ALTINKILIÇ GIDA VE SÜT SANAYİ TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

Fiyat Tespit Raporu

29.04.2024

DenizYatırım

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:1 K:9
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
Vergi No: 9010110783 T.C. Sicil No:388440
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0290010783000013

İçindekiler

1. Giriş 5

2. Şirket'e Dair Özet Bilgi ve Değerleme Sonucu 8

2.1. Şirkete İlişkin Özet Bilgi 8

2.2. Değerleme 8

3. Altınkılıç Gıda ve Süt Sanayi Ticaret Anonim Şirketi ("Şirket, Altınkılıç") 9

3.1. Genel Bakış 9

3.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı 10

3.3. Kilometre Taşları 11

3.4. Faaliyetler Hakkında Bilgi 14

3.5. Finansal Tablolar 16

4. Sektörel Bilgiler 18

4.1. Dünyada ve Türkiye'de Süt Ürünleri Sektörü 18

4.2. Altınkılıç'ın Sektör'deki Konumu 24

5. Değerleme Yaklaşımları 26

5.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) 27

5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı) 28

6. Değerleme 29

6.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri 29

6.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri 34

7. Sonuç 47

EKLER 48

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Kısaltmalar

KISALTMALAR		TANIMLAR
%	:	Yüzde
ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları / USD / ABD $	:	Amerika Birleşik Devletleri Doları
AOSM	:	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
Avro / Euro	:	Avrupa Birliği para birimi
Besar	:	Besar Toptan Gıda Pazarlama ve San. Tic. Ltd. Şti.
BİAŞ / Borsa / Borsa İstanbul / BIST	:	Borsa İstanbul A.Ş.
Bps	:	Baz puan
COVID-19	:	Koronavirüs hastalığı 2019
DenizYatırım	:	Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Ezine Tesisi	:	Çanakkale Ezine'de bulunan üretim tesisi
FAVÖK	:	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
FD	:	Firma Değeri
Gömeç Tesisi	:	Balıkesir Gömeç'te bulunan üretim tesisi
Günlük süt işleme kapasitesi	:	Tesisin bir günde tek vardiyada işleyebileceği süt miktarı
KAP	:	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KDV	:	Katma Değer Vergisi
KV	:	Kısa Vadeli
Kurul / SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
Lt, lt	:	litre
Medyan	:	Ortanca değer de denilmektedir. Bir veri grubunun küçükten büyüğe sıralanması halinde; ortadaki terimi ifade eder. Veri grubunda terim sayısı tek sayı ise ortadaki sayı, çift ise ortadaki iki sayının toplamının yarısı olarak hesaplanır.
Mlr, mlr	:	milyar

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:1[illegible] K:9
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
Tel: 0212 910 10 78 3 Fax: 0212 [illegible] No: 388 [illegible] 40
www.denizyatirim.com
Mersis No: 02[illegible]-0013

Mn, mn	:	milyon
OSB	:	Organize Sanayi Bölgesi
PD	:	Piyasa Değeri
Ton	:	1.000 kilogram
Saraç	:	Saraç Pazarlama ve Gıda Ürünleri Ticaret Ltd. Şti.
SMM	:	Satılan Malın Maliyeti
SPKn	:	10.12.2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
Şirket / Altınkılıç / İhraççı	:	Altınkılıç Gıda ve Süt Sanayi Ticaret Anonim Şirketi
TMS29	:	Türkiye Muhasabe Standardı 29: Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama Standardı
TFRS	:	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TL	:	Türk Lirası
UV	:	Uzun Vadeli
YBBO	:	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:1
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
Ticaret Sicil No:388440
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0201
0013

1. Giriş

Raporun Amacı

Bu rapor, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("DenizYatırım") ile Altınkılıç Gıda ve Süt Sanayi Ticaret Anonim Şirketi ("Şirket, Altınkılıç") arasında 10.05.2023 tarihinde imzalanmış olan Halka Arza Aracılık Yetkilendirme 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 kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespiti amacıyla ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinde uygun olarak belirlenmesi amacıyla 15.01.2016 tarih ve G-030(268) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Deniz Yatırım tarafından hazırlanmıştır. Ayrıca Deniz Yatırım, Rapor Tarihi itibarıyla Sermaye Piyasası mevzuatı çerçevesinde Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar Listesi'nde yer almaktadır.

Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Meslek Kuralları ve 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 gereği 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 ortaklarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme hizmeti, ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisans belgelerine sahip değerleme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları doğrultusunda yerine getirilmiştir.
- 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.
- DenizYatırım önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen görevler kabul edilmemiştir.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme Raporu, Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi kapsamında hazırlanmaktadır. Bu sözleşme kapsamında elde edilecek ücretler, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerleme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler ile bunlara ilişkin açıklamalar talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar

Değerleme çalışmamızda kullanılan veriler,

- EREN Bağımsız Denetim Anonim Şirketi tarafından hazırlanan;
  - 31 Aralık 2023, 2022 ve 2021 tarihleri itibarıyla konsolide finansal tablolar ve özel bağımsız denetim raporuna,
- Şirket'e ait izahnameye,
- Kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgilere,
- Talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ile bunlara ilişkin açıklamalara,
- Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin finansal sonuçlarına,
- DenizYatırım'ın analizlerine,

dayanmaktadır.

Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere DenizYatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin oluşmadığı varsayılmış olup bu bilgilerin güvenilir ve doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

DenizYatırım değerleme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

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

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

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

Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vb. gibi) alışılagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği varsayılmıştır.

Ülkemiz ve dünya ekonomisinde yakın gelecekte gerçekleşen olayların bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği varsayılmıştır.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Rapora konu olan değerleme çalışması, bilinen değerleme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Piyasa koşullarında meydana gelebilecek önemli değişimlerin Şirket'in değerini etkileyerek olumlu veya olumsuz yönde değişim yapabileceği bilinmelidir.

Değerleme Tarihi: 29.04.2024

Fiyat Tespit Raporunu ve Değerleme Çalışmasını Hazırlayan Ekibe İlişkin Bilgiler:

Konusunda uzman çalışma ekibi Deniz Yatırım Kurumsal Finansmandan sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Nurullah Erdoğan tarafından yönetilmiştir. Ekip lideri, SPK düzenlemesi uyarınca hazırlanan söz konusu raporu hazırlayabilmek için gerekli niteliklere, 28 yıllık tecrübeye sahiptir. Kariyerine 1996 yılında Kent Yatırım'da başlamış ve 1999 yılında DenizYatırım Kurumsal Finansman Bölümüne geçmiştir. O tarihten beri Kurumsal Finansman Bölümünde çeşitli pozisyonlarda göre alan ve bugün itibariyle görevine DenizYatırım Kurumsal Finansmandan sorumlu Genel Müdür Yardımcısı olarak devam eden Erdoğan; Yıldız Teknik Üniversitesi, Endüstri Mühendisliği Bölümü lisans mezunudur.

