şirket toplam satışlar içerisinde yurt dışı satışlar payını her yıl arttırarak 2019 yılında kendi ihracat rekoru seviyesine ulaşmıştır. 2020 yılında başlayan ve özellikle Çin'de etkili olarak yaşanan pandemi sebebiyle Çin'e ihracatlar azalmıştır. Pandemi etkisi Çin'deki sıfır vaka politikaları nedeniyle 2022 yılına kadar etkisini sürdürmüştür. Bunun yanı sıra Şirket Çin dışında ihracat kanallarını artırmış, yeni

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

ülkeleri portföyüne eklemiş, 2022 yılında yurt dışı satış payını toplam satışları içerisinde %20 seviyelerinde tamamlamıştır.

Diğer satışlar, parça patates, tohum, gübre ve zirai satışları kapsamaktadır. İlgili ekim döneminde, üretim planlamasına bağlı olarak çiftçilerle yapılan sözleşmeler kapsamında yıllar itibarıyla tohum, gübre ve zirai ilaç satışları değişkenlik göstermektedir.

Şirket, ihracata 2016 yılında Çin ile başlamıştır. 22.557 tonluk satış ile 2019 yılında Atakey, Çin'e kendi ihracat rekorunu kırmıştır.

Şirket'in mamul satışlarının tonaj olarak kırılımı Tablo 7'de verilmiştir. Şirket'in HSR Türkiye satışları TFI Tab Gıda'nın Türkiye'de operasyonlarına devam eden restoranlarına satışlarını temsil etmektedir. Şirket, ilişkili taraflarından Fasdat aracılığıyla HSR Türkiye'ye satış yapmaktadır. HSR Çin ise, TFI Tab Gıda'ya ait Çin'de operasyonlarına devam eden restoranlarına olan satışlarıdır.

2016-2019 yılları arasında hem Türkiye'de hem Çin'de devam eden büyümeye paralel olarak HSR Türkiye ve HSR Çin satışları artarak devam etmiştir. 2020 yılından itibaren COVID-19 salgınının etkisiyle hem Türkiye'de hem de Çin'de yaşanan kapanmaların da etkisiyle restoranlara olan satışlar azalmıştır.

Buna karşılık Şirket'in 3. taraf satışları artmıştır. 3. taraf satışlar daha çok Türkiye'deki zincir marketlere yapılmakla beraber ihracat yoluyla da Brezilya, Güney Kore, Bulgaristan, Kuzey Kıbrıs ve Kuzey Makedonya'ya yapılmıştır. 3. taraflara yapılan satışlar da hem tonaj hem de TL cinsinden aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

2 Finansal Durum

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.03.2023 dönemlerine ilişkin özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarından seçilen önemli finansal bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Tablo 9: Şirket'in Özet Bilançosu

	Bağımsız Denetimden Geçmiş			
Finansal Durum Tablosu (TL)	31.03.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Dönen Varlıklar	814.432.975	792.616.768	378.200.604	313.110.506
Duran Varlıklar	945.517.356	944.071.791	490.988.647	231.636.715
Toplam Varlıklar	1.759.950.331	1.736.688.559	869.189.251	544.747.221
Kısa Vadeli Yükümlülükler	684.005.683	674.712.338	476.887.584	357.047.423
Uzun Vadeli Yükümlülükler	143.177.865	164.961.187	250.857.850	152.609.453
Toplam Özkaynaklar	932.766.783	897.015.034	141.443.817	35.090.345
Toplam Kaynaklar	1.759.950.331	1.736.688.559	869.189.251	544.747.221

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

31.03.2023 tarihi itibarıyla 814.432.975 TL düzeyine ulaşan Dönen Varlıklar, aynı dönem itibarıyla toplam aktiflerin %46,3'ünü oluşturmaktadır. 31.12.2022 tarihi itibarıyla 792.616.768 TL düzeyine ulaşan Dönen Varlıklar aynı dönem itibarıyla toplam aktiflerin %45,6'sını oluşturmaktadır. Dönen Varlıklar bir önceki yıla göre sırasıyla 31.12.2021'de %20,8, 2022'de %109,6 oranına artış göstermiştir.

31.03.2023 tarihi itibarıyla 945.517.356 TL düzeyine ulaşan Duran Varlıklar aynı dönem itibarıyla toplam aktiflerin %53,7'sini, 31.12.2022 tarihi itibarıyla ise 944.071.791 TL olarak gerçekleşerek aynı dönem itibarıyla toplam aktiflerin %54,4'ünü oluşturmaktadır. Duran Varlıklar, bir önceki yıl sonuna göre %0,2, 31.12.2022 tarihinde ise bir önceki yıla göre sırasıyla 31.12.2021 tarihinde %112,0, 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %92,3 oranına artış göstermiştir.

31.03.2023 tarihinde 684.005.683 TL düzeyine ulaşan Kısa Vadeli Yükümlülükler aynı dönem itibarıyla toplam kaynakların %38,9'unu oluşturmaktadır. Kısa Vadeli Yükümlülükler bir önceki yıla göre sırasıyla 31.12.2021 tarihinde %33,6, 31.12.2022 tarihinde bir önceki yıla göre %41,5 oranına artış göstermiştir.31 Aralık 2022 tarihinde, 31.12.2021 tarihinde artışın ana sebepleri, uzun vadeli kredilerin kısa vadeye düşen kısımlarının artması ve ertelenmiş gelirlerin artmasından kaynaklanmaktadır.

Uzun Vadeli Yükümlülükler, 31.03.2023'te 143.177.865 TL, 31.12.2022'de 164.961.187 TL, 31.12.2021'de 250.857.850 TL, 31.12.2020'de ise 152.609.453 TL olarak gerçekleşmiş olup toplam kaynaklar içerisindeki payı sırasıyla %8,1, %9,5, %28,9 ve %28,0'dir. Uzun Vadeli Yükümlülükler bir önceki yıla göre sırasıyla 2021'de %64,4 oranında artış, 2022'de bir önceki yıla göre %34,2 oranında, 31.03.2023 tarihinde ise, 31.12.2022 tarihine göre %13,2 azalış göstermiştir.

31.03.2023 itibarıyla 932.766.783 TL düzeyine ulaşan Özkaynaklar aynı tarih itibarıyla toplam kaynakların %53,0'ını oluşturmaktadır. Özkaynaklar bir önceki yıla göre sırasıyla 2021 yılında %303,1 ve 2022 yılında %534,2 oranında artış göstermiştir. 31.02.2023 tarihinde ise, 31.12.2022 tarihine göre %4,0 oranında artış göstermiştir.

Tablo 10: Şirket'in Gelir Tablosu

	Bağımsız Denetimden Geçmiş				
TL	01.01.2023-31.03.2023	01.01.2022-31.03.2022	2022	2021	2020
Hasılat	351.847.054	149.161.236	1.105.559.482	368.275.322	310.558.419
Satışların Maliyeti (-)	(226.325.560)	(109.064.578)	(598.782.536)	(291.865.943)	(242.123.587)
Brüt Kar	**125.521.494**	**40.096.658**	**506.776.946**	**76.409.379**	**68.434.832**
Genel Yönetim Giderleri (-)	(12.156.282)	(3.410.060)	(14.215.095)	(7.709.620)	(5.370.906)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3.757.886	13.369.929	38.798.254	41.748.703	14.748.053
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(16.689.596)	(11.560.018)	(26.144.609)	(21.932.973)	(4.785.460)
Esas Faaliyet Karı	**100.433.502**	**38.496.509**	**505.215.496**	**88.515.489**	**73.026.519**
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	3.247.379	181.309	3.636.062	12.242.000	5.085.367
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(358.133)	(1.042.995)	(3.939.155)	(1.722.276)	(1.538.498)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	**103.322.748**	**37.634.823**	**504.912.403**	**99.035.213**	**76.573.388**
Finansal Gelirler	196.250	49.232	570.180	81.923	458.251
Finansal Giderler (-)	(27.350.247)	(28.926.475)	(92.645.436)	(247.597.240)	(136.375.987)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Zararı	**76.168.751**	**8.757.580**	**412.837.147**	**(148.480.104)**	**(59.344.348)**
Dönem Vergi Gideri (-)	(35.679.081)	-	(10.500.629)	-	-
Ertelenmiş Vergi Geliri	1.842.683	(1.146.066)	43.732.924	100.265.071	24.862.197
Net Dönem Karı Zararı	42.332.353	7.611.514	446.069.442	(48.215.033)	(34.482.151)

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Hasılat ve Satışların Maliyeti ve Brüt Kar:

Şirket'in hasılatı 31.03.2023 ile biten üç aylık dönemde 351.847.054 TL, 31.03.2022 ile biten üç aylık dönemde 149.161.236 TL, 31.12.2022, 31.12.2021 ve 31.12.2020 ile biten mali yıllarda ise, sırasıyla 1.105.559.482 TL 368.275.322 TL ve 310.558.419 TL olarak gerçekleşmiştir.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 11: Satışların Maliyeti

TL	01.01.2023-31.03.2023	01.01.2022-31.03.2022	2022	2021	2020
İlk Madde ve Malzeme Giderleri	(152.131.511)	(64.631.387)	(329.431.509)	(187.646.379)	(155.014.263)
Genel Üretim Giderleri	(33.079.418)	(10.894.533)	(123.161.918)	(29.896.740)	(23.619.983)
Nakliye Giderleri	(5.847.743)	(5.144.490)	(41.794.266)	(19.960.925)	(18.211.407)
Personel Giderleri	(15.035.138)	(4.008.852)	(29.929.087)	(18.039.432)	(16.366.109)
Amortisman Giderleri	(10.280.762)	(6.350.333)	(24.533.090)	(11.673.791)	(881.657)
Satılan Ticari Malların Maliyeti	(5.751.877)	(10.495.339)	(21.118.895)	(3.477.882)	(11.502.333)
Kira Giderleri	(544.378)	(5.956.270)	(17.348.125)	(12.985.034)	(5.753.333)
Kiralama İşlemlerinden Amortisman Giderleri	(570.800)	(261.372)	(1.426.102)	(1.045.950)	(842.927)
Sigorta Giderleri	(381.337)	(156.524)	(1.129.117)	(708.079)	(677.950)
Bakım ve Onarım Giderleri	(204.436)	(160.212)	(868.671)	(949.395)	(592.557)
Yakıt Giderleri	(186.766)	(94.267)	(826.264)	(313.556)	(386.380)
Resim, Harç ve Diğer Vergi Giderleri	(72.915)	(55.983)	(483.127)	(248.159)	(118.967)
Diğer	(2.238.479)	(855.016)	(6.732.365)	(4.920.621)	(8.155.721)
Toplam	(226.325.560)	(109.064.578)	(598.782.536)	(291.865.943)	(242.123.587)

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Satışların Maliyeti, 31.03.2023 ile biten üç aylık dönemde 226.325.560 TL, 31.03.2022 ile biten üç aylık dönemde 109.064.578 TL, 31.12.2022, 31.12.2021 ve 31.12.2020 ile biten mali yıllarda ise, sırasıyla 598.782.536 TL 291.865.943 TL ve 242.123.587 TL olarak gerçekleşmiştir.

Satışların Maliyeti, 31.03.2023 ile biten üç aylık dönemde, 31.03.2022 ile biten üç aylık dönemle karşılaştırıldığında ise 117.260.982 TL diğer bir deyişle %108 oranında artmıştır. Bu artış esas olarak, İlk Madde ve Malzeme Giderleri'nin 87.500.124 TL veya %135 oranında artmasından kaynaklanmaktadır.

Satışların Maliyeti hesabı, 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren yıl için 93.265.178 TL veya %312 oranında artan Genel Üretim Giderleri'nden (Genel Üretim Giderleri büyük oranda, elektrik giderlerini, doğalgaz giderlerini kapsamaktadır.), 17.641.013 TL veya %507 oranında artan Satılan Ticari Malların Maliyetinden (Satılan Ticari Malların Maliyeti, büyük oranda gübre maliyeti, zirai ilaç maliyeti, palet mal maliyetinden oluşmaktadır.), 21.833.341 TL veya %109 oranında artan Nakliye Giderlerinden, 141.785.130 TL veya %76 oranında artan İlk Madde ve Malzeme Giderlerinden, 11.889.655 TL veya %66 oranında artan Personel Giderlerinden kaynaklanmıştır.

Satışların Maliyeti hesabındaki artışın ana sebepleri, satışların hacim olarak artması sebebiyle maliyet kalemlerinin de artmasından, yaşanan fiyatlar genel seviyesindeki yükselişin maliyetlerde yaşanan artıştan, pandemi döneminde üretime devam edilip stoklanan ürünlerin depolanması ile ilgili katlanılan kira giderlerdir.

Satışların Maliyeti, 31 Aralık 2021 ile sona eren yılda 31 Aralık 2020'de sona eren yılla karşılaştırıldığında ise 49.742.356 TL, diğer bir deyişle %21 oranında artmıştır. Bu artış esas olarak, 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yıla göre 32.632.116 TL veya %21 oranında artan İlk Madde ve Malzeme Giderlerinden, 7.231.701 TL veya %126 oranında artan Kira Giderlerinden, 6.004.044 TL veya %25 oranında artan Genel Üretim Giderlerinden kaynaklanmıştır. Satışların hacim olarak artması sebebiyle maliyet kalemleri de paralel olarak artmıştır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 12: Brüt Kar

TL	01.01.2023-31.03.2023	01.01.2022-31.03.2022	2022	2021	2020
Hasılat	351.847.054	149.161.236	1.105.559.482	368.275.322	310.558.419
Satışların Maliyeti	-226.325.560	-109.064.578	(598.782.536)	(291.865.943)	(242.123.587)
Brüt Kar	**125.521.494**	**40.096.658**	**506.776.946**	**76.409.379**	**68.434.832**
Brüt Kar Marjı	**35,68%**	**26,88%**	**45,84%**	**20,75%**	**22,04%**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in Brüt Karı, 31.03.2023 ile biten üç aylık dönemde 31.03.2022 ile biten üç aylık döneme göre 85.424.836 TL veya %213 oranında artarak 125.521.494 olarak gerçekleşirken 31.03.2022 ile biten üç aylık dönemde ise 40.096.658 TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılında 506.776.946 TL gerçekleşirken 2021 ve 2020 yıllarında sırasıyla 76.409.379 TL ve 68.434.832 TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında bir önceki yıla göre %11,7 artan Brüt Kar, 2022 yılında bir önceki yıla göre %563,2 artış göstermiştir. Brüt Kar Marjı 2020 yılında %22,0 iken 2021 ve 2022 yıllarında ise sırasıyla %20,7 ve %45,8 olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında, 2020 yılına göre Brüt Kâr Marjındaki düşüşün sebebi; özellikle maliyetlerdeki artışın, piyasa koşulları gereği aynı zamanda ve oranda fiyatlara yansıtılamamasından kaynaklanmaktadır.