Ekip lideri değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahiptir, ek olarak tarafsız ve önyargısız bir değerleme yapabilmesini sınırlayabilecek herhangi bir etmen bulunmamaktadır.

İhsan Engindeniz, kariyerine 2007 yılında Türkiye Ekonomi Bankası A.Ş.'de Kurumsal Bankacılık Pazarlama ve Ürün Gelişimi Analisti olarak başlamış aynı yıl DenizYatırım'a geçmiştir. İhsan Engindeniz, 2007 yılından bu yana DenizYatırım Kurumsal Finansman Bölümünde çeşitli pozisyonlarda; halka arz, sermaye piyasası işlemleri, değerleme faaliyetlerinde görev almakta olup görevini, Kurumsal Finansman Bölümü bünyesinde Analiz ve Değerlendirme Bölüm Müdürü olarak sürdürmektedir. Boğaziçi Üniversitesi'nde lisans öğrenimini İşletme alanında tamamlayan İhsan Engindeniz, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na (Sicil No: 26069, Belge No:205920) sahiptir.

Pınar Taştutan, kariyerine 2009 yılında Finansbank A.Ş.'de, Kurumsal ve Ticari Krediler Bölümü'nde Kredi Politikaları ve Kredi Kontrol Bölümü Yetkili Yardımcısı olarak başlamış ve 2011 yılında DenizYatırım'a geçmiştir. Pınar Taştutan, 2011 yılından bu yana DenizYatırım Kurumsal Finansman Bölümünde çeşitli pozisyonlarda, halka arz, sermaye piyasası işlemleri, özel sektör borçlanma araçları ihracı faaliyetlerinde görev almakta olup görevini Kurumsal Finansman Bölüm Müdürü olarak sürdürmektedir. Boğaziçi Üniversitesi'nde lisans öğrenimini İşletme alanında tamamlayan Pınar Taştutan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na (Sicil No: 129742, Belge No: 206256) sahiptir.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:14/K:9
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
Tel: 0212 2910110783 Fax: 0212 2910110788 Sicil No: 388410
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0201-0000 7 [illegible] 0013

2. Şirket'e Dair Özet Bilgi ve Değerleme Sonucu

2.1. Şirkete İlişkin Özet Bilgi

Altınkılıç, 1976 yılında gıda sektöründe peynir toptancılığı ile başladığı faaliyetlerine, 1992 yılında Çanakkale Ezine'deki tesislerinde peynir üretimi ile devam etmiştir. 1997 yılında üretim kapasitesini ve ürün çeşitliliğini artırmak üzere Balıkesir Gömeç'te bir tesis satın almıştır. Şirket, 2002 yılında Ege Üniversitesi ile ortak olarak ÜR-GE çalışmalarını başlattığı "kefir" ürününü 2004 yılında Ezine'de üretmeye başlayarak Türkiye'nin ilk endüstriyel kefir üreticisi olmuştur.

Üretim faaliyetlerine başladığı dönemden itibaren üretim kapasitesini düzenli olarak artıran Şirket, bugün Ezine ve Gömeç tesislerinde sırasıyla günlük 96,0 ton ve 92,2 ton süt işleme kapasitesine sahiptir. Şirket, söz konusu tesislerde ürettiği Kefir Grubu ve Peynir Grubu ürünlerini, ağırlıklı olarak tüm Türkiye'de şubeleri bulunan Ulusal Zincir Market kanalı olmak üzere bayi-toptancı ve yerel market zincirleri kanallarıyla da tüketicilere ulaştırmaktadır.

2.2. Değerleme

Altınkılıç pay başına değerinin tespit edilmesinde Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı) yöntemine yer verilmiştir.

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye:

Değerleme tarihi itibarıyla 2023 yıl sonu mali tablolarını açıklamış olan; BİST Gıda-İçecek Endeksi ("XGIDA")'ne dahil olan seçilmiş şirketler ve BIST-Sınai Endeksi ("XUSIN")'ne dahil *(XGIDA dışında kalan)* şirketler dahil edilmiştir.

Çarpan Analizi kapsamında Altınkılıç paylarının değerinin tespit edilmesinde; Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Firma Değeri/Satış (FD/Satış) çarpanları kullanılmıştır. Söz konusu çarpanlar 29.04.2024 kapanış tarihi itibariyle hesaplanmış, uç değerler dışarda bırakılarak medyan değerleri kullanılmıştır. Hesaplamalarda; 29.04.2024 kapanış tarihinde söz konusu şirketlerden; FAVÖK tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten ve FD/Satış çarpanı 5,0'ten büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) yönteminde; mevcut durumda yüksek seyretmekle birlikte gelecek dönemlerde azalması beklenen enflasyonun etkilerini doğru olarak yansıtmak üzere; 2024 – 2030 dönemlerini içeren projeksiyonlar kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiştir.

Değerlemede; payların ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranının 2,0 puan indirimli uygulanması dikkate alınmamış ve projeksiyon döneminde öngörülen fiyat değişimleri, kar marjları ve işletme sermayesi seviyeleri, 2021 – 2023 dönemleri gerçekleşmelerine nazaran muhafazakar bir perspektif ile oluşturulmuştur. Ayrıca Net Finansal Borç hesaplamasında da muhafazakar yaklaşım kapsamında; Şirket'in düzenli olarak gerekli raporları hazırlayarak tahsilini

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:14
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
Vergi No: 2910110783 V.D. Sicil No:388
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291-0110-7100013

gerçekleştireceği kısa ve uzun vadeli Katma Değer Vergisi alacakları hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Sonuç olarak; Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemlerine göre Şirket Değeri hesaplanmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Çarpan Analizi'ne *(FD/FAVÖK ve FD/Satışlar eşit ağırlıklandırılarak)* eşit ağırlık verilerek **Şirket Değeri 2.244 milyon TL ve Birim Pay Değeri 28,73 TL** olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %20,0 halka arz iskontosu uygulanarak **Halka Arz Şirket Değeri 1.795 milyon TL** ve **Halka Arz Birim Pay Değeri 22,98 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri Milyon TL	Ağırlık	Birim Pay Değeri - TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	**2.452**	**50,0%**	**31,39**
Çarpan Analizi	**2.036**	**50,0%**	**26,06**
FD/FAVÖK	*1.805*	*50,0%*	*23,10*
FD/Satış	*2.267*	*50,0%*	*29,02*
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	**2.244**	**100,0%**	**28,73**
Halka Arz İskontosu	***20,0%***		
Halka Arz Şirket Değeri	**1.795**		**22,98**