2019 yılından itibaren stok miktar hareketleri aşağıdaki tabloda görülmektedir.

Tablo 13: Stok Bilgisi

Açıklama	1Ç23	2022	2021	2020	2019
Dönem Başı Stok Miktarı	**20,6**	**34,9**	**31,9**	**14,5**	**13,3**
Dönem İçi Üretim Miktarı	10,0	42,5	51,9	63,1	67,4
Satış Miktarı	(12,7)	(56,8)	(48,8)	(45,7)	(66,2)
Dönem Sonu Stok Miktarı	**17,9**	**20,6**	**34,9**	**31,9**	**14,5**

Kaynak: Şirket bilgisi

Şirket operasyonlarının olağan akışı gereği yaklaşık 200 gün civarında stok ile çalışmaktadır. Pandemi etkisi ile, 2020 ve 2021 yıllarında stoklarda yaşanan artış ile birlikte 2021 ve 2022 içinde gerçekleşen üretim daha az seyretmiştir. Şirket stoklarını ağırlıklı ortalama maliyet yöntemi kullanarak maliyetlendirdiğinden, satılan mal maliyetine hem devreden stokların hem de dönem içinde üretilen stokların etkisi dahil olmaktadır.

Şirket 2021 ve 2022 yılında Çin'de pandemi etkilerinin devam etmesi sebebiyle, ihraç edilmesi planlanan ürünlerin satışını yurtiçine kaydırabilmiş ve 2021 ve 2022 yıllarında toplam satış miktarlarında artış kaydetmiştir. Şirket'in ürünleri, müşteriler tarafından istenen belirli özellikleri sağlayan özel ürünlerdir ve bu ürünleri sağlayan sınırlı sayıda üretici bulunmaktadır. Bunun sayesinde artan maliyetlere rağmen Şirket, satış fiyatlarını yurtiçinde de rekabetçi konumda belirleyebilmektedir. Bu sebeple 2022 yılında, artan satış fiyatları ile birlikte pandemi etkisi azalması ile satışlar daha normal seviyeye gelmiş ve brüt kar marjında olumlu etki yaratıldığı görülmüştür.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Faaliyet Gelir ve Giderleri:

Tablo 14: Faaliyet Gelir ve Giderleri

TL	01.01.2023-31.03.2023	01.01.2022-31.03.2022	2022	2021	2020
Genel Yönetim Giderleri (-)	(12.156.282)	(3.410.060)	(14.215.095)	(7.709.620)	(5.370.906)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3.757.886	13.369.929	38.798.254	41.748.703	14.748.053
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(16.689.596)	(11.560.018)	(26.144.609)	(21.932.973)	(4.785.460)

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Genel Yönetim Giderleri:

Tablo 15: Genel Yönetim Giderleri

TL	01.01.2023-31.03.2023	01.01.2022-31.03.2022	2022	2021	2020
Personel Giderleri	(3.141.992)	(1.514.146)	(7.035.415)	(4.091.033)	(3.173.271)
Resim, Harç ve Diğer Vergi Giderleri	(59.625)	(52.578)	(499.000)	(263.344)	(135.598)
Danışmanlık Giderleri	(7.051.373)	(129.968)	(1.352.304)	(596.265)	(505.825)
Dava Karşılıkları	-	-	(863.299)	-	-
Elektrik ve Yakıt Giderleri	(398.467)	(145.794)	(1.424.220)	(438.715)	(305.467)
Ofis ve Genel Yönetim Giderleri	(650.498)	(236.911)	(1.080.725)	(331.680)	(228.387)
Amortisman Giderleri ve İtfa Payları	(181.601)	(114.017)	(354.145)	(127.349)	(166.627)
Kiralama İşlemlerinden Amortisman Giderleri ve İtfa Payları	(36.960)	(21.641)	(110.114)	(111.892)	(192.724)
Diğer	(635.766)	(1.195.005)	(1.495.873)	(1.749.342)	(663.007)
Genel Yönetim Giderleri	(12.156.282)	(3.410.060)	(14.215.095)	(7.709.620)	(5.370.906)

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in Genel Yönetim Giderleri, 31.03.2023 ile biten üç aylık dönemde, 31.03.2022 ile biten üç aylık döneme göre 8.746.222 TL veya %256 oranında artarak 3.410.060 TL'den 12.156.282 TL'ye yükselmiştir. Bu artışın temel sebebi, Danışmanlık Giderleri hesabının 31.03.2023 ile biten üç aylık dönemde, 31.03.2022 ile biten üç aylık döneme göre 6.921.405 TL veya %5.325 oranında artmasından kaynaklanmaktadır. Bu artışın sebebi, Şirket'in, ilişkili taraflardan olan TFI Tab Gıda'dan almış olduğu danışmanlık hizmetlerinden kaynaklanmaktadır. Bu hizmetler, teknoloji desteği, bütçe ve planlama danışmanlığı, kurumsal zeka danışmanlığı ve iç denetim çalışmalarıdır. Genel Yönetim Giderleri, 2022 yılında 14.215.095 TL gerçekleşirken 2021 ve 2020 yıllarında sırasıyla 7.709.620 TL ve 5.370.906 TL olarak gerçekleşmiştir.

Genel Yönetim Giderleri, 31 Aralık 2021'de sona eren yılla karşılaştırıldığında 31 Aralık 2022'de sona eren yılda 6.505.475 TL veya %84,4 artış göstermiştir. Bu artış esas olarak Şirket personeline ödenen maaşlardaki yıllık artış sebebiyle 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yıla göre Personel Giderlerindeki 2.944.382 TL veya %72,0 oranındaki artıştan kaynaklanmıştır. 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren yıl bakımından Şirket'in 985.505 TL veya %224,6 oranında artış gösteren Elektrik ve Yakıt giderlerindeki artış da Şirket'in Genel Yönetim Giderlerindeki artışa sebep olmuştur. Ayrıca 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren yıla ilişkin Dava Karşılıkları da 863.299 TL'dir.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Genel Yönetim Giderleri, 31 Aralık 2020'de sona eren yılla karşılaştırıldığında 31 Aralık 2021'de sona eren yılda 2.338.714 TL veya %43,6 artış göstermiştir. Bu artış temel olarak, Şirket personeline ödenen maaşlardaki yıllık artış sebebiyle 31 Aralık 2020 tarihinde sona eren yıla göre Personel Giderlerindeki 917.762 TL veya %28,9 oranındaki artıştan, 31 Aralık 2021 yılında ayrılan 979.648 TL tutarındaki Şüpheli Alacak Karşılığından kaynaklanmıştır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler:

Tablo 16: Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

TL	01.01.2023-31.03.2023	01.01.2022-31.03.2022	2022	2021	2020
Ticari İşlemlerden Kaynaklı Kur Farkı Gelirleri	2.628.143	11.379.270	26.744.634	35.866.565	5.801.607
Devlet İhracat Teşvikleri	211.520	631.480	4.267.322	4.827.210	5.416.129
Vadeli Alımlardan Kaynaklı Finansman Gelirleri	126.629	1.045.928	4.311.591	13.917	1.746.162
Atık Ürün Gelirleri	166.936	87.089	1.507.396	370.363	-
Diğer	624.658	226.162	1.967.311	670.648	1.784.155
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3.757.886	13.369.929	38.798.254	41.748.703	14.748.053

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler, (i) Ticari Alacakların Kur Farkı Gelirlerinden, (ii) Devlet İhracat Teşviklerinden, (iii) Reeskont Gelirlerinden, (iv) Atık Ürün Gelirleri ve (v) Diğer Gelirlerden oluşmaktadır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler hesabı, 31.03.2023 ile biten üç aylık dönemde, 31.03.2022 ile biten üç aylık döneme göre 9.612.043 TL veya %72 oranında azalarak 13.369.929 TL'den 3.757.886 TL'ye düşmüştür. Bu düşüşün temel sebebi, Ticari İşlemlerden Kaynaklı Kur Farkı Gelirleri hesabının 31.03.2023 ile biten üç aylık dönemde, 31.03.2022 ile biten üç aylık döneme göre 8.751.127 TL veya %77 oranında düşmesinden kaynaklanmaktadır. Ticari İşlemlerden Kaynaklı Kur Farkı Gelirleri hesabındaki azalışın temel sebebi gerçekleşen ihracatın azalmasıdır.

31 Aralık 2021'de sona eren yılla karşılaştırıldığında 31 Aralık 2022'de sona eren yılda 2.950.449 TL, veya %7,1 oranında azalmıştır. Bunun temel nedeni, döviz kuru değişimleri sebebiyle Ticari İşlemlerden Kaynaklı Kur Farkı Gelirlerinde yaşanan azalıştır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler, 31 Aralık 2020'de sona eren yılla karşılaştırıldığında 31 Aralık 2021'de sona eren yılda 27.000.650 TL veya %183,1 oranında artmıştır. Bunun temel nedeni, döviz kuru dalgalanmaları sebebiyle Ticari İşlemlerden Kaynaklı Kur Farkı Gelirlerinde yaşanan artıştır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler:

Tablo 17: Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

TL	01.01.2023-31.03.2023	01.01.2022-31.03.2022	2022	2021	2020
Çalışmayan Kısım Gideri	(4.535.023)	(5.054.818)	(12.583.291)	(3.607.425)	(1.435.501)
Ticari İşlemlerden Kaynaklı Kur Farkı Giderleri	(1.050.798)	(2.315.507)	(6.635.013)	(12.962.758)	(1.254.347)
Çalışmayan Kısım Amortisman Giderleri	(4.099.909)	(1.665.807)	(4.741.929)	(1.064.634)	(612.132)
Vadeli Satışlardan Kaynaklı Finansman Giderleri	(6.916.664)	(2.461.150)	(820.767)	(897.557)	(471.115)
Yapılandırılan Vergi Giderleri	-	-	-	(2.579.426)	-
Diğer	(87.202)	(62.736)	(1.363.609)	(821.173)	(1.012.365)
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(16.689.596)	(11.560.018)	(26.144.609)	(21.932.973)	(4.785.460)

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler, (i) Çalışmayan Kısım Giderlerinden, (ii) Ticari Borçların Kur Farkı giderlerinden, (iii) Çalışmayan Kısım Amortisman Giderlerinden, (iv) Ticari Borçların Vade Farkı Giderlerinden, (v) Yapılandırılan Vergi Giderlerinden ve (vi) Diğer Giderlerden oluşmaktadır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler hesabı, 31.03.2023 ile biten üç aylık dönemde, 31.03.2022 ile biten üç aylık döneme göre 5.129.578 TL veya %44 oranında artarak 11.560.018 TL'den 16.689.596 TL'ye çıkmıştır. Bu artışın temel sebebi, Vadeli Satışlarlardan Kaynaklı Finansman Giderleri hesabının 31.03.2023 ile biten üç aylık dönemde, 31.03.2022 ile biten üç aylık döneme göre 4.455.514 TL veya %181 oranında artmasından kaynaklanmaktadır. Vadeli Satışlardan Kaynaklı Finansman Giderleri hesabındaki artışın temel sebebi, ilişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar bakiyesinin artmasından kaynaklanmaktadır.

31 Aralık 2021'de sona eren yılla karşılaştırıldığında 31 Aralık 2022'de sona eren yılda 4.211.636 TL, veya %19,2 oranında artmıştır. Bunun temel nedeni, 2022 yılında fabrika 4 ay boyunca üretim yapmadığı dönem içerisinde oluşan çalışmayan kısım giderlerindeki artıştan meydana gelmektedir.

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler, 31 Aralık 2020'de sona eren yılla karşılaştırıldığında 31 Aralık 2021'de sona eren yılda 17.147.513 TL, veya %358,3 oranında artmıştır. Bunun temel nedeni, döviz kuru dalgalanmaları sebebiyle ticari borçların kur farkı giderlerinde yaşanan artıştır.