3. Altınkılıç Gıda ve Süt Sanayi Ticaret Anonim Şirketi ("Şirket, Altınkılıç")

3.1. Genel Bakış

Altınkılıç, esas itibarıyla süt ürünleri üretimi ve toptan satışı, her türlü süt ve süt ürünlerinin alımı, satımı, toptan ve perakende pazarlaması, ithalatı, ihracatı, imalatı, ambalajlanması alanlarında faaliyet göstermektedir. Şirket'in faaliyet konusu çiğ süt temini, temin edilen sütün işlenerek ürün haline dönüştürülmesi, paketlenmesi, depolanması, taşınması, üretilen ürünlerin çeşitlendirilerek nihai tüketici ile buluşturulması ve yurt içi ve yurt dışında satışının yapılmasıdır. Şirket mevcut durum itibarıyla; kefir grubu ve peynir grubu ana ürün grupları altında sınıflanan çeşitli ürünlerin üretim, pazarlama ve satışını gerçekleştirmektedir.

Şirket bünyesinde üretim faaliyetlerine devam eden Çanakkale Ezine Tesisi ve Balıkesir Gömeç Tesisi olmak üzere 2 fabrika bulunmaktadır. Ek olarak Ezine Tesisi'nde Ür-Ge merkezi, İstanbul'da Şirket merkezinde ve Ezine Tesisi'nde 2 adet lojistik merkezi bulunmaktadır. Söz konusu lojistik merkezleri üzerinden ürünlerin yurt içi ve yurt dışı noktalara satışı gerçekleştirilmektedir.

Şirket, faaliyet gösterdiği süt ve süt ürünleri alanında Ür-Ge faaliyetleri yürütmektedir. Bu kapsamda; Ezine Tesisi'nde yer alan Ür-Ge merkezindeki çalışmaların 2004 yılında başarı ile sonuçlanması ile kefir üretimi için Ezine Tesisi büyütülerek, kefire özel hatlar kurmuş ve Türkiye'de ilk defa endüstriyel olarak kefir üreterek Altınkılıç Kefir Türkiye süt ürünleri pazarına sunulmuştur.

Şirket'in üretim ve satışını gerçekleştirdiği Kefir Grubu ürünleri; sade kefir, meyveli kefir, laktozsuz kefir ve kefirli yoğurt çeşitleridir. Peynir Grubu ürünleri altında sınıflanan başlıca peynir çeşitleri olgunlaştırılmış inek, keçi, koyun (Ezine) peynirleri, İzmir tulum peyniri, eski ve taze kaşardır.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 141 K:9
Esentepe 34394 Şişli İSTANBUL
Vergi No: 2910110788 Ticaret Sicil No: 388410
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291011078800013

Şirket ürettiği ürünlerin satışının büyük bir bölümünü iç piyasada gerçekleştirmektedir. Şirket'in pazarlama aracıları oldukça geniş bir yelpazeye yayılmakta olup bu çerçevede pazarlamasının yine büyük bir bölümünü doğrudan satış kanalları üzerinden yaparak ürünlerinin nihai tüketiciye ulaşan raflarda yer almasını sağlamaktadır.

Şirket'in iç piyasadaki ana müşteri grupları: ulusal zincir marketler, distribütörler ve yerel marketler/zincirleridir.

Şirket ondan fazla ulusal zincir market ve İstanbul içi yirmiden fazla yerel market ile doğrudan çalışmaktadır. Bayi ve toptancılar aracılığıyla satış yapılan kanallar ise; İstanbul dışı yerel market ve tekli noktalar ile İstanbul içi ev dışı tüketim kanalı (EDT), (Hotel-Restaurant-Cafe (HORECA)), hastane zincirleri gibi geleneksel kanalların yanında e-ticaret kanallarından oluşmaktadır.

3.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket, SPK'nın hükümlerine göre kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş ve SPK'nın 27.04.2023 tarih ve 24/498 sayılı izni ile bu sisteme geçmiştir.

Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 390.000.000 TL, çıkarılmış sermayesi 78.115.000 TL ve her bir payın itibari değeri 1,00 TL'dir.

3.2.1. Mevcut Ortaklık Yapısı

Şirket'in çıkarılmış sermayesi 78.115.000 TL olup tamamı muvazaadan ari bir şekilde ödenmiştir. Bu sermayenin her biri 1,00 TL itibari kıymetinde olup 78.115.000 adet paya ayrılmıştır. Bunlardan 15.623.000 adedi nama yazılı A Grubu ve 62.492.000 adedi hamiline yazılı B Grubu paylardır. A Grubu payların Yönetim Kuruluna aday gösterme ve genel kurulda oy imtiyazı bulunmaktadır. B Grubu payların imtiyazı yoktur.

Ortak Adı	Grup	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
Mehmet Ali Altınkılıç	A	7.811.500	10,0%	39.057.500	50,00%
	B	31.246.000	40,0%		
Kemal Altınkılıç	A	7.030.350	9,0%	35.151.750	45,00%
	B	28.121.400	36,0%		
Fatih Altınkılıç	A	781.150	1,0%	3.905.750	5,00%
	B	3.124.600	4,0%		
Toplam	A	**15.623.000**	**20,0%**	**78.115.000**	**100,0%**
	B	**62.492.000**	**80,0%**		

3.2.2. Halka Arz Sonrası Planlanan Ortaklık Yapısı

Halka arz, Şirket'in çıkarılmış sermayesinin tamamı nakden karşılanmak suretiyle 78.115.000 TL'den 112.000.000 TL'ye çıkarılması neticesinde ihraç edilecek olan toplam 33.885.000 TL nominal değerli 33.885.000 adet B Grubu payın halka arzı suretiyle gerçekleştirilecektir.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Halka arz edilen payların nominal değeri 33.885.000 TL olup, Şirket'in halka arz öncesi çıkarılmış sermayesine oranı %43,38 ve halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine oranı %30,25'tir.

Halka arz sonrası planlanan ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Ortak Adı	Grup	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
Mehmet Ali Altınkılıç	A	7.811.500	7,0%	39.057.500	34,87%
	B	31.246.000	27,9%		
Kemal Altınkılıç	A	7.030.350	6,3%	35.151.750	31,39%
	B	28.121.400	25,1%		
Fatih Altınkılıç	A	781.150	0,7%	3.905.750	3,49%
	B	3.124.600	2,8%		
Halka Açık	**B**	**33.885.000**	**30,3%**	**33.885.000**	**30,25%**
Toplam	A	**15.623.000**	**13,9%**	**112.000.000**	**100,0%**
	B	**96.377.000**	**86,1%**		

3.3. Kilometre Taşları

1976 – Mehmet Kılınç'ın kendi iş yerini açarak toptan peynir satışına başlaması ile Altınkılıç Ailesi'nin sektördeki ticari faaliyetleri de başlamıştır.

1992 – 16.04.1992 tarihinde İstanbul Ticaret Sicili Müdürlüğü nezdinde 286064 sicil numarası ile Mehmet Ali Kılınç'ın "Altınkılıç Süt Sanayi ve Ticaret Mehmet Ali Kılıç" unvanlı ticari işletmesi tescil edilmiş olup iş konusu beyaz peynir, kaşar peyniri, dil peyniri, mihaliç peyniri, çerkez peyniri, örgü peyniri, Urfa peyniri, otlu peynir, lor, yoğurt, ayran, krema, tereyağı ve bilumum süt ürünlerinin üretimi pazarlaması, ithalat ve ihracatı olarak belirlenmiştir.

Aynı yıl Çanakkale/Ezine'de 500 metrekare büyüklüğünde bir üretim tesisinde beyaz peynir üretimine başlanmıştır. Bu yıllarda üretim coğrafi işaretli ürün olan olgunlaştırılmış Ezine koyun peyniri ve Ezine inek peyniri başta olmak üzere yöresel örgü peyniri, Urfa peyniri gibi ürünlerinden oluşmaktadır. Üretim tesisinin bölgede kurulmasıyla, hayvancılığın gelişmesi adına çiftçiye verilen destekler ile bölgedeki süt üretiminin büyümesine önemli katkılar sağlanmıştır. Günlük ortalama 3 ton süt işleyerek günlük yaklaşık 500 kg peynir üretimine başlayan Ezine Tesisi ilerleyen zamanlarda bu miktarı arttırarak üretime devam etmiş ve satış ağını daha da genişletmiştir.

1996 – Şirket, ticaret unvanı değişikliği yaparak "Altınkılıç Gıda ve Süt Sanayi Ticaret Limited Şirketi" olarak unvanını 21.11.1996 tarihinde 356731-304313 sicil numarası ile tescil edilmiştir. Kurucu ortakları Kemal Kılınç ve Mehmet Ali Kılınç olup kuruluş sermayesi 500.000.000 TL'dir.

1997 – Şirket ürün gamını genişletmek adına Balıkesir/Gömeç'te; sadece peynir değil farklı prosesler uygulanarak yoğurt da dahil olmak üzere diğer süt ürünlerinin üretilebileceği bir tesisi devreye almıştır.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

1998 – Balıkesir/Gömeç'teki üretim tesisinde ek revizyon işlemleri tamamlandıktan sonra günlük ortalama 5 ton süt işleme kapasitesiyle üretime devam etmiştir. Bu tesiste 1998 yılında başlayan Trakya Eski Kaşar üretimi halen burada devam etmektedir.

2000 – Şirket Balıkesir/Gömeç fabrikası ilave üretim yerlerinin inşaatına başlayarak aynı yıl içerisinde bu inşaatı tamamlamış ve üretim kapasitesini günlük ortalama 15 tona artırmıştır.

2002 – Ürün gamını genişletmek isteyen Şirket Ege Üniversitesi ile işbirliği yaparak kefir ürününün Ür-Ge çalışmalarına başlamış olup bu proje istenilen tat-aroma testleri, raf ömrü çalışmaları, ambalaj çalışmaları, maliyet çalışmaları ile birlikte 2 yıl sürmüştür.

2003 – Şirket'in Çanakkale/Ezine fabrikasının çevresinde kefir üretiminin yapılması için 5.000 metrekarelik yeni fabrika inşasına karar verilmiş olup, günlük ortalama 50 ton süt işleme kapasitesine cevap verecek kapalı alana sahip, günlük 22,5 ton süt işleme kapasitesine sahip bir fabrika yapılması planlanmıştır. İlaveten üretim tekniklerinin geliştirilme çalışmaları ve teknoloji açısından son sistemde kurulması planlanan üretim tesisinin proje-makine-ekipman-hijyen ve sanitasyon çalışmaları yapılmıştır.

2004 – Üretim ve dolum hattı kurulumunun tamamlandığı Çanakkale/Ezine fabrikasının aynı yıl içerisinde ilave 5.000 metrekare kefir üretim ve dolum hattı kurularak üretime açılması sağlanmış, böylece Türkiye'nin endüstriyel anlamda ilk kefir üreticisi olarak üretime başlayarak, tüketicilere Türkiye'de markalı ve endüstriyel olarak üretilen ilk ürün olarak ilk defa zincir marketlerin raflarında kefir sunulmuştur.

2006 – Kefire gösterilen talep ve Şirket'in eski kaşar ürünü talebine ilişkin öngörüsü doğrultusunda Balıkesir/Gömeç fabrikasında eski kaşar üretiminin artması ve kefire daha yoğun önem verilmesi adına kefir ve eski kaşar üretim hatlarının daha da büyütülmesi için plan ve projelere başlanmıştır. Şirket aynı yıl içerisinde kefir ürününü çeşitlendirerek meyveli kefir çeşitlerini piyasaya sunmuştur.

2010 – Üretilen ürünlerin pazarının gün geçtikçe genişlemesinden dolayı Gömeç Tesisi'nin üretim alanlarının büyütülmesine karar verilmiştir. Günlük ortalama 30 ton üretim kapasitesi olan fabrikanın kapasitesi, sağlanan ilave üretim hatları ve teçhizat ile günlük 50 tona çıkarılmıştır.

2011 – Şirket 14.11.2011 tarih ve 31255 sayı ile düzenlenen anonim şirket esas sözleşmesinin 18.11.2011 tarihinde İstanbul Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde tescili ve 24.11.2011 tarih ve 7947 sayılı TTSG'de ilanı ile tür değiştirerek limited şirketten anonim şirkete dönüşmüştür. Bu çerçevede Şirket unvanı "Altınkılıç Gıda ve Süt Sanayi Ticaret Anonim Şirketi" olarak tescil edilmiş ve İstanbul Ticaret Sicili Müdürlüğü nezdinde 356731 sicil numarası ile faaliyetlerine devam etmiştir.

2015 – Şirket merkezi Mega Center Gıda Merkezi'nde 600 metrekarelik yeni merkez ofis binasına taşınmıştır. 07.11.2005 tarihinde ise Kefir Süt Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi'nin kurulmuştur.