FAVÖK:

Aşağıdaki tablo, ilgili döneme ait FAVÖK mutabakatını göstermektedir. Şirket'in FAVÖK marjı 2022 yılında %47, 2021 yılında %22 ve 2020 yılında %25 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in üretim tonajlarını ve satış tonajlarını karşılaştırdığımızda 2022 yılı için 42.635 ton üretim 56.805 ton satış, 2021 yılı için 52.131 ton üretim, 49.297 ton satış ve 2020 yılı için 62.057 ton üretim, 43.950 ton satış gerçekleşmiştir. 2022 yılında 2021'e göre üretim azalıp satış miktarları arttığından stoklardaki maliyetin zaman etkisi ile brüt kâr marjı ve buna paralel olarak FAVÖK marjı önceki yıllara göre yükselmiştir.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 18: Diğer Operasyonel ve Finansal Parametreler

	31.03.2023 ile biten son 12 ay	01.01.2023-31.03.2023	2022	2021	2020
FAVÖK (TL)	603.818.321	127.772.238	519.613.607	82.723.375	76.380.669
FAVÖK Marjı (%)	*46%*	*36%*	*47%*	*22%*	*25%*
Hasılat (TL)	1.308.245.300	351.847.054	1.105.559.482	368.275.322	310.558.419
Net Borçluluk / FAVÖK (x)*	uygun değil	0,8	0,9	7,1	5,2
Yatırım Harcamaları (TL)	38.834.056	11.087.955	31.834.972	18.116.597	13.699.167
Net Nakit Döngüsü (gün)*	uygun değil	204	246	299	208

**31 Mart 2023 ile biten son 12 aylık veriler üstünden hesaplanmıştır.*
Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Finansman Gelirleri:

Tablo 19: Finansman Gelirleri

TL	01.01.2023-31.03.2023	01.01.2022-31.03.2022	2022	2021	2020
Kiralama Yükümlülüklerine İlişkin Kur Farkı Gelirleri	196.250	49.232	570.180	-	-
İlişkili Olmayan Şirketlere Borçtan Kaynaklanan Faiz Gelirleri	-	-	-	-	458.251
Yapılandırılan Vergilere İlişkin Vade Farkı Gelirleri	-	-	-	81.923	-
Finansman Gelirleri	196.250	49.232	570.180	81.923	458.251

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Finansman Gelirleri, 31 Mart 2023 ile biten üç aylık dönemde, 31 Mart 2022 ile biten üç aylık döneme göre, %299 oranında artmıştır. Bu artışın temel sebebi döviz kurlarında yaşanan dalgalanmalardır. 31 Aralık 2021'de sona eren yılla karşılaştırıldığında, 31 Aralık 2022'de sona eren yılda 488.257 TL, veya %596,0 oranında artış göstermiştir. Temel nedeni kiralama yükümlülüklerine ilişkin kur farkı gelirlerinden oluşmaktadır.

2020 yılında İlişkili Olmayan Şirketlere Borçtan Kaynaklanan Faiz Gelirleri, Özgörkey Gıda Ürünleri San. ve Tic. A.Ş. ile ilgilidir. Vadeli borcun reeskonta tabii tutulmasından kaynaklanmıştır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Finansman Giderleri:

Tablo 20: Finansman Giderleri

TL	01.01.2023-31.03.2023	01.01.2022-31.03.2022	2022	2021	2020
Faiz gideri	(16.812.426)	(7.659.165)	(43.578.219)	(28.792.564)	(20.998.098)
Finansal borçlardan kaynaklanan kur farkı giderleri	(7.216.280)	(18.625.239)	(39.037.469)	(206.698.641)	(95.492.936)
Teminat mektubu komisyon giderleri	(3.180.994)	(2.431.832)	(9.178.934)	(6.736.265)	(4.033.740)
Kiralama yükümlülüklerine ilişkin faiz giderleri	(130.579)	(34.646)	(309.771)	(297.128)	(130.477)
Kiralama yükümlülüklerine ilişkin kur farkı giderleri	-	-	-	(1.045.686)	(899.665)
İlişkili olmayan şirketlere borçlardan kaynaklanan kur farkı giderleri	-	-	-	(3.593.837)	(14.022.407)
İlişkili şirketlere borçlardan kaynaklanan faiz giderleri	-	-	-	(285.025)	(166.507)
Diğer	(9.968)	(175.593)	(541.043)	(148.094)	(632.157)
Finansman Giderleri	(27.350.247)	(28.926.475)	(92.645.436)	(247.597.240)	(136.375.988)

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Finansman Giderleri, (i) Kur Farkı Giderinden, (ii) Faiz Giderlerinden, (iii) Kiralama Yükümlülüklerine İlişkin Faiz Giderinden (iv) Kiralama Yükümlülüklerine İlişkin Kur Farkı Giderinden, (v) Teminat Mektubu Komisyon Giderlerinden, (vi) İlişkili Olmayan Şirketlere Borçlardan Kaynaklanan Kur Farkı Giderlerinden ve (v) Diğer Finansman giderlerden oluşmaktadır.

Finansman Giderleri, 31 Mart 2023 ile biten üç aylık dönemde, 31 Mart 2022 ile biten üç aylık döneme göre %5 oranında veya 1.576.228 TL azalmıştır.

Faiz Gideri, 31 Mart 2023 ile biten üç aylık dönemde, 31 Mart 2022 ile biten üç aylık döneme göre 9.153.261 TL veya %119,5 oranında artmıştır. Bu artışlar, net işletme sermayesi ihtiyacını karşılamak için alınan finansal borçlar ile ilgilidir. Finansal Borçlardan Kaynaklanan Kur Farkı Giderleri, 31 Mart 2023 ile biten üç aylık dönemde, 31 Mart 2022 ile biten üç aylık döneme göre 11.408.959 TL veya %61,3 oranında azalmıştır.

31 Aralık 2021'de sona eren yılla karşılaştırıldığında, 31 Aralık 2022'de sona eren yılda 154.951.804 TL, veya %62,6 oranında azalış göstermiştir. Bu azalış esas olarak, 2021 yılında oluşan Kiralama Yükümlülüklerine İlişkin Kur Farkı Giderleri, İlişkili Olmayan Şirketlere Borçlardan Kaynaklanan Kur Farkı Giderleri ve İlişkili Şirketlere Borçlardan Kaynaklanan Faiz Giderlerindeki düşüşten kaynaklanmıştır. İlgili giderler 2022 yılında oluşmamaktadır. Finansman Giderlerindeki Faiz Giderleri 2022 yılında 2021 yılına göre, kredilerden kaynaklı olarak %51,4 oranında artmıştır. Ek olarak Teminat Mektubu Komisyon Giderleri, 2022 yılında %36,3 oranında 2021 tarihine göre artmıştır. Artışın sebebi, teminat mektubu kullanım için artan komisyon oranlarıdır.

Finansman Giderleri, 31 Aralık 2020'de sona eren yılla karşılaştırıldığında, 31 Aralık 2021'de sona eren yılda 111.221.253 TL, veya %81,6 oranında artış göstermiştir. Bunun temel nedeni, finansal borçlardan kaynaklanan kur farkı giderlerindeki artıştır.

3 Sektör Hakkında Bilgiler

Şirket, yönetimin hesaplamalarına göre Şirket üretim kapasitesi olarak 90.000 ton ile sektördeki önemli oyunculardan birisidir.

Tablo 21: Donuk Patates Sektöründe Üretim

Donuk Patates Sektörü - Üretim (ton)				
Üretim (ton)	2021	2020	2019	2018
AtaKey	52.131	62.057	67.759	54.894
Toplam Sektör	241.601	193.815	264.952	237.199
AtaKey Üretiminin Sektör Toplamına Oranı	22%	32%	26%	23%

Kaynak: TÜİK verileri ve Şirket bilgisi

Şirketin bulunduğu dondurulmuş patates sektörüne bakıldığında, TÜİK Yıllık Sanayi Ürün İstatistikleri verilerine göre Şirket, 2019 yılında sektör içerisindeki üretimin 26%'sını, 2020'de ise %32'sini gerçekleştirmiştir. 2021 yılında ise, 2020 yılında pandemi sebebiyle talebin azalması sonucunda üretim tutarlarında azalış gözükmektedir. *(kaynak:https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Yillik-Sanayi-Urun-(PRODCOM)-Istatistikleri-2021-45835)*

Tablo 22: Donuk Patates Sektöründe Satışlar (Ton)

Donuk Patates Sektörü - Satış (ton)				
Satış (ton)	2021	2020	2019	2018
AtaKey	49.086	43.818	66.096	57.731
Toplam Sektör	258.222	155.312	251.838	245.408
AtaKey Satışlarının Sektör Toplamına Oranı	19%	28%	26%	24%

Kaynak: TÜİK verileri ve Şirket bilgisi

Satış tonajlarının dağılımına bakıldığında ise, TÜİK verilerine göre 2021 yılında sektörde üretilen ve satılan her 5 kg ürün üstünden yaklaşık 1 kg'ı AtaKey tarafından işlenmektedir. 2020 itibarıyla Çin'de başlayan pandemi etkisiyle satış tonajlarında bir düşüş gerçekleşmiştir. Bu düşüş etkisi Ocak 2023 itibarıyla azalmaya başlamıştır.

Tablo 23: Donuk Patates Sektöründe Satışlar (TL)

Donuk Patates Sektörü - Satış (TL)				
Satış (TL)	2021	2020	2019	2018
AtaKey	368.275.322	310.558.419	359.182.447	231.439
Toplam Sektör	1.544.128.708	853.205.032	1.428.563.680	947.772
AtaKey Satışlarının Sektör Toplamına Oranı	24%	36%	25%	24%

Kaynak: TÜİK verileri ve Şirket bilgisi

Satış tutarlarının dağılımına bakıldığında ise, TÜİK verilerine göre 2021 yılı itibarıyla donuk patates sektöründe, tutarsal bazda %24'lük satış payına sahiptir. Yukarıda 2021 itibarıyla görünen %19 tonaj payına kıyasla %24 oranında satış payına sahip olmasının sebebi Şirket'in etkin fiyat konumlanmasıdır.

Tablo 24: Donuk Patates Sektöründe Satış Projeksiyonları

İşlenmiş Donuk Patates Satışları										
Satış (ton)	2027	2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018
Toplam Sektör	352.568	334.187	316.765	300.252	284.599	271.046	258.222	155.312	251.838	245.408

Kaynak: Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı internet sitesi, https://www.sbb.gov.tr/orta-vadeli-programlar/

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı tarafından *https://www.sbb.gov.tr/orta-vadeli-programlar/* web sitesinde yayınlanan 28 Kasım 2022 tarihli Orta Vadeli Program 2023-2025 çalışmasında bulunan 2027'ye kadar olan büyüme hedeflerindeki 2022 yılı dikkate alındığında Şirket'in sektör büyüklüğü içerisindeki payı 2022'de %21'dir. Bu rapora göre önümüzdeki yıllarda ise yıllık ortalama %5 oranında büyüme tahmini bulunmaktadır. AtaKey tonajlarındaki büyüme, ihracat ve iç pazarda tedariki sağlanan TFI Tab Gıda'daki büyüme hedefleriyle paralel olacak şekilde ilerlemektedir.

4 Şirket'in Avantajları

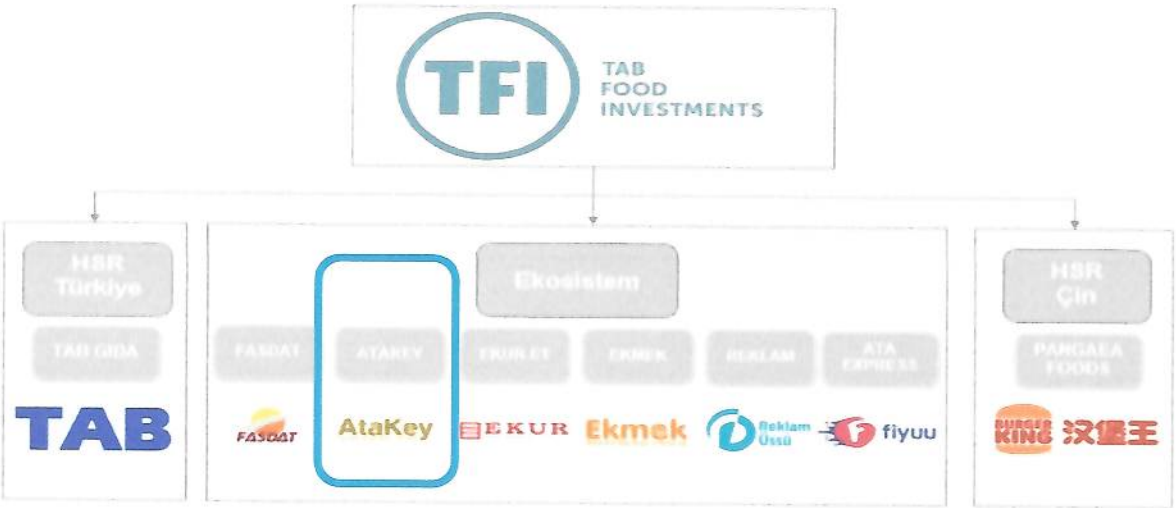
Türkiye Pazarındaki Güçlü Konumu

Şirket'in %100 sahibi konumundaki TFI Tab Gıda, TFI Tab Gıda, 31 Mart 2022 itibarıyla Türkiye'de 1.490 ve Çin'de 1.405 olmak üzere toplam 2.895 restoranı, dünyaca bilinen markaları (Burger King, Popeyes, Sbarro, Arby's, Subway) ve yerli bilinen markaları (Usta Dönerci, Usta Pideci) ile hızlı servis restoran sektöründe Türkiye'nin öncü kuruluşlarındandır. TFI Tab Gıda, Türkiye ve Çin'de işlettiği restoranlar ile önemli sektör oyuncularından birisidir. Restoran faaliyetlerine ek olarak TFI Tab Gıda, HSR işletmeleri bakımından uçtan uca tedarik zinciri yaratmak için kurmuş olduğu işletmelerde de faaliyet göstermektedir.

Şirket, TFI Tab Gıda Ekosistemi'nde bulunmasıyla birlikte önemli sektör oyuncularından biri haline gelmiştir. TÜİK Yıllık Sanayi Ürün İstatistikleri verilerine göre 2021 yılında sektörde üretilen ve satılan her 5 kg ürün üstünden yaklaşık 1 kg'ı AtaKey tarafından işlenmektedir.

(kaynak:*https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=Yillik-Sanayi-Urun-(PRODCOM)-Istatistikleri-2021-45835*)

AtaKey'in TFI Tab Gıda işletmeleri içindeki konumu aşağıdaki şema ile verilmektedir.