2016 – Kefirli yoğurt ürününün Ür-Ge çalışmalarına başlanmıştır.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

2017 – Şirket büyüyen satış ağı sebebiyle yatırım gerekliliği doğmuştur. 6.000 metrekare alan üzerinde günlük ortalama 22,5 ton süt işleme kapasitesine sahip Ezine Tesisi'nin üretim kapasitesini artırmak üzere inşaat çalışmaları başlamıştır.

08.11.2017 tarihinde ise Altınkılıç Zeytin Zeytinyağı ve Gıda Sanayi Ticaret Anonim Şirketi kurulmuştur.

2018 – Ür-Ge çalışması tamamlanan kefirli yoğurt ürünü makine-ekipman-ambalaj çalışmaları da tamamlanarak, seri üretime başlanmış ve piyasaya yeni bir ürün olarak sunmuştur.

Şirket ilk ihracat faaliyetlerini aynı yıl içerisinde Azerbaycan, Kıbrıs ve Dubai'ye üçüncü taraf şirketler aracılığıyla başlatmıştır.

2019 – Esas amacı Çanakkale bölgesinde Şirket'in faaliyetlerine destek olmak olan İşbilen Plastik ve Ambalaj Pazarlama Sanayi Ticaret Anonim Şirketi kurulmuştur.

2020 – 2017 yılının son dönemlerinde inşaatı başlayan Çanakkale/Ezine fabrikasını büyütme çalışmaları 2020 yılında tamamlanmıştır. Böylece Ezine Tesisi 24.594 m^2 arsa üzerine 8.604 m^2 kapalı alana çıkmış, günlük ortalama 96 ton süt işleme kapasitesine ulaşmıştır.

Ambalajlama kapasitesinin artırılması, üretim kapasitesinin arttırılması, depolama gibi ihtiyaçların karşılanması adına planlanan yeni üretim tesisi 2020 yılında devreye alınmıştır.

Aynı yıl Şirket yeni ürün geliştirmek adına "Cheesecolata" adını verdiği peynir ve çikolatanın bir araya gelmesiyle oluşan ürünün Ar-Ge çalışmasına başlamıştır.

2021 – 2021 yılının son çeyreğinde Şirket'in en yeni ürünü olan Cheesecolata'nın üretimi için Ezine Tesisi kapsamında, 550 metrekarelik bir üretim tesisi planlama ve kurulumuna başlanmıştır. Makine ve ekipman ile birlikte üretim tesisi aynı yıl içerisinde işlerlik kazanmıştır.

Aynı yıl içerisinde Şirket ihracat faaliyetleri kapsamında yaptığı görüşmeler sonucunda Arnavutluk'a ihracat yapmaya başlamıştır.

İhracat faaliyetlerini genişletmeyi amaçlayan Şirket'in birçok bölgedeki distribütörlerle işbirliğine ilişkin sözleşmenin imza aşamasına gelmesi için çalışmalar devam etmektedir.

Şirket, Mega Center Gıda Merkezi'nde 600 metrekarelik merkez ofis binasını 600 metrekare daha büyüterek 1.200 metrekarelik bir alanda faaliyetine devam etmektedir.

2023 – Gömeç Tesisi'nde taze kaşar üretimine başlanmıştır. Taze kaşar hattının günlük 24 ton süt işleme kapasitesi olup, günde yaklaşık 2,4 ton taze kaşar üretilebilmektedir.

Kefir grubu ürün gamını genişletmek üzere Eylül 2023 itibariyle "Kefirim" markası altında daha önce ürün portföyünde bulunmayan 1 lt meyveli kefir çeşitlerinin piyasaya sürülmesi için çalışmaları başlatmış, Aralık 2023'ten itibaren ise Kefirim markası ile söz konusu ürün grubunda düzenli satışlar başlamıştır.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

3.4. Faaliyetler Hakkında Bilgi

3.4.1. Üretim Tesisi, Kapasite ve Ürünler

1. Ezine Tesisi

Çanakkale'nin Ezine ilçesinde bulunan Ezine Tesisi, 24.594 m^2 arsa üzerine kurulu 8.604 m^2 kapalı alana sahiptir. Çiğ sütün bölge tedarikçilerinden temin edilmesi, tesiste yer alan laboratuvarlar tarafından belirli standartlarda ölçümlerinin yapılarak kabulü ve işlenmesi tesiste yapılmaktadır. Söz konusu sütler üretim planlaması kapsamında ilgili bölümlere günlük olarak aktarılır.

Ezine Tesisi'nde süt birlikleri, köy kooperatifleri, çiftlikler gibi tedarikçilerden temin edilen sütler ile kefir grubu ve peynir grubu ürünlerinin üretimi gerçekleştirilmektedir.

Ezine Tesisi'nde üretilen ürünler;

- **Kefir Grubu**
  - Kefir (sade, meyveli ve laktozsuz)
  - Kefirli Yoğurt
- **Peynir Grubu**
  - Olgunlaştırılmış İnek Peyniri
  - Ezine (koyun) Peyniri
  - Tulum Peyniri
  - Otlu peynir ve
  - Taze Beyaz Peynir (feta tipi fresh peynir)

Mevcut durum itibarıyla; Ezine Tesisi'nde üretilmekte olan tüm ürünler için tek vardiyada günlük 96 ton, yıllık ise 34,6 bin ton süt işleme kapasitesi* bulunmaktadır. Ezine Tesisi'nde hem kefir hem de peynir grubu ürünleri üretilmektedir. Söz konusu kapasitenin ortalama 21,6 bin tonu Kefir Grubu, geriye kalan 13,0 bin tonu ise Peynir Grubu ürünleri için kullanılmaktadır. Bununla birlikte tesiste üretilen nihai ürün miktarları, üretim planlaması çerçevesinde üretilecek ürün gruplarına göre ve/veya vardiya sayısına bağlı olarak değişiklik gösterebilmektedir.

Üretilen tüm ürünlerin; porsiyonlanması ve ambalajlanması da tesis içerisinde gerçekleşmektedir. Üretim tekniği gereği peynir grubu dışındaki tüm ürünlere dair işlemler otomatik sistemler ile taze olarak kolileme aşamasına kadar aynı gün içerisinde tamamlanmaktadır. Peynir grubuna ait ürünlerde ise ambalajlama ünitesinde olgunlaştırılması tamamlanan ürünler, 1 gün öncesinden parti seri numarası ve analizlerine göre ambalajlama ünitesine iletilir. Ambalajlanma aşamaları; teneke açma, temizleme, gramajlama, vakumlama, etiketleme, kolileme işlemlerinden oluşmakta olup ürünler bu adımlardan geçerek sevkiyata hazır hale getirilir.