Şirket, üretim kapasitesi olarak 90.000 ton ile sektördeki önemli oyunculardan birisidir. *(kaynak: Şirket hesaplamaları)*

Ürün Kalitesi ve Sertifikasyonlar

AtaKey yıllar içerisinde farklı ürünleri tüketici ile buluşturmuştur. Ürün kalitesi tarafsız kurumlardan alınan sertifikalar ile onaylatılmıştır. Örneğin, global standartta gıda güvenirliği için önemli olan BRC sertifikası 2015

yılında alınmıştır. Bununla beraber, Burger King ve Popeyes gibi global markaları da bünyesinde barındıran Restaurant Brands International ("RBI") tarafından yapılan NSF RBI (National Sanitation Foundation) denetimlerini son olarak 100 üzerinden 98,38 puanla 2022 yılında tamamlamıştır.

Artan Nüfus ile Artan Gıda Talebi ve Sürdürülebilir Tarım Modeli

Artan nüfus ile birlikte gıdaya olan ihtiyacın artması ve tarım alanlarının azalması sebebiyle patates gibi temel gıda ürünlerine olan talep her geçen gün artmaktadır. Atakey ürünleri tarladaki doğallığıyla sofralara getirmeyi hedeflemiştir. Sürdürülebilir üretim modeli uygulanmaktadır. Çevreyi olumsuz etkileyecek atık miktarını azaltılarak, döngüsel ekonomiye katkı sağlamaktadır ve atıkları ısı ve elektriğe dönüştürerek alternatif enerji kaynakları oluşturmaktadır.

Şirket, patateslerin kızartılmasında kullanılan sürdürülebilir palm yağı teminini ve biyo çeşitliliği desteklemek için Ekim 2021'de Malezya'daki RSPO (Roundtable on Sustainable Palm Oil) derneğine üye olmuştur. Denetimlerden geçerek Ocak 2022'de "Mass Balance" ("Kütle Denkliği") sertifikası alınmıştır. Şirket, ham patatesi yıkarken kullandığı suyun tamamını geri kullanmaktadır. Bu uygulama ile Şirket, bir üretim sezonunda 500-600 bin m^3 su tasarruf etmektedir. Ayrıca alıcı ortama deşarj edilen suyun %10'unu yeniden kullanmak için geri dönüştürme hazırlıkları yapılmaktadır. Deşarj edilen atık suyun %10'unu tekrar filtrelemeden geçirip yılda 75-90 bin m^3 su kazanılması planlanmaktadır. Şirket, 2023 yılında üyesi olduğu, Supplier Leadership on Climate Transition (S-LoCT) programı aracılığıyla üretim süreçleri ve tedarik zincirinden kaynaklanan sera gazı emisyonlarını ölçerek karbon ayak izini takip ve analiz etmektedir. Şirket, 2023 yılında karbon ayak izini azaltmak amacıyla, Carbon Disclosure Project (CDP), World Resources Institute (WRI), UN Global Compact ve World Wide Fund for Nature (WWF) arasında iş birliği sonucunda kurulan Science Based Targets Initiative (SBTI) kurumunda taahhütte bulunacaktır.

Artan İhracat Potansiyeli

Şirket, ihracata 2016 yılında Çin ile başlamıştır. Çin'e ilave olarak, Şirket zaman içerisinde ihracat portföyüne 5 ülke daha eklemiştir. Bu ülkeler, Brezilya, Güney Kore, Bulgaristan, Kuzey Kıbrıs ve Kuzey Makedonya'dır. Çin dışındaki ülkelere satış 2016 yılında başlamıştır. 2022 yılında toplam ihracat satışlarının %3'ü Çin dışındaki ülkelere yapılmıştır. Farklı ülkelere numuneler iletilmiş olup, Şirket ile potansiyel ihracat müşterileri arasındaki görüşmeler devam etmektedir.

Artan Karlılık, Güçlü Finansal Yapı

2022 yılında Hasılat'ın artışı ve bununla birlikte Brüt Kar Marjı'nın 2022 yılında %46'ya ulaşması ile birlikte Şirket, operasyonlarından elde ettiği nakit sayesinde, yatırım harcamaları ve işletme sermayesi ihtiyacını karşılamış, ayrıca finansal net borç miktarını azaltmayı sağlamıştır. 2023 yılının ilk çeyreğinde Brüt Kar Marjı %36 seviyelerinde devam etmektedir. Net finansal borç/FAVÖK oranı, 31.12.2022 itibarıyla 0,9x seviyesine, 31.03.2023 ile biten son 12 aylık dönem üzerinden hesaplanan FAVÖK ile 0,8x seviyesine düşmüştür.

Kalite ve Araştırma Geliştirme Çalışmaları

Şirket, ürün tedariğinin büyük bir çoğunluğunu üretici olarak adlandırdığı çiftçilerle ya da tarım sektöründe faaliyet gösteren tüzel kişilerle imzalamış olduğu patates üretim sözleşmesi kapsamında temin etmektedir. Üreticiler ile imzalanan patates üretim sözleşmesi kapsamında, Şirket tarafından üreticiye belirli standartlarda, kalitede ve çeşitte patates tohumu ve sözleşme şartlarına göre gübre ve/veya nakit destek verilmekte, üretici de; sözleşmede tarafların mutabık kaldığı miktarda ve belirlenen standartlarda, kalitede patates üretimi yapıp Şirket'e yine sözleşmede belirtilen ücret karşılığında teslim etmektedir.

Şirket kendi tohum ekim sürecini yöneten ziraat mühendislerinden oluşan uzman bir ekibe sahiptir ve bu süreçte kaliteli tohum yetiştirmek için en gelişmiş yöntemleri kullanmaktadır. Tüm tohum ve patatesler genetiği değiştirilmiş herhangi bir organizma içermemektedir, yetiştirme mevsiminde ve hasatta test edilerek önemli analizlere tabi tutulmaktadır.

Şirket, tohum üretimini TİGEM'den özel tohumluk için ihale edilen arazilerde yapması ile tohumluk kalitesini güvence altına almaktadır.

Şirket, stratejisinin bir parçası olarak ürün geliştirme faaliyetlerini odağına almıştır. Bu doğrultuda araştırmalar yapmak, yeni ürün projeleri, mevcut ürünlerde iyileştirme ve geliştirme çalışmaları ve farklılaştırma çalışmaları yapmaktadır. Şirket, yeni ürün fikirlerini gerek sahip olunan sektör deneyimi gerekse Dünya'daki trendleri yakından takip ederek belirlemektedir.

5 Değerleme Yöntemleri

AtaKey'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla belirtilen değerleme yöntemleri kullanılmıştır.

- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
- **Pazar Yaklaşımı:** Piyasa Çarpanları Analizi
  - *Yurtiçi Benzer Şirketler (FD/FAVÖK ve F/K)*
  - *Yurtdışı Benzer Şirketler (FD/FAVÖK ve F/K)*

5.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") analizi, şirketlerin gelecekte yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerleme yöntemidir. İNA yöntemi çeşitli varsayımlara dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır. Bu yöntem şirketlerin uzun vadeli potansiyelini değerlemeye yansıtırken; şirket ve sektör özelindeki bazı riskleri de belirli bir çerçevede hesaplamaya dâhil eder. Bu yönetim varsayımlara çok duyarlı olması en önemli dezavantajıdır.

5.2 Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları en güncel finansal tablolardaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerleme yöntemidir. Kolay uygulanır ve görece nesnel bir yöntem olması itibarıyla değerlemelerde en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerinin karşılaştırmaya temel teşkil etmesi dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan, farklı dönemlerdeki değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler farklılık gösterir.

Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören şirketlerin işlem gördükleri fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolardan seçilen finansal göstergelerin birbirine oranlanması ile hesaplanan çeşitli çarpanlara dayanmaktadır. Bu çarpanlar şirketin içinde bulunduğu sektöre göre değişkenlik gösterebilmektedir.

Bu değerleme yönteminde karşılaştırma bazında kullanılacak benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları ile Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları kullanılmıştır. Firma Değeri/Satışlar çarpanları yöntemi benzer şirketlerin operasyonlarındaki farklılıklar da göz önünde bulundurularak değerleme çalışmasında kullanılmamıştır.

- Şirket'in 31.03.2023 tarihinde sona eren son 12 aylık döneme ait kazanç ("Net Dönem Karı") tutarı, benzer şirketlere bakılarak tespit edilen F/K çarpanı ile çarpılarak özkaynak değeri hesaplanmıştır.
- Şirket'in 31.03.2023 tarihinde sona eren son 12 aylık döneme ait faiz, amortisman ve vergi öncesi kar ("FAVÖK") tutarı, benzer şirketlere bakılarak tespit edilen FD/FAVÖK çarpanı ile çarpılarak firma değeri hesaplanmıştır. Sonraki adımda 31.03.2023 tarihli net finansal borç hesaplanan firma değerinden düşülerek Şirket'in FD/FAVÖK çarpanına göre özkaynak değeri hesaplanmıştır.

6 Değerlemeye İlişkin Önemli Hususlar

6.1 Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler

FD/FAVÖK çarpan analizinde kullanılan FAVÖK hesaplaması aşağıda yer almaktadır.

Tablo 25: FAVÖK Hesaplaması

(mn TL)	2020	2021	2022	01.01.2022-31.03.2022	01.01.2023-31.03.2023	31.03.2022-31.03.2023
Hasılat	**311**	**368**	**1.106**	**149**	**352**	**1.308**
Artış		*18,6%*	*200,2%*	*U.D.*	*135,9%*	*U.D*
Satılan Malın Maliyeti	(242)	(292)	(599)	(109)	(226)	**(716)**
Artış		*20,5%*	*105,2%*	*U.D.*	*107,5%*	*U.D.*
Brüt Kar	**68**	**76**	**507**	**40**	**126**	**592**
Brüt Kar Marjı	*22,0%*	*20,7%*	*45,8%*	*26,9%*	*35,7%*	*45,3%*
Faaliyet Giderleri	(5)	(8)	(14)	(3)	(12)	(23)
FVÖK	**63**	**69**	**493**	**37**	**113**	**569**
FVÖK Marjı	*20,3%*	*18,7%*	*44,6%*	*24,6%*	*32,2%*	*43,5%*
Amortisman ve İtfa Payları	13	14	27	7	14	35
FAVÖK	**76**	**83**	**520**	**44**	**128**	**604**
FAVÖK Marjı	*24,6%*	*22,5%*	*47,0%*	*29,2%*	*36,3%*	*46,2%*

Kaynak: Şirket ve Denetim Raporları U.D.: Uygun Değil

FD/FAVÖK çarpan analizinde kullanılan FAVÖK'e Şirket'in 31.12.2022 tarihli FAVÖK tutarından 31.03.2022 tarihi itibariyle gerçekleşen 3 aylık dönemin FAVÖK'ü çıkarılarak ve 31.03.2023 tarihi itibariyle gerçekleşen 3 aylık dönemin FAVÖK'ü eklenerek hesaplanmıştır. Şirket'in 31.03.2023 tarihi itibariyle son 12 aylık FAVÖK'ü 603,8 milyon TL'dir.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 26: Net Kar Hesaplaması

(mn TL)	2020	2021	2022	01.01.2022-31.03.2022	01.01.2023-31.03.2023	31.03.2022-31.03.2023
Hasılat	**311**	**368**	**1.106**	**149**	**352**	**1.308**
Artış		*18,6%*	*200,2%*	*U.D.*	*135,9%*	*U.D.*
Satılan Malın Maliyeti	(242)	(292)	(599)	(109)	(226)	(716)
Artış		*20,5%*	*105,2%*	*U.D.*	*107,5%*	*U.D.*
Brüt Kar	**68**	**76**	**507**	**40**	**126**	**592**
Brüt Kar Marjı	*22,0%*	*20,7%*	*45,8%*	*26,9%*	*35,7%*	*45,3%*
Genel Yönetim Giderleri	(5)	(8)	(14)	(3)	(12)	(23)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	15	42	39	13	4	29
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(5)	(22)	(26)	(12)	(17)	(31)
Esas Faaliyet Karı	**73**	**89**	**505**	**38**	**100**	**567**
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	5	12	4	0	3	7
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(2)	(2)	(4)	(1)	(0)	(3)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	**77**	**99**	**505**	**38**	**103**	**571**
Finansal Gelirler	0	0	1	0	0	1
Finansal Giderler	(136)	(248)	(93)	(29)	(27)	(91)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / (Zararı)	**(59)**	**(148)**	**413**	**9**	**76**	**480**
Dönem Vergi Gideri	-	-	(11)	-	(36)	(46)
Ertelenmiş Vergi Geliri	25	100	44	(1)	2	47
Net Dönem Karı / (Zararı)	**(34)**	**(48)**	**446**	**8**	**42**	**481**
Artış		*39,8%*	*A.D.*		*A.D.*	*U.D.*

Kaynak: Denetim Raporları U.D.: Uygun Değil A.D.: Anlamlı Değil

F/K çarpan analizinde kullanılan Net Dönem Karı'na Şirket'in 31.12.2022 tarihli Net Dönem Karı'ndan 31.03.2022 tarihi itibariyle 3 aylık dönemin Net Karı çıkarılarak ve 31.03.2023 tarihi itibariyle 3 aylık dönemin Net Karı eklenerek hesaplanmıştır. Şirket'in 31.03.2023 tarihi itibariyle son 12 aylık Net Dönem Karı 480,8 milyon TL'dir.

Net finansal borç, Şirket'in kısa ve uzun vadeli borçlarından nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır. Şirket'in 31.03.2023 tarihi itibarıyla net finansal borç hesabına aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

Tablo 27: Net Finansal Borç Hesabı

(mn TL)	31.03.2023
Nakit ve Nakit Benzerleri	**183,1**
Kısa Vadeli Borçlar	**517,1**
Kısa Vadeli Borçlanmalar	*269,9*
Uzun Vadeli finansal borçlanmaların kısa vadeli kısımları	*244,7*
Kiralama işlemlerinden kısa vadeli yükümlülükler	*2,5*
Uzun Vadeli Borçlar	**139,3**
Uzun vadeli borçlanmalar	*137,5*
Kiralama işlemlerinden uzun vadeli yükümlülükler	*1,9*
Net Finansal Borç	473,3

Kaynak: Şirket ve Denetim Raporları

6.2 Benzer Şirketler

Şirket, ağırlıklı tarımsal ürün işleyerek gıda alanında faaliyet gösteren yerli ve yabancı şirketler ile karşılaştırılmıştır.

Tablo 28: Yabancı Benzer Şirketler Açıklamaları

Şirket İsmi	Ülke	Piyasa Değeri (mn ABD doları)	Açıklama
Del Monte Fresh Produce Company	A.B.D.	1.270,6	Fresh Del Monte, taze kesilmiş meyve ve sebzelerin dikey entegre üreticilerinden, pazarlamacılarından ve distribütörlerinden biridir. Ayrıca Avrupa, Afrika ve Orta Doğu'da hazır gıdaların lider üreticisi ve distribütörüdür. Fresh Del Monte, ürünlerini DEL MONTE® markası altında dünya çapında pazarlamaktadır.
Molinos Agro S.A.	Arjantin	1.149,9	Molinos Agro SA, esas olarak balıkçılık ve çiftçilik sektöründe faaliyet gösteren Arjantin merkezli bir şirkettir. Şirketin faaliyetleri beş iş alanına ayrılmıştır: Tarımsal emtialar, hayvan yemi, çiftlik hizmetleri, biyodizel ve dökme ihracat ve çeşitli tahılların toptan satışı.
Costa Group Holdings Limited	Avusturalya	808,3	Costa Group Holdings Limited, meyve ve sebzelerin yetiştirilmesi, paketlenmesi, pazarlanması ve dağıtımından gelir elde eden bir şirkettir.
Limoneira Company	A.B.D.	296,1	Limoneira, Santa Paula, California'da kurulmuş olan bir tarım şirketidir. Mevcut faaliyetleri meyve üretimi, satış ve pazarlama, kiralama faaliyetleri, gayrimenkul ve sermaye yatırım faaliyetlerinden oluşmaktadır. Limon ve avokado yetiştirmeye ek olarak, Limoneira portakal ve çeşitli özel narenciye ve diğer tarımsal mahsulleri yetiştirir.
Orsero SpA	İtalya	245,4	Orsero SpA, meyve ve sebze ürünlerinin ithalatı ve dağıtımıyla uğraşan İtalya merkezli bir şirkettir. Grup, büyük ölçekli perakende zincirlerine ve geleneksel toptancılara meyve ve sebze ürünlerinin dağıtımını yapmakta ve diğer ürün ithalatçıları ve distribütörlerine nakliye hizmetleri sağlamaktadır.
T&G Global Limited	Yeni Zelanda	149,4	T&G Global Limited, yerli ve yabancı bir meyve toptan satış şirketidir. Şirket toptan meyve, sebze ve taze çiçek satışı yapmaktadır. Şirket ayrıca yiyecek ve içecek endüstrisi için meyve suları ve diğer meyve ve sebze ürünleri de üretmektedir.
Eagle High Plantations	Endonezya	114,4	Eagle High Plantations, ham palmiye yağı üreten bir palmiye yağı işleme fabrikasıdır.
Harn Len Corporation Bhd	Malezya	95,7	Harn Len Corporation Berhad, palmiye ve tik ağacı yetiştiriciliği, palmiye yağı işlemesi ve emlak yatırımı alanlarında faaliyet göstermektedir.
PT ANDIRA AGRO Tbk	Endonezya	31,4	Pt Andira Agro Tbk, yağ fabrikası işletmesi alanında faaliyet göstermektedir. Şirket, ana faaliyeti olarak ham hurma yağı ve hurma çekirdeği çıkarmakta ve rafine etmektedir.
Sociedad Agricola La Rosa Sofruco S.A	Şili	27,6	Sociedad Agricola La Rosa Sofruco S.A., yiyecek ve içecek endüstrisinde faaliyet gösteren Şili merkezli bir şirkettir. Şirket, Şili'de portakal, erik, armut, şeftali, elma, kuruyemiş, meyve suyu ve balın üretimini, işlenmesini ve pazarlamasını yapmakta ve ürünlerini dünyanın 30'dan fazla ülkesine ihraç etmektedir.
Summi Group Holdings Ltd	Hong Kong	22,7	Çin Tianyi Holdings Limited, bir yatırım holding şirketidir. Şirket, temel olarak donmuş konsantre portakal suyu ve bununla ilgili ürün olan portakal posası ve taze portakal satışı yapmaktadır. Şirket 2008 yılında kurulmuştur.
SBEC Sugar Ltd	Hindistan	20,2	SBEC Sugar Ltd., Umesh Modi Group'un şeker üretim birimidir. Şirketin fabrikası ve ofisi Baraut, Uttar Pradesh'te bulunmakta olup, 1991 yılında kurulmuştur.
Sin Heng Chan (Malaya) Berhad	Malezya	18,8	Sin Heng Chan (Malaya) Berhad, bir yatırım holding şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Bağlı ortaklık, formüle edilmiş hayvan yemlerinin üretimi ve ticareti, hurma yetiştiriciliği ve yönetim hizmetlerinin sağlanması alanında faaliyet göstermektedir. Sin Heng Chan (East Coast) Sdn Bhd ve Goldkist Breeding Farms Sdn Bhd'nin tamamına sahip olduğu bir yan kuruluştur.
Freshtrop Fruits Ltd	Hindistan	17,8	Freshtrop Fruits Ltd., Hindistan'dan Avrupa'daki süpermarketlere üzüm ve nar ihracatçısı ve tedarikçisi olarak faaliyet göstermektedir. Ürünler ASDA, Tesco, Marks & Spencer, Albert Hynes, DelHaize, Carrefour, Migros ve diğer birçok süpermarkette satılmaktadır. Şirket ayrıca bu taze meyveleri meyve sularına dönüştürmekle de ilgilenmektedir. 1992 yılında kurulan Freshtrop Fruits Ltd.'nin merkezi Ahmedabad'dadır.
Hob Co Ltd	Japonya	9,8	HOB Co., Ltd., ağırlıklı olarak çilek tedarik eden bir şirkettir. Şirket'in faaliyetleri çilek, diğer orman meyveleri, yeşil meyve ve sebzeler ile tarım sanayi ve dağıtım malzemelerinin alım satımını kapsamaktadır. Şirket'in aynı zamanda tohumluk patates üretimi ve satışı alanında faaliyet göstermektedir.
The Peria Karamalai Tea & Produce Company Limited	Hindistan	9,5	Peria Karamalai Tea And Produce Company Limited, çay ve kakule üretmektedir. Farklı şehirlerde üretim tesisleri bulunmaktadır. Şirket 1913 yılında kurulmuştur ve merkezi Coimbatore'dedir.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 29: Yerli Benzer Şirketler Açıklamaları

Şirket İsmi	Piyasa Değeri (mn ABD doları)	Açıklama
Ülker Bisküvi	591,2	Bisküvi, kek, gofret, çikolata ve çikolata kaplı bisküvi üretmektedir. Birçok ülkeye ihracat yapmaktadır.
Yayla Agro Gıda	540,0	Pirinç, bakliyat ve katma değeri yüksek işlenmiş gıda sektöründe faaliyet göstermektedir.
Tukaş	332,7	Başta salça, konserve ve turşu olmak üzere çeşitli gıda maddeleri üretmektedir. Yurt içinde ve dışında pazarlanması mevcuttur.
Kerevitaş	266,4	Dondurulmuş sebze, meyve, su ürünleri ve ton balığı konservesi imalatı alanlarında faaliyet etmektedir. Yurt içi ve yurt dışı satışı mevcuttur.
Ulusoy Un	227,4	Şirket, un ve unlu ürünler üretmekte ve pazarlamaktadır.
Söke Değirmencilik	220,3	Şirket, un ve unlu ürünler üretmekte ve pazarlamaktadır.
Göknur Gıda	208,4	Şirket'in faaliyetleri arasında taze meyve işleme, konsantre üretimi, depolama ve satış yer almaktadır. Niğde, Afyon, Adana ve Mersin'de üretim tesisleri bulunmaktadır.
Kervan Gıda	174,0	Meyan kökü, jöle, lolipop, sakız ve benzeri ürünlerin üretimi ve dağıtımı alanında faaliyet göstermektedir.
Tat Gıda	168,6	Şirket, salça ve her nevi konserve ürünlerin üretimi ve satımı alanında faaliyet göstermektedir.
Dardanel	118,9	Şirket, konserve su ürünleri, dondurulmuş gıda maddeleri, her türlü sebze, meyve ürünleri işleyip üretmekte ve iç ve dış piyasaya pazarlamaktadır.
Elite Organik Gıda	104,5	Şirket, organik gıda meyve ve sebze işlemekte ve ağırlıklı olarak yurt dışı pazarlara satmaktadır.
Pınar Süt	103,5	Şirket, süt ve süt mamulleri olmak üzere meyve suları, sos ve toz ürünlerin üretimini ve satışını yapmaktadır.
Pınar Et ve Un	100,2	Şirket, büyük ve küçükbaş hayvanlar ile kanatlı hayvanların ve balıkların et ve yan ürünlerinin üretilmesi ile dondurulmuş hamur ürünleri, hazır yemek üretimi ve un ve mısır irmiği üretimi alanlarında faaliyet göstermektedir.
Kütahya Şeker	92,2	Şirket, tarım şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şeker ve şeker şurubu üretip pazarlamaktadır.
Penguen Gıda	43,1	Şirket, işlenmiş gıda alanında faaliyet göstermektedir. Meyve ve sebze konserveleri ile dondurulmuş gıdalar üretmekte ve pazarlamaktadır.
Avod Kurutulmuş Gıda	38,7	Şirket, sebze işleme ve pazarlama alanında faaliyet göstermektedir.
Selva Gıda	35,8	Ağırlıklı olarak un ve makarna üretimi ve pazarlaması alanında faaliyet göstermektedir.
Frigo Pak Gıda	33,0	Dondurulmuş ve konserve edilmiş meyve ve sebze üretimi, ihracatı, meyve suyu imalatı ve ticareti yapmaktadır.
Merko Gıda	23,6	Derin dondurulmuş sebze ve meyve, konserve sebze, reçel ve sos üretimi ve pazarlaması yapmaktadır.
Oylum Sınai Yatırımlar	19,0	Şirket, bisküvi, gofret, kraker ve çikolatalı ürünler üretmekte ve pazarlamaktadır.
Selçuk Gıda	6,0	Şirket, kuru meyve, fermente ve konserve edilmiş ürünler, reçel ve ızgara sebze üretmekte ve pazarlamaktadır.

7 AtaKey Değerlemesi

7.1 Piyasa Çarpanları Analizi

Şirket'in özkaynak değeri yerli ve yabancı şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K analizleri sonucu hesaplanmış ve analiz sonucu hesaplanan değerlere eşit ağırlık verilerek Piyasa Çarpanları Analiz sonucu özkaynak değeri hesaplanmıştır.

7.1.1 Yabancı Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi

Şirket'in özkaynak değeri, yabancı benzer şirketlerin medyan FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak ayrı ayrı hesaplanmıştır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

a. Şirket'in 31.03.2023 tarihi itibariyle son 12 aylık FAVÖK'ü kullanılarak FD/FAVÖK çarpanı ile hesaplanan firma değerlerinden 31.03.2023 tarihli net finansal borç çıkartılarak nihai özkaynak değeri tespit edilmiştir.
b. Şirket'in 31.03.2023 tarihi itibariyle son 12 aylık net dönem karı kullanılarak F/K çarpanı ile özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Hesaplanan iki ayrı özkaynak değerlerinden FD/FAVÖK sonucuna %50, F/K sonucuna %50 ağırlık verilerek Şirket'in Yabancı Benzer Şirketler analizine göre özkaynak değeri hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin çarpanları 15.05.2023 kapanış itibarıyla "Bloomberg" platformundan temin edilmiştir.