Son aşamada ise belirlenen bölgeler için hazırlanan ürünler, sevkiyat personeli tarafından 3 ana lojistik kapısından yüklenerek sevk edilir.

** 1 kg sade kefir üretimi için yaklaşık ortalama 1 kg süt. 1 kg peynir üretimi için ise yaklaşık ortalama 7 kg süt kullanılmaktadır.*

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:81 K:9
Esentepe 34394 Şişli İSTANBUL
Vergi No:2910110763 Ticaret Sic. No 388710
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0231-0110 ... 0013

2. Gömeç Tesisi

Gömeç Tesisi 1997 yılında Şirket tarafından üretim yapılmak amacıyla satın alınmıştır. Toplam alanı 5.367 metrekare olup kapalı alan 2.040 metrekaredir. Gömeç Tesisi'nde eski kaşar peyniri, beyaz peynir çeşitleri ve taze kaşar üretimi yapılmaktadır.

Gömeç Tesisi, günlük 92,2 ton, yıllık 33,7 bin ton süt işleme kapasitesine sahiptir. Bu tesiste eski kaşar, taze kaşar, olgunlaştırılmış beyaz peynir, Ezine (koyun) peyniri ve tulum peyniri ürünleri üretilmektedir. Bu tesis, eski kaşar ürünü için Türkiye'nin en büyük üretim tesislerinden biri olarak bilinmektedir. Bu tesiste aynı zamanda burada üretilen beyaz peynirin teneke olarak ambalajlanması yapılmaktadır. Eski kaşar ürününün ön olgunlaştırılması ve olgunlaşma süresinin başlamasından önce çuvallama işlemleri bu tesiste yapılmaktadır. Taze kaşar ürününe ilişkin ise üretim, paketleme, depolama işlemleri bu tesiste yapılmaktadır.

Tesise gelen sütler laboratuvarlar tarafından belirli bir analizden geçerek üretim hattına kabul edilir. Bir gün öncesinden belirlenen üretim formu ile o gün yapılacak ürünün üretim aşamaları için ön hazırlıklar tamamlanır.

3.4.2. Üretim Süreçleri

Kefir Grubu

Kefir, pastörize inek sütünün tekniğine uygun olarak belirli bir sıcaklıkta kefir kültürü ile aşılanması, fermantasyona bırakılması, pıhtının kırılması ve soğutulması ile elde edilen kendine özgü tat ve aroması olan bir süt mamulüdür. Meyveli kefirlerin farklı mayalama ve dolum tankları mevcut olup, bunlar sade kefire gerçek meyve pürelerinin eklenmesi sonucunda elde edilen ürünlerdir. Meyveli kefirlerde %85 sade kefir ve %15 gerçek püreden üretilen sos kullanılmaktadır.

Kefirli yoğurt, pastörize inek sütünün tekniğine uygun olarak belirli bir sıcaklıkta kefir kültürü, kefir mayası ve yoğurt kültürü ile aşılanması, fermantasyona bırakılması, pıhtının kırılması ve soğutulması ile, çilek, kayısı, keten tohumu ve yaban mersini meyve sosu (%15 oranında) ilave edilerek elde edilen ve kendine özgü tat ve aroması olan bir süt mamulüdür. HDPE kaselerde 150 gr'lık ambalajlar ile paketlenmektedir.

Peynir Grubu

Peynirler genel olarak süt tipleri, ısı uygulamaları, sütün peynir mayası ya da organik asitler ve/veya starter kültür yardımıyla asitliği artırılarak sıvı halden jel haline dönüştürülmesiyle elde edilen pıhtının tipleri, su ve yağ içerikleri veya olgunlaştırma süreç ve süresine göre sınıflandırılabilmektedir. Peynir mayasının veya asidin pıhtılaşması, pıhtı türleri, fermentasyonu ve bunun sonrasında olgunlaştırma süreleri ve tazelik sınıfları gibi üretim farkları ile peynirler gruplandırılabilmektedir.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

3.4.3. Ürün Satışları

Şirket faaliyetlerini, Altınkılıç markalı kefir ve peynir grubu ürünleri ile sürdürmektedir. Kefir grubu altında; sade ve meyveli olmak üzere kefir ve kefirli yoğurt, peynir grubu altında ise inek, koyun ve keçi sütlerinden elde edilen çeşitli peynirlerin üretim ve satışını gerçekleştirmektedir.

Şirket, satışlarının tamamına yakınını yurt içi pazarlara yapmakla birlikte, ihracat hacmini geliştirmek üzere hedef bölgelerde çalışmalarını sürdürmektedir. Yurt içi pazarlarda gerçekleşen satışların yaklaşık %60'lık kısmı Ulusal Zincir Marketler'e yapılırken, bu kanalı yaklaşık %25 ile Bayi ve Toptancılar izlemektedir. Geri kalan satışlar ise ağırlıklı olarak Yerel Zincir Marketler'e yapılmaktadır.

Aşağıdaki tabloda ürün ve kanal bazında 2021 – 2023 dağılımları yer almaktadır.

Ürün Grubu Mn TL	2021		2022		2023	
	Hasılat	Pay	Hasılat	Pay	Hasılat	Pay
Kefir Grubu	605,8	47%	643,3	42%	807,6	43%
Peynir Grubu*	683,4	53%	906,6	58%	1.049,3	57%
Toplam	**1.289,2**	%100	**1.550,0**	100%	**1.856,9**	100%

**Bağımsız denetim raporunda diğer olarak sınıflanan ve önemli büyüklük ifade etmeyen satışlar ağırlıklı olarak peynir grubu altında sınıflanarak dağıtılmıştır*

Müşteri Grubu Mn TL	2021		2022		2023	
	Hasılat	Pay	Hasılat	Pay	Hasılat	Pay
Ulusal Zincir Marketler	919,6	71%	930,0	60%	1.097,5	59%
Bayi ve Toptancılar	184,3	12%	381,2	25%	438,7	24%
Yerel Zincir Marketler	146,2	11%	166,2	11%	239,5	13%
Diğer	39,2	5%	72,6	4%	81,2	4%
Toplam	**1.289,2**	100%	**1.550,0**	100%	**1.856,9**	100%

3.5. Finansal Tablolar

TMS 29 Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama

Şirket, KGK tarafından 23.11.2023 tarihinde yapılan duyuru ve yayınlanan "Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama Hakkında Uygulama Rehberi"ne istinaden 31.12.2023 tarihli ve aynı tarihte sona eren yıla ilişkin konsolide finansal tablolarını TMS 29 "Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama" Standardını uygulayarak hazırlamıştır. Söz konusu standart uyarınca, yüksek enflasyonlu bir ekonomiye ait para birimi esas alınarak hazırlanan finansal tablolar, bu para biriminin bilanço tarihindeki satın alma gücünde hazırlanır ve önceki dönem finansal tablolar da karşılaştırma amacıyla raporlama dönemi sonundaki cari ölçüm birimi cinsinden ifade edilir. Şirket bu nedenle, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihli konsolide finansal tablolarını da, 31.12.2023 tarihi itibarıyla satın alma gücü esasına göre sunmuştur.