FD/FAVÖK çarpanı halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin (özkaynak değeri + net finansal borç) ilgili şirketlerin son 12 aylık dönem itibariyle elde ettikleri FAVÖK'e bölünmesi ile; F/K çarpanı ise halka açık benzer şirketlerin güncel özkaynak değerlerinin son 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri Net Dönem Karı'na bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

Türkiye'de 2022 ve 2023 yılı içinde döviz kurlarında değişim yaşanmış ve yılsonu itibariyle kurların, dönem içi ve önceki dönem sonuna göre önemli bir oranda arttığı görülmüştür. Bloomberg'den elde edilen çarpanlar, yabancı benzer şirketlerin sonuçlarının ABD doları üstünden hesaplanması sebebiyle, AtaKey'in 2023 1.çeyrek sonuçları ile daha doğru karşılaştırılabilmesi amacıyla AtaKey'in son 12 aylık FAVÖK ve Net Dönem Karı 31.03.2022 – 31.03.2023 dönemi arası ortalama ABD doları kuru ile; 31.03.2023 Net Finansal Borcu ise 2023 1.çeyrek dönem sonu ABD doları kuru ile ABD dolarına çevrilerek hesaplanmış ve ilgili çarpanlar uygulanarak özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Şirket'in ABD doları bazında hesaplanan özkaynak değeri, 07.06.2023 tarihli kur ile çarpılarak Türk lirasına çevrilmiş, yabancı şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına göre nihai özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Tablo 30: Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK ve F/K Çarpanları

Yabancı Şirketler	Son 12 Ay FD/FAVÖK	Son 12 Ay F/K
SBEC Sugar Ltd	15,1x	Uygun Değil
Sociedad Agricola La Rosa Sofruco S.A	10,4x	Uygun Değil
Harn Len Corporation Bhd	13,0x	~~28,5x~~
PT ANDIRA AGRO Tbk	Uygun Değil	Uygun Değil
Freshtrop Fruits Ltd	11,9x	16,9x
Hob Co Ltd	~~3,2x~~	14,1x
Sin Heng Chan (Malaya) Berhad	~~18,5x~~	7,7x
Summi Group Holdings Ltd	~~37,5x~~	Uygun Değil
The Peria Karamalai Tea & Produce Company Limited	~~67,7x~~	Uygun Değil
Orsero SpA	~~5,3x~~	~~6,4x~~
Limoneira Company	8,1x	15,8x
Del Monte Fresh Produce Company	7,1x	11,4x
Molinos Agro S.A.	~~24,8x~~	13,5x
T&G Global Limited	6,4x	Uygun Değil
Costa Group Holdings Limited	10,5x	~~34,6x~~
Eagle High Plantations	6,5x	~~6,8x~~
Medyan	10,4x	13,8x
Ortalama	9,9x	13,2x

Kaynak: Bloomberg, 07 Haziran 2023

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Yabancı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpan medyanı 10,4x ve F/K çarpan medyanı 13,8x olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 31: TL ve ABD Doları bazında Değerlemede Kullanılan Şirket Verileri ve Döviz Kurları

	mn TL	ABD doları/TL	mn ABD doları
FAVÖK 31.03.2023 itibariyle Son 12 Ay	603,8	17,82	33,9
Net Dönem Karı 31.03.2023 itibariyle Son 12 Ay	480,8	17,82	27,0
Net Finansal Borç 31.03.2023 (-)	(473,3)	19,15	(24,7)

Tablo 32: Yabancı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı

(mn ABD doları)	FD/FAVÖK
Medyan Çarpan	10,4x
FAVÖK 31.03.2023 itibariyle Son 12 Ay	33,9
Firma Değeri	352,5
Net Finansal Borç (31.03.2023)	(24,7)
Özkaynak Değeri	327,8

Tablo 33: Yabancı Benzer Şirketler F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı

(mn ABD doları)	F/K
Medyan Çarpan	13,8x
Net Dönem Karı 31.03.2023 itibariyle Son 12 Ay	27,0
Özkaynak Değeri	371,5

Tablo 34: Yabancı Benzer Şirketler Ağırlıklandırılmış Çarpanlarına göre Özkaynak Değeri Hesabı

		%
Yabancı FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri (mn ABD doları)	327,8	50%
Yabancı F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri (mn ABD doları)	371,5	50%
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (mn ABD doları)	349,6	100%
Çeviride Kullanılan ABD doları/TL Döviz Kuru (07.06.2023)	21,46	
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri (mn TL)	7.503,2	100%

Yabancı Şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine, FD/FAVÖK çarpanına %50, F/K çarpanına %50 ağırlık verilmiş ve analiz sonucunda **7.503.202.636 TL** özkaynak değerine ulaşılmıştır.

7.1.2 Yerli Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi

Şirket'in özkaynak değeri, yerli benzer şirketlerin medyan FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak ayrı ayrı hesaplanmıştır.

a. Şirket'in 31.03.2023 tarihi itibariyle son 12 aylık FAVÖK'ü kullanılarak FD/FAVÖK çarpanı ile hesaplanan firma değerlerinden 31.03.2023 tarihli net finansal borç çıkartılarak nihai özkaynak değeri tespit edilmiştir.
b. Şirket'in 31.03.2023 tarihi itibariyle son 12 aylık net dönem karı kullanılarak F/K çarpanı ile özkaynak değeri hesaplanmıştır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Hesaplanan iki ayrı özkaynak değerlerinden FD/FAVÖK sonucuna %50, F/K sonucuna %50 ağırlık verilerek Şirket'in Yerli Benzer Şirketler analizine göre özkaynak değeri hesaplanmıştır. Benzer şirketlerin çarpanları 25.05.2023 kapanış itibariyle İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") platformundan elde edilmiştir.

FD/FAVÖK çarpanı halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin (özkaynak değeri + net finansal borç) ilgili şirketlerin son 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri FAVÖK'e bölünmesi ile; F/K çarpanı ise halka açık benzer şirketlerin güncel özkaynak değerlerinin son 12 aylık dönem itibarıyla elde ettikleri Net Dönem Karı'na bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

Tablo 35: Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK ve F/K Çarpanları

Yerli Şirketler	Son 12 Ay FD/FAVÖK	Son 12 Ay F/K
Dardanel	~~18,9x~~	~~105,7x~~
Elite Organik Gıda	10,4x	14,4x
Frigo Pak Gıda	5,8x	9,7x
Göknur Gıda	12,6x	22,5x
Kerevitaş	~~4,1x~~	~~5,5x~~
Kervan Gıda	7,5x	9,3x
Kütahya Şeker	11,1x	~~4,7x~~
Merko Gıda	5,5x	~~38,4x~~
Penguen Gıda	11,3x	13,9x
Pınar Et ve Un	8,8x	~~6,0x~~
Selva Gıda	11,6x	8,8x
Tat Gıda	11,8x	12,2x
Tukaş	5,4x	~~6,1x~~
Ülker Bisküvi	~~4,3x~~	12,5x
Ulusoy Un	5,8x	~~47,1x~~
Yayla Agro Gıda	12,2x	12,7x
Söke Değirmencilik	14,1x	22,0x
Pınar Süt	9,4x	~~6,2x~~
Avod Kurutulmuş Gıda	11,0x	7,3x
Oylum Sınai Yatırımlar	10,6x	8,3x
Selçuk Gıda	Uygun Değil	7,9x
Medyan	10,6x	12,2x
Ortalama	9,7x	12,4x

Kaynak: İş Yatırım, 07 Haziran 2023

Yerli benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpan medyanı 10,6x ve F/K çarpan medyanı 12,2x olarak hesaplanmaktadır. Bu çarpan değerine göre, AtaKey'in firma değeri ve özkaynak değeri aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 36: Yerli Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı

(mn TL)	FD/FAVÖK
Medyan Çarpan	10,6x
FAVÖK 31.03.2023 itibariyle Son 12 Ay	603,8
Firma Değeri	6.400,5
Net Finansal Borç (31.03.2023)	(473,3)
Özkaynak Değeri	5.927,2

Tablo 37: Yerli Benzer Şirketler F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri Hesabı

(mn TL)	F/K
Medyan Çarpan	12,2x
Net Dönem Karı 31.03.2023 itibariyle Son 12 Ay	480,8
Özkaynak Değeri	5.865,6

Tablo 38: Yerli Benzer Şirketler Ağırlıklandırılmış Çarpanlarına göre Özkaynak Değeri Hesabı

(mn TL)		%
Yerli FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri	5.927,2	50%
Yerli F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri	5.865,6	50%
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	5.896,4	100%

Yerli Şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine, FD/FAVÖK çarpanına %50, F/K çarpanına %50 ağırlık verilmiş ve analiz sonucunda **5.896.407.441 TL** özkaynak değerine ulaşılmıştır.

Yerli ve yabancı benzer şirketlerin çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerleri üstünden nihai özkaynak değeri hesaplamak için Yabancı Benzer Şirketlere %50, Yerli Benzer Şirketlere %50 eşit ağırlık verilmiştir. Çarpan analizi sonucu özkaynak değeri **6.699.805.039 TL** olarak hesaplanmıştır.

Tablo 39: Piyasa Çarpanları Analiz Özeti

(mn TL)	Hesaplanan Özkaynak Değeri	Ağırlık	Özkaynak Değeri
Yerli FD/FAVÖK ve F/K Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	5.896,4	50%	2.948,2
Yabancı FD/FAVÖK ve F/K Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	7.503,2	50%	3.751,6
Özkaynak Değeri	6.699,8	100%	6.699,8

7.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi'nde kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin gelecek yıllara ilişkin beklentilerini yansıtacak şekilde oluşturulmuştur. Söz konusu varsayımlar birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe yönelik herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Bu analiz kapsamında yer alan projeksiyonların değişmesi halinde farklı bir Şirket özkaynak değeri ve pay başına değere ulaşılabilir.

İNA'ya teşkil eden projeksiyonlar Şirket'in beş yıllık iş planı baz alınarak 2023-2027 dönemi için hazırlanmıştır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

7.2.1 Makroekonomik Varsayımlar

İNA'da çeşitli varsayımların hesaplanmasına temel olan makroekonomik varsayımlar İş Yatırım Araştırma Müdürlüğü'nden temin edilmiştir.

Tablo 40: Makroekonomik Varsayımlar

	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
TÜFE (Yıllık Ortalama)	44,6%	33,3%	22,0%	18,0%	16,0%
TÜFE (Yıl Sonu)	43,0%	29,0%	19,0%	17,0%	15,0%
ABD doları/Türk lirası (Ortalama)	22,30	29,89	36,50	42,32	48,48
ABD doları/Türk lirası (Yıl Sonu)	26,00	33,00	39,00	45,63	51,33
Euro/Türk lirası (Ortalama)	23,87	31,24	37,80	44,43	50,91
Euro/Türk lirası (Yıl Sonu)	27,82	34,65	40,95	47,91	53,90

Kaynak: İş Yatırım Araştırma

7.2.2 Gelirlerin Projeksiyonu

Şirket gelirlerinin projeksiyonu HSR Türkiye, HSR Çin, Üçüncü Taraflar, Yeni Kaplamalı Ürünler ve Fasdat (EDT) olmak üzere beş ana grupta yapılmıştır. Satış hacimlerinin projeksiyonuna ilişkin detaylara aşağıda yer verilmiştir.

- **HSR Türkiye:** TFI Tab Gıda'nın Türkiye'de operasyonlarına devam eden restoranlarına yapılan satışlardır. TFI Tab Gıda'nın Türkiye'deki restoranlarının ana tedarikçisi olan Şirket için satışlar, Türkiye'deki restoranların fiş sayıları ile doğrudan ilişkilidir. TFI Tab Gıda tarafından temin edilen Türkiye restoran sayısı projeksiyonu kullanılarak yıllık fiş adetleri hesaplanmıştır. Fiş başına tüketilen patates miktarı bilgisiyle TFI Tab Gıda'nın Türkiye'deki restoranlarının ihtiyacı olan patates miktarı projeksiyonu hesaplanmış ve hesaplanan miktarlar Şirket'in HSR Türkiye satış miktarı olarak kullanılmıştır.
- **HSR Çin:** TFI Tab Gıda'nın Çin'de operasyonlarına devam eden restoranlarına yapılan satışlardır. TFI Tab Gıda'nın Çin'deki restoranlarının ana tedarikçisi olan Şirket için satışlar Çin'deki restoranların fiş sayıları ile doğrudan ilişkilidir. 2020 öncesi patates ihtiyacının tamamına yakınını AtaKey'den tedarik eden HSR Çin; 2020-2022 döneminde pandemi sonucu tedarik zincirinde yaşanan yavaşlamalar, kapanmalar ve ithalat kısıtlamalarından ötürü Çin iç pazarından da patates tedarik etme durumunda kalmıştır. 2022 sonunda Çin'de patates ithalatı kısıtlaması kalkmıştır. 2023 yılı içerisinde T.C. Ticaret Bakanlığı tarafından ihracı kayda bağlı ürünler listesine "dondurulmuş patates" de dahil edilmiştir. Yapılan düzenleme Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla halen yürürlükte olmakla birlikte, Şirket'in bağlı bulunduğu İhracatçılar Birliği ile düzenleme hakkında görüş alışverişi devam etmekte olup yazılı herhangi bir yeni mevzuat değişikliği olmamakla birlikte, belirli şartlar ve sınırlamalara bağlı kalmak kaydı ile ihracat yapılabilmesinde esneklik sağlanmıştır. Şirket Yönetimi her ne kadar 1 Temmuz 2023 itibariyle ihracata getirilen kısıtlama düzenlemesinin kalkacağını öngörüyor olsa da, projeksiyonlarda ihtiyatlı bir yaklaşım göstermek adına sadece 2023 yılı için işbu rapor tarihi itibarıyla Şirket'in 2023 yılı ilk 6 ay içerisinde Çin'e yaptığı gerçekleşmiş satışlar projeksiyona dahil edilmiş, 2023 yılının kalan kısmında ve 2024 yılında Şirket'in Çin'e satış yapmayacağı varsayılmıştır. 2025 yılından itibaren Çin'e öngörülen satışların gerçekleşmeye başlayacağı ve TFI Tab Gıda tarafından temin edilen Çin restoran sayısı projeksiyonu kullanılarak yıllık fiş adetleri hesaplanmıştır. Fiş başına tüketilen patates miktarı bilgisiyle TFI Tab Gıda'nın Çin'deki restoranlarının ihtiyacı olan patates miktarı projeksiyonu hesaplanmış ve hesaplanan miktarlar Şirket'in HSR Çin satış miktarı olarak kullanılmıştır.

Tablo 41: Restoran Sayısı Projeksiyonu

(adet)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
HSR Türkiye Oturmalı Restoran	1.563	1.778	1.966	2.181	2.420
HSR Çin Oturmalı Restoran	1.447	1.597	1.747	1.897	2.047

Kaynak: TFI Tab Gıda

Tablo 42: Fiş Sayısı Büyüme Projeksiyonu

	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
HSR Türkiye Fiş Sayısı Büyümesi	17,3%	19,3%	15,6%	16,1%	16,4%
HSR Çin Fiş Sayısı Büyümesi	38,5%	21,3%	19,3%	17,6%	16,1%

Kaynak: TFI Tab Gıda

- **Üçüncü Taraflar:** Şirket'in içinde bulunduğu Ekosistem dışında kalan ve çoğunluğunu Türkiye'deki zincir marketlerle birlikte yurt dışı müşterilerin (Brezilya, Güney Kore, Bulgaristan, Kuzey Kıbrıs, Kuzey Makedonya) oluşturduğu satışlardır. 2020-2022 döneminde pandemi sebebiyle yaşanan kısıtlamalar ve kapanmalarla birlikte Şirket'in HSR Türkiye ve HSR Çin'e yaptığı satışlar pandemi öncesi döneme göre azalmıştır. Buna karşılık Ekosistem dışında bulunan üçüncü taraflara olan satışlarda artış yaşanmıştır. Şirket'in geçmiş satış performansı ve üçüncü tarafların talepleri dikkate alınarak, projeksiyon döneminde Şirket'in HSR Türkiye, HSR Çin ve Fasdat (Türkiye üçüncü taraf ev dışı tüketim kanalına satış amaçlı yapılan satışlar) taleplerinin karşılanması ardından üretim kapasitesi ile limitli olmak üzere artan kapasite ile yapılacak üretimden elde edilecek ürünleri üçüncü taraflara satacağı öngörülmüştür.
- **Yeni Kaplamalı Ürünler:** Şirket 2025 yılında halihazırdaki fabrikasına kurmayı planladığı yeni bir üretim hattıyla kaplamalı ürünler üretmeyi ve bu ürünleri Ekosistem şirketlerine satmayı hedeflemektedir. HSR Türkiye ve HSR Çin restoranlarının 2022 yılında üçüncü taraflardan tedarik ettiği kaplamalı ürünlerin miktarı ve projeksiyon dönemindeki restoran sayısı artışı dikkate alınarak 2025-2027 dönemindeki kaplamalı ürün satış miktarı hesaplanmıştır ve projeksiyonlardaki etkisinin görülebilmesi amacıyla farklı bir satış kanalı gibi gösterilmiştir.
- **Fasdat (EDT):** Fasdat'ın kendi ev dışı tüketim ("EDT") müşterilerine satış yapabilmesi amacıyla yapılan satışlardır. Ekosistem şirketi olan Fasdat, 2023 içerisinde yıllık 5,1 bin tona denk gelecek şekilde ön talepte bulunmuştur. Kapasite yettiği ölçüde bu satışların devam edeceği öngörülmüş ve 2023-2025 projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulmuştur.

Tablo 43: Satış Hacmi Projeksiyonu

(bin ton)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
HSR Türkiye	38,4	45,8	53,0	61,5	71,6
HSR Çin	2,0	-	23,2	27,2	31,6
Üçüncü Taraflar	20,5	27,0	16,9	14,9	11,4
Yeni Kaplamalı Ürünler	-	-	6,3	7,4	8,6
Fasdat (EDT)	5,1	5,1	5,1	-	-
Satış Hacmi	66,0	77,9	104,5	111,0	123,2
Artış		*18,1%*	*34,1%*	*6,3%*	*10,9%*

Kaynak: Şirket

Şirket'in satış fiyatlamalarına projeksiyonuna ilişkin detaylara aşağıda yer verilmiştir.

- **HSR Türkiye:** 2023 yılı satış fiyatı projeksiyonunda Şirket'in 2022 Aralık satış fiyatları baz alınarak, 2023 için belirlediği satış fiyatı kullanılmıştır. Takip eden projeksiyon dönemi yıllarında satış fiyatları

yıl sonu TÜFE değişimleri ile büyütülmüş, sadece 2024 yılında yıl sonu TÜFE artışı üzerine 1,00 puan eklenmiştir.

- **HSR Çin:** 2023 yılı HSR Çin satış fiyatı için, Çin'deki yönetim ile Euro para birimi üzerinden ve takip eden yıllar için bu fiyat üzerinden Çin enflasyonuna bağlı bir şekilde artış gösterecek şekilde anlaşılmıştır. Euro cinsinden bulunan satış fiyatları yıllık ortalama Euro/Türk lirası varsayımları ile Türk lirasına çevrilmiştir.
- **Üçüncü Taraflar:** 2023 yılı satış fiyatı projeksiyonunda Şirket'in 2022 Aralık satış fiyatları baz alınarak, 2023 için belirlediği satış fiyatı kullanılmıştır. Projeksiyon döneminde takip eden yıllarda satış fiyatları yıl sonu TÜFE değişimleri ile büyütülmüş, sadece 2024 yılında yıl sonu TÜFE artışı üzerine 1,00 puan eklenmiştir.
- **Yeni Kaplamalı Ürünler:** Kaplamalı ürünlerin satış fiyatı belirlenirken HSR Türkiye'nin hâlihazırda kaplamalı ürünler için üçüncü taraflardan satın alım fiyatı dikkate alınmıştır. Kaplamalı ürün satış fiyatı ile patates satış fiyatı arasındaki oransal fark, mevcut piyasa araştırması ile tespit edilmiş ve bu fark ilk satış yılı olan 2025 için patates fiyatına eklenerek 2025 yılı kaplamalı ürün satış fiyatı hesaplanmıştır.
- **Fasdat (EDT):** 2023 yılı satış fiyatı projeksiyonunda Şirket'in 2022 Aralık satış fiyatları baz alınarak, 2023 için belirlediği satış fiyatı kullanılmıştır. Takip eden projeksiyon dönemi yıllarında satış fiyatları yıl sonu TÜFE değişimleri ile büyütülmüş, sadece 2024 yılında yıl sonu TÜFE artışı üzerine 1,00 puan eklenmiştir.
- **Diğer Satışlar:** Parça patates, tohum, gübre ve zirai satışları kapsamaktadır. 2023 yılı için diğer satışlar Şirket'in yıl içerisinde planladığı toplam satış tutarı üzerinden hesaplanmıştır. Takip eden projeksiyon dönemi yıllarında yıl sonu TÜFE değişimleri ve toplam satış miktarındaki değişimler ile büyütülmüştür. Sadece 2024 yılında yılsonu TÜFE artışı üzerine 1,00 puan eklenmiştir.

Yukarıda açıklandığı şekilde satış hacmi ve birim satış fiyatları projeksiyonları kullanılarak 2023-2027 projeksiyon dönemi hasılatı hesaplanmıştır.

Tablo 44: Hasılat Projeksiyonu

(mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
HSR Türkiye	1.200	1.862	2.561	3.480	4.656
HSR Çin	78	-	1.549	2.225	3.089
Üçüncü Taraflar	678	1.160	866	893	786
Yeni Kaplamalı Ürünler	-	-	468	643	868
Fasdat (EDT)	161	210	249	-	-
Diğer Satışlar	143	220	351	437	557
Hasılat	2.261	3.452	6.045	7.678	9.957

Kaynak: Şirket

7.2.3 Maliyetlerin ve Faaliyet Giderlerinin Projeksiyonu

Satılan malın maliyeti ("SMM") projeksiyonu hesaplanırken SMM'ye ait bütün alt kırılımlar ayrı ayrı incelenmiştir. Patates için SMM alt kırılımları birim maliyetler ve üretim miktarları dikkate alınarak hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemine ait varsayımların tespitinde geçmiş yıllardaki maliyetler ve 2022 yılının son üç ayında gerçekleşen tutarlar varsayımların belirlenmesinde dikkate alınmıştır. SMM alt kırılımları on ana kalemden oluşmaktadır: Patates maliyeti, kızartma yağı maliyeti, kaplama malzemesi maliyeti, ambalaj malzemesi maliyeti, kimyasal malzeme maliyeti, işçilik maliyeti, elektrik maliyeti, doğalgaz maliyeti, genel üretim giderler ve hammadde depo fire giderleri.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

2023 yılı için birim patates üretim maliyeti Aralık 2022'de gerçekleşen birim maliyetin üstüne yıllık ortalama TÜFE artışı eklenmesiyle hesaplanmıştır. Takip eden yıllarda bu maliyet yıllık ortalama TÜFE artışı ile büyütülmüştür. Kızartma yağı, kaplama malzemesi, ambalaj malzemesi ve kimyasal malzeme birim maliyetleri her bir projeksiyon dönemi için ilgili dönemdeki ortalama ABD doları/Türk lirası kurunun değişim oranıyla büyütülmüştür. 2023 yılı için birim işçilik maliyeti Aralık 2022'de gerçekleşen birim maliyetin üstüne yıllık ortalama TÜFE artışı eklenmesiyle hesaplanmıştır. Takip eden yıllarda bu maliyetin üretim miktarı ile çarpılması sonucu bulunan tutar, yıllık ortalama TÜFE artışının tam etkisi ve üretim miktarındaki büyümenin yarı etkisiyle artırılmıştır. Sadece 2025 yılında üretim kapasitesinde artışın işçilik maliyeti artışına marjinal etkisinin yansıtılması adına üretim miktarındaki büyümenin tam etkisi ile artırılmıştır. Elektrik, doğalgaz, genel üretim gideri ve hammadde depo fire gideri birim maliyetleri her bir projeksiyon dönemi için ilgili dönemdeki ortalama TÜFE artışı ile büyütülerek hesaplanmıştır. Ayrıca Şirket'in 30 bin tonluk hammadde depolama kapasitesi dikkate alınarak dönem sonundaki tahmini patates stok miktarının depolama kapasitesini geçtiği seneler için fabrika dışı ek depolama maliyeti eklenmiştir. Birim depolama maliyeti Şirket'in 2021 ve 2022'de yaptığı depolama maliyetlerinin depolama miktarına bölünmesiyle hesaplanmıştır. İki sene için hesaplanan birim maliyetlerin ABD doları cinsindeki ortalamaları projeksiyon dönemindeki ek depolama maliyeti olarak kabul edilmiş, ilgili tutarlar ortalama ABD doları/Türk lirası kuruyla Türk lirasına çevrilmiştir.

Toplam üretim maliyetinin üretim miktarına bölünmesiyle her bir projeksiyon dönemi için toplam üretim birim maliyeti hesaplanmıştır. Birim SMM hesaplaması yapılırken ilgili dönemin başlangıç patates stoku ve bu stoka ait bir önceki dönem üretim maliyeti; ilgili dönemdeki üretim miktarı ve bu döneme ait toplam üretim birim maliyetlerinin ağırlıklı ortalaması hesaplanmıştır. Bulunan sonuç dönemin birim patates SMM'si olarak tespit edilmiştir. Birim SMM, aynı dönem içinde satılması planlanan patates miktarı ile çarpıldığında patates SMM tutarına ulaşılmıştır. Aynı işlem kaplamalı ürünlerin SMM hesaplamasında da kullanılmış; kaplamalı ürün birim üretim maliyeti, Şirket'in pazar araştırması doğrultusunda patates birim üretim maliyeti ile aynı kabul edilmiştir. Patates SMM tutarına, kaplamalı ürün SMM tutarı ve ilgili dönem amortisman tutarı eklenerek satılan malın maliyeti hesabı yapılmıştır.

Tablo 45: Satılan Malın Maliyeti ve Genel Yönetim Giderleri Projeksiyonu

(mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Satılan Malın Maliyeti	1.514	2.447	4.162	5.194	6.660
Satılan Malın Maliyeti/Hasılat	*67,0%*	*70,9%*	*68,8%*	*67,6%*	*66,9%*
Genel Yönetim Giderleri*	44	62	87	104	127
Genel Yönetim Giderleri/Hasılat	*2,0%*	*1,8%*	*1,4%*	*1,4%*	*1,3%*

Kaynak: Şirket
** Faaliyet giderleri sadece genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır.*

Satışlarının büyük bir kısmını Ekosistem şirketlerine yapan AtaKey'in satış, pazarlama ve AR-GE giderleri bulunmamaktadır. Şirket'in faaliyet giderlerinin tamamını genel yönetim giderleri oluşturmaktadır. Geçmiş dönem Genel Yönetim Gideri/Hasılat oranları dikkate alınarak (2020: %1,7; 2021: %2,1; 2022: %1,3) ihtiyatlı bir yaklaşımla bu oranın 2023 için %2,0 seviyesinde olacağı varsayılmıştır. Takip eden projeksiyon dönemi yıllarında faaliyet giderlerinin yıllık ortalama TÜFE artışının tam etkisi ve satış miktarındaki büyümenin yarı etkisiyle artacağı varsayılmıştır.

SMM, genel yönetim giderleri ve ilgili dönem amortisman projeksiyonları dikkate alınarak hesaplanan brüt kar, FVÖK ve FAVÖK tutarlarına aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Tablo 46: FAVÖK Hesaplaması

(mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Satış Miktarı (bin ton)	66,0	77,9	104,5	111,0	123,2
Hasılat	**2.261**	**3.452**	**6.045**	**7.678**	**9.957**
Artış	*104,5%*	*52,7%*	*75,1%*	*27,0%*	*29,7%*
Satılan Malın Maliyeti	(1.514)	(2.447)	(4.162)	(5.194)	(6.660)
Artış	*152,9%*	*61,6%*	*70,1%*	*24,8%*	*28,2%*
Brüt Kar	**747**	**1.005**	**1.883**	**2.484**	**3.297**
Brüt Kar Marjı	*33,0%*	*29,1%*	*31,2%*	*32,4%*	*33,1%*
Faaliyet Giderleri	(44)	(62)	(87)	(104)	(127)
Artış	*210,6%*	*40,7%*	*39,3%*	*20,7%*	*21,3%*
FVÖK	**702**	**943**	**1.796**	**2.380**	**3.170**
FVÖK Marjı	*31,1%*	*27,3%*	*29,7%*	*31,0%*	*31,8%*
Amortisman ve İtfa Payları	30	78	163	164	165
FAVÖK	**733**	**1.021**	**1.960**	**2.543**	**3.336**
FAVÖK Marjı	*32,4%*	*29,6%*	*32,4%*	*33,1%*	*33,5%*

Kaynak: Şirket

7.2.4 İşletme Sermayesi

İşletme sermayesi hesaplaması yapılırken ticari alacaklar, stoklar, ticari borçlar, diğer alacaklar ve diğer dönen varlıklar, diğer borçlar ve diğer kısa vadeli yükümlülükler dikkate alınmıştır.