TMS 29 uyarınca yapılan yeniden düzenlemeler, TÜİK tarafından yayınlanan Türkiye'deki TÜFE'den elde edilen düzeltme katsayısı kullanılarak yapılmıştır. 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihi itibariyle sona eren hesap dönemlerine ait yıllık finansal tablolara enflasyon muhasebesi uygulanmıştır.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:201 K:9
Esentepe 1439 Şişli İSTANBUL
Vergi No:2910110786 Ticaret Sic. No:388440
www.denizyatirim.com
Mersis No:0251011078600013

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihli özel bağımsız denetimden geçmiş konsolide finansal durum tabloları 31.12.2023 alım gücü ile aşağıdaki gibidir:

3.5.1. Bilanço – TMS29

VARLIKLAR - Milyon TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Dönen Varlıklar	**851,7**	**836,9**	**1.092,2**
Nakit ve Nakit Benzerleri	9,5	0,9	31,1
Ticari Alacaklar	201,4	320,3	296,5
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	*13,5*	*26,5*	*0,0*
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	*187,9*	*293,8*	*296,5*
Diğer Alacaklar	50,3	51,9	18,4
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	*50,3*	*44,8*	*8,9*
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	*0,0*	*7,1*	*9,6*
Stoklar	384,7	274,1	576,4
Peşin Ödenmiş Giderler	146,5	130,5	100,1
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar	0,0	0,0	42,7
Diğer Dönen Varlıklar	59,3	59,1	27,0
Duran Varlıklar	**263,7**	**646,0**	**865,6**
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0,0	8,6	8,5
Maddi Duran Varlıklar	258,3	587,5	646,2
Peşin Ödenmiş Giderler	0,0	0,0	109,8
Ertelenen Vergi Varlığı	5,4	5,6	64,3
Diğer Duran Varlıklar	0,0	44,3	36,9
Toplam Varlıklar	**1.115,4**	**1.482,9**	**1.957,8**

KAYNAKLAR - Milyon TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**769,8**	**807,0**	**1.140,5**
Kısa Vadeli Borçlanmalar	130,6	151,0	357,2
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	46,8	36,0	142,7
Ticari Borçlar	445,7	508,5	548,7
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	*445,7*	*508,5*	*548,7*
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	3,5	4,7	9,1
Diğer Borçlar	126,5	49,0	9,2
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	*116,4*	*38,8*	*7,5*
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	*10,1*	*10,2*	*1,7*
Ertelenmiş Gelirler	11,0	39,6	30,4
Dönem Karı Vergi Yükümlülükleri	5,0	17,4	42,7
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	0,8	0,8	0,6
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**74,1**	**144,1**	**155,1**
Uzun Vadeli Borçlanmalar	37,1	12,6	19,2
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	9,1	13,3	18,0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	27,9	118,2	117,9
Özkaynaklar	**271,5**	**531,8**	**662,1**

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Ana Ortaklığı Ait Toplam Özkaynaklar	**355,3**	**531,8**	**662,1**
Ödenmiş Sermaye	31,6	78,1	78,1
Sermaye Düzeltmesi Farkları	117,7	122,4	122,4
Kar/Zararda Yeniden S. Bir.Diğ.Kaps. Gelir/Gider	-0,5	255,6	330,6
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0,0,	0,0	2,6
Geçmiş Yıllar Karları /(Zararları)	61,9	71,4	73,1
Dönem Net Karı	144,5	4,3	55,3
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	**-83,8**	**0,0**	**0,0**
TOPLAM KAYNAKLAR	**1.115,4**	**1.482,9**	**1.957,8**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

3.5.2. Gelir Tablosu – TMS29

Kar veya Zarar Kısmı - Milyon TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Hasılat	1.289,2	1.550,0	1.856,9
Satışların Maliyeti (-)	-908,4	-1.127,3	-1.346,5
Brüt Kar	**380,8**	**422,6**	**510,4**
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-194,9	-219,3	-273,5
Genel Yönetim Giderleri (-)	-18,3	-20,3	-46,6
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1,7	5,2	5,0
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-8,6	-0,4	-0,7
Esas Faaliyet Karı	**160,6**	**187,8**	**194,6**
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	7,6	0,0	0,0
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0,0	-1,4	0,2
Finansman Giderleri Öncesi Faaliyet Karı	**168,3**	**186,5**	**194,4**
Finansman Giderleri (-)	-170,3	-213,4	-294,8
Parasal Kayıp/Kazanç	117,2	53,3	111,6
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	**115,3**	**26,4**	**11,2**
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	1,2	-22,1	44,2
- Dönem Vergi Gideri/Geliri	*-5,0*	*-17,4*	*-39,8*
- Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	*6,2*	*-4,7*	*84,0*
Dönem Karı	**116,5**	**4,3**	**55,3**
- Kontrol Gücü Olmayan Paylar	*-28,1*	*0,0*	*0,0*
- Ana Ortaklık Payları	***144,5***	***4,3***	***55,3***

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

4. Sektörel Bilgiler

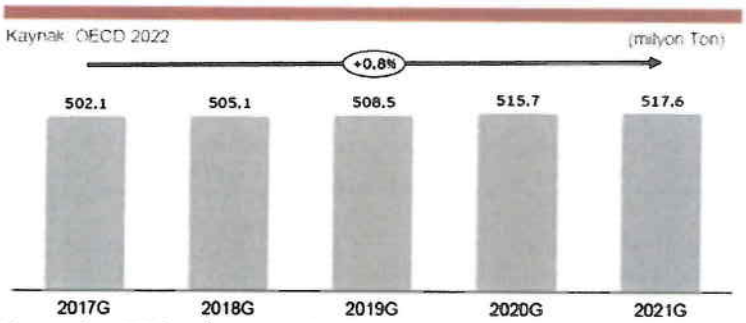
4.1. Dünyada ve Türkiye'de Süt Ürünleri Sektörü