- **Ticari Alacaklar:** Satışlarının büyük bir kısmını Ekosistem şirketlerine yapan AtaKey, yıllar içerisinde ticari alacak günlerini iyileştirmiş, 2022 yılında 42 güne ulaşmıştır. 2023 yılında ticari alacak gününü 40 güne indirecek olan Şirket için projeksiyon döneminin tamamı boyunca ticari alacak vadesi 40 gün olarak varsayılmıştır.
- **Stoklar:** Şirket, pandeminin etkili olduğu dönemde artan stok miktarını 2022 yılında etkin stok yönetimi ile düşürerek ortalama 230 gün ile yıl sonunu tamamlamıştır. 2023'ten itibaren, ortalama stok günlerini pandemi öncesi seviyelerine indirmeyi hedefleyen Şirket, projeksiyon dönemi boyunca ortalama stok dönüş gün sayılarını kademeli olarak iyileştirerek projeksiyonun son yılında olağan iş akışına uygun olarak pandemi öncesi döneme benzer şekilde yönetmeyi öngörmüştür (iyileştirmeler ile 180-200 gün arası).
- **Diğer Alacaklar ve Diğer Dönen Varlıklar:** Diğer alacaklar, Diğer Alacaklar ve Diğer Dönen Varlıklar/Hasılat oranı dikkate alınarak hesaplanmıştır. Geçmiş dönem gerçekleşen oranlar dikkate alınmış ve projeksiyon döneminin tamamı için %6,0 varsayılmıştır.
- **Ticari Borçlar:** Pandemi döneminde 112-116 günlük vadelere çıkan ticari borç günleri, pandeminin Türkiye ve Çin'deki etkisinin 2023 yılı itibarıyla azaldığı dikkate alınarak ve ihtiyatlı bir yaklaşımla, projeksiyon döneminin tamamı için pandemi öncesi vade süresi olan 80 gün olarak varsayılmıştır.
- **Diğer Borçlar ve Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler:** Diğer borçlar, Diğer Borçlar ve Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler/SMM oranı dikkate alınarak hesaplanmıştır. Geçmiş dönem gerçekleşen oranlar dikkate alınmış ve projeksiyon döneminin tamamı için %0,9 varsayılmıştır.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Tablo 47: İşletme Sermayesi Projeksiyonu

(mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Ticari Alacaklar	251	383	670	851	1.104
Stoklar	966	1.521	2.338	2.767	3.362
Diğer Alacaklar ve Diğer Dönen Varlıklar	136	207	363	461	598
Ticari Borçlar	(330)	(534)	(908)	(1.133)	(1.453)
Diğer Borçlar ve Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	(14)	(23)	(39)	(48)	(62)
Net İşletme Sermayesi	1.008	1.555	2.424	2.898	3.549
Ticari Alacaklar (Gün)	40	40	40	40	40
Stoklar (Gün)	233	227	205	194	184
Diğer Alacaklar ve Diğer Dönen Varlıklar/Hasılat	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Ticari Borçlar (Gün)	80	80	80	80	80
Diğer Borçlar ve Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler/SMM	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%

Kaynak: Şirket

7.2.5 Yatırım Harcamaları ve Amortisman

Şirket'in projeksiyon dönemine ilişkin yatırım harcamaları üç ana kalemden oluşmaktadır: Bakım onarım harcaması, yeni kaplamalı ürünlerin üretim hattı için yatırım harcaması ve mevcut kapasite artırımı yatırım harcaması. Bakım onarım harcamaları mevcut makine, ekipman ve teçhizat için gerekli olan harcamalardan oluşmaktadır. Şirket tarafından temin edilen nihai tutarlar bir önceki dönem tutarının enflasyon ile büyütülmesiyle hesaplanmıştır. 2025 yılında 8,8 bin ton kapasite ile devreye alınması planlanan kaplamalı ürün üretim hattının maliyetinin yaklaşık 8 milyon Euro olacağı tahmin edilmiş, ilgili tutar ortalama Euro/Türk lirası varsayımı ile Türk lirasına çevrilmiştir. Kapasite artırımı ile yıllık üretim kapasitesini 40 bin ton arttırmayı hedefleyen Şirket, bu yatırımın bedelinin 27,5 milyon Euro olacağını tahmin etmektedir. Yatırım harcamasının 2024'te başlaması öngörüldüğünden harcamanın ilk yarısının 2024'te, ikinci yarısının ise 2025'te yapılması hedeflenmektedir. Her iki sene için ilgili tutarlar ortalama Euro/Türk lirası varsayımı ile Türk lirasına çevrilmiştir.

Tablo 48: Yatırım Harcamaları Projeksiyonu

(mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Bakım Onarım Harcaması	45	60	73	86	100
Yeni Kaplamalı Ürünler Üretim Hattı	-	-	302	-	-
Mevcut Kapasite Artırımı	-	429	520	-	-
Yatırım Harcamaları	45	489	895	86	100

Kaynak: Şirket

Projeksiyon dönemi toplam amortisman tutarları mevcut varlıklardan gelen amortismana yeni yatırım harcamalarından oluşan amortisman eklenerek hesaplanmıştır. Yeni yatırım harcamaları 10 yıllık amortisman süresine tabi tutulmuş ve ilgili tutarlar bu süre üzerinden hesaplanmıştır.

Tablo 49: Amortisman Projeksiyonu

(mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Mevcut Varlıklardan Amortisman	26	29	74	155	155
Yeni Yatırım Harcamalarından Amortisman	4	49	90	9	10
Amortisman	30	78	163	164	165

Kaynak: Şirket

7.2.6 *Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)*

Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") yöntemi kullanılmıştır.

- Ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin projeksiyon dönemi içerisinde değişken olacağı varsayılmıştır.
- Risksiz getiri oranı hesabında sabit bir faiz oranı kullanılmamış, projeksiyon dönemi için İş Yatırım Araştırma Müdürlüğü'nün 10 yıllık Türk lirası cinsinden devlet iç borçlanma senedi faiz oranı tahminleri kullanılmıştır.
- Şirket'in kaldıraçlı betası için benzer şirketler incelenmiş, 0,90 olarak sabit olacağı varsayılmıştır.
- Piyasa risk primi %6,0 olarak kabul edilmiştir.
- Borç/(Borç+Özkaynaklar) oranı Şirket'in 31.12.2022 tarihli bilançosu dikkate alınarak %40 olarak varsayılmış ve projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulmuştur.
- Vergi oranı olarak projeksiyon dönemi boyunca geçerli olan %20 seviyesindeki kurumlar vergisi oranı kullanılmıştır. Şirket'in beş yıl süreyle sahip olduğu ve 2023 yılı sonunda bitecek olan yatırım teşviki vergi avantajından 32,2 milyon TL tutarında kullanım hakkı kalmıştır. Bu kullanım hakkı İNA hesaplamasında dikkate alınmış, 2023 yılı için de diğer senelerdeki gibi vergi oranı %20 olarak kabul edilmiştir.
- Borçlanma maliyeti hesabında Şirket'in mevcut borçlanma maliyetleri göz önünde bulundurulmuş, projeksiyon dönemi boyunca borçlanma maliyetinin risksiz getiri oranından yaklaşık 4 puan fazla olacağı varsayılmıştır.
- 2012 yılında kurulmuş olan Şirket 2014 yılında faaliyetlerine başlamış olup, bu tarihten itibaren işbu rapor tarihi itibarıyla kuruluş amacına uygun şekilde faaliyet gösterdiğinden ve bu dönem boyunca sürdürülebilir nakit akım yarattığından, AOSM hesaplamasında şirkete özel ilave risk primi dikkate alınmamıştır.

Tablo 50: AOSM Hesabı

	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Risksiz Getiri Oranı	22,0%	22,0%	20,0%	18,0%	16,0%
Beta	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
Piyasa Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Özkaynak Maliyeti	**27,4%**	**27,4%**	**25,4%**	**23,4%**	**21,4%**
Borç/(Borç+Özkaynaklar)	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Vergi Oranı	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Borçlanma Maliyeti (Vergi Öncesi)	26,0%	26,0%	24,0%	22,0%	20,0%
Borçlanma Maliyeti (Vergi Sonrası)	**20,8%**	**20,8%**	**19,2%**	**17,6%**	**16,0%**
AOSM	24,8%	24,8%	22,9%	21,1%	19,2%

7.2.7 *İndirgenmiş Nakit Akımları Hesabı*

İNA analizi gerçekleştirilirken, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel ve makroekonomik beklentiler dikkate alınmıştır. Bununla birlikte İzahname'de yer verilen risklerin Şirket'in faaliyetlerinin sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği, Şirket'in yönetimi ve kilit kadrosunda faaliyetlere olumsuz etki edecek bir değişiklik olmayacağı ve Türkiye ve dünya ekonomilerinde Şirket faaliyetlerini olumsuz etkileyecek dalgalanmalar olmayacağı varsayılmıştır. İNA projeksiyonları geleceğe dönük bir taahhüt anlamına gelmemekte olup, birçok

parametreye bağlıdır. Projeksiyonlarda meydana gelen değişiklikler farklı özkaynak ve pay başına değerler ile sonuçlanabilir.

- İNA analizinde Şirket'in geçmiş dönem gerçekleşmeleri ve Şirket iş planı baz alınarak projeksiyonlar hazırlanmıştır.
- Uç değer hesaplaması için büyüme oranı %5,0 olarak varsayılmıştır.
- Serbest Nakit Akışı'ndan ("SNA") elde edilen tutarlar AOSM üzerinden hesaplanmış indirgeme faktörü ile çarpılarak SNA'nın 31.03.2023 itibarıyla değerine indirgenmiştir. 2023 yılı için hesaplanan SNA, 31.03.2023 tarihine indirgenirken indirgeme faktörü ve %75 ile çarpılmıştır. Bununla birlikte 2023 için hesaplanan nakit akımın son dokuz aylık kısmına tekabül eden tutarı 31.03.2023 tarihine indirgenmiştir.
- Uç değer 2027 yılı için kullanılan indirgeme faktörü ile 31.03.2023 tarihine indirgenmiş ve uç değerin bugünkü değerine ulaşılmıştır.
- SNA'nın 31.03.2023 itibarıyla değeri ve uç değerin bugünkü değeri toplandığında firma değeri hesaplanmıştır.
- Firma değerinden Şirket'in 31.03.2023 tarihi itibarıyla hesaplanmış net finansal borç tutarı düşülerek özkaynak değerine ulaşılmıştır.

Tablo 51: İNA Hesabı

(mn TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Uç Değer
Hasılat	**2.261**	**3.452**	**6.045**	**7.678**	**9.957**	**10.455**
Artış		*52,7%*	*75,1%*	*27,0%*	*29,7%*	*5,0%*
Satılan Malın Maliyeti	(1.514)	(2.447)	(4.162)	(5.194)	(6.660)	(6.993)
Brüt Kar	**747**	**1.005**	**1.883**	**2.484**	**3.297**	**3.462**
Faaliyet Giderleri	(44)	(62)	(87)	(104)	(127)	(133)
FVÖK	**702**	**943**	**1.796**	**2.380**	**3.170**	**3.329**
FVÖK Marjı	*31,1%*	*27,3%*	*29,7%*	*31,0%*	*31,8%*	*31,8%*
(-) Vergi Ödemeleri	(108)	(189)	(359)	(476)	(634)	(666)
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	**594**	**754**	**1.437**	**1.904**	**2.536**	**2.663**
(+) Amortisman	30	78	163	164	165	181
(-) Net İşletme Sermayesi Değişimi	(586)	(547)	(869)	(474)	(651)	(177)
(-) Yatırım Harcamaları	(45)	(489)	(895)	(86)	(100)	(458)
Serbest Nakit Akışı (SNA)	**(7)**	**(204)**	**(164)**	**1.507**	**1.951**	**2.208**
İndirgeme Oranı (AOSM)	24,8%	24,8%	22,9%	21,1%	19,2%	19,2%
İndirgeme Faktörü	0,85	0,68	0,55	0,46	0,38	0,38
SNA'nın 31.03.2023 itibarıyla değeri	**(4)**	**(139)**	**(91)**	**688**	**746**	
SNA Toplamı (31.03.2023 itibarıyla)	**1.200**					
Uç Değer Büyüme Oranı	5,0%					
Uç Değer'in Bugünkü Değeri	**5.933**					
Firma Değeri	**7.133**					
Net Finansal Borç (31.03.2023)	473					
Özkaynak Değeri	6.660					

İNA analizi sonucu bulunan özkaynak değeri **6.660 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

7.3 Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında Piyasa Çarpanları Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi kullanılmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre elde edilen değer %50, Piyasa Çarpanları Analizi'ne göre elde edilen değer %50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir.

Piyasa Çarpanları Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda tespit edilen nihai özkaynak değerine aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

Tablo 52: Değerleme Yöntemleri Sonucu

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Özkaynak Değeri (TL)
Piyasa Çarpanları Analizi	50%	6.699.805.039
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	50%	6.660.065.062
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	100%	6.679.935.051

Şirket'in ağırlıklandırılmış özkaynak değeri **6.679.935.051 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 53: Halka Arz Fiyatı Hesabı

Halka Arz Fiyatı Hesabı	Değer (TL)
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	6.679.935.051
Nominal Sermaye Tutarı	117.600.000
Halka Arz İskontosu Öncesi Pay Değeri	56,80
Halka Arz İskontosu	30%
Halka Arz Fiyatı	39,50

Değerleme yöntemleri sonucundan elde edilen ağırlıklandırılmış özkaynak değeri üzerinden yapılan hesaplamaya göre Şirket'in halka arz iskontosu öncesi pay değeri 56,80 TL olarak hesaplanmaktadır. Bu değere yaklaşık %30 halka arz iskontosu uygulanarak Şirket'in pay başına halka arz fiyatı 39,50 TL olarak belirlenmiştir.

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

8 Ekler

Ek: Sorumluluk beyanı

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

15 Haziran 2023

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

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

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

Saygılarımızla,
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Ayşe Yaşar Hikmet Mete Gorbon