Süt ve Süt Ürünleri Sektörüne İlişkin Küresel Veriler

Uluslararası süt ve süt ürünleri üretim hacmi, 2021 yılı içerisinde 2020 yılına kıyasla %0,4 oranında artarak yaklaşık 517,6 milyon ton seviyesine ulaşmıştır.2021 yılında uluslararası süt ve süt ürünleri ihracatı %12,9 oranında artış göstererek 92.334 milyon dolar seviyesinde gerçekleşmiştir.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

OECD Ülkeleri Süt ve Süt Ürünleri Üretim Hacmi

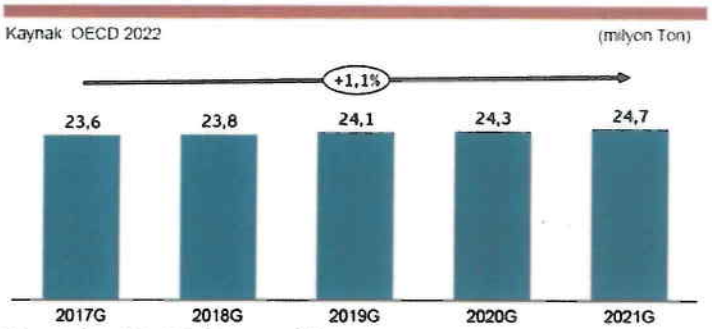


Kaynak: OECD İstatistikleri

Süt ve süt ürünleri sektöründe, sütün ardından en çok tüketilen ürün kategorisi peynir ürünleridir. COVID bu sektörde üretim hacmi bazında yavaşlamaya sebep olmuştur ve 2019 yılı içerisinde gözlenen %1,6 artış sonrası, 2020 yılında uluslararası peynir sektörü üretim hacmi artmaya devam etse de, artış oranı %0,7 seviyesine düşmüştür.

Pandeminin etkisini yitirmesi üzerine beklentilerin üzerinde iyileşme gösteren uluslararası peynir sektörü, üretim hacmi bazında 2021 yılı içerisinde %1,5 oranında artış göstererek yaklaşık 24,7 milyon ton seviyesine yükselmiştir.

Uluslararası Peynir Sektörü Üretim Hacmi



Kaynak: OECD İstatistikleri

Gelişmiş ülkelerde sağlıklı beslenme yükselen bir değer iken bu ülkelerde sağlık harcamalarının büyük bir kısmının obezite ile mücadeleye harcanması ve bunun yanında 2020 yılında başlayan ve tüm dünyada yaşanan COVID-19 süreci sağlıklı beslenmeye olan ilgiyi ciddi derece de arttırmıştır. Bağışıklık sisteminin güçlendirilmesi, sindirim sistemi ve metabolizma problemleri gibi birçok sağlık sorunları giderek tüketicilerin gündeminde daha çok yer etmektedir. Bu bilinç sağlıklı ürün tüketme eğilimini arttırmıştır. Bu doğrultuda doymuş yağ tüketimini azaltarak protein ve diğer besin değerlerinin alınmasının uygun fiyatlı yöntemi olarak süt ve süt ürünleri tüketimi önerilmiştir. [1]

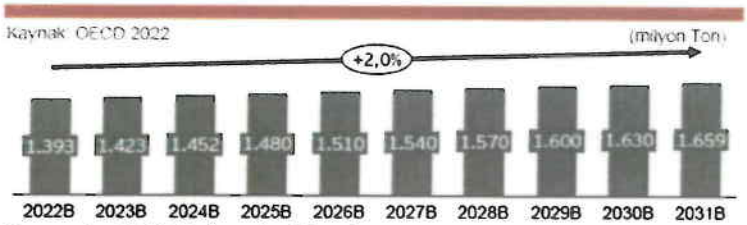
Süt ve Süt Ürünleri Sektörüne İlişkin Küresel Beklentiler

Süt ve süt ürünleri üretiminin dünyada 2022-2031 yılları arası %2,0 YBBO artış göstermesi beklenmektedir.

[1] https://www.euro.who.int/en/health-topics/health-emergencies/coronavirus-covid-19/publications-and-technical-guidance/noncommunicable-diseases/food-and-nutrition-tips-during-self-quarantine

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

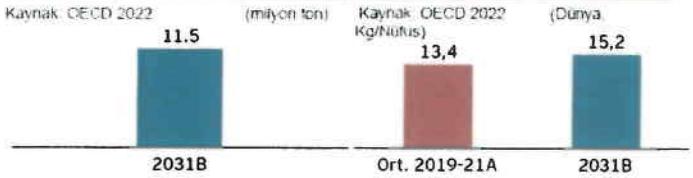
Dünya Süt ve Süt Ürünleri Üretim Hacmi Beklentileri



Kaynak: OECD İstatistikleri

2022-2031 yılları arası; dünyada kişi başına düşen süt ve süt ürünleri tüketiminin ise 2019-2021 yılları ortalaması olan 13,4 kg seviyesinden 2031 yılı beklentisi dahilinde 15,2 kg seviyesine ulaşması öngörülmektedir

Uluslararası Süt ve Süt Ürünleri İhracat Beklentileri | **Kişi Başına Düşen Süt ve Süt Ürünü Tüketim Verileri**



Kaynak: OECD İstatistikleri

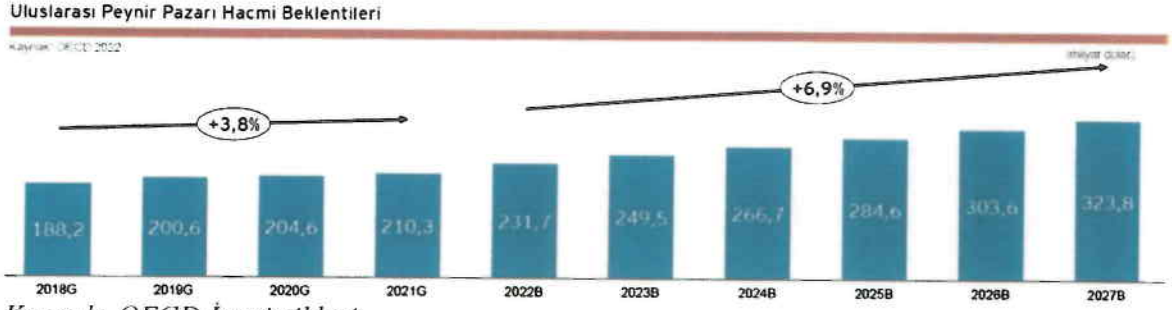
Uluslararası peynir sektörü üretim hacminin 2022-2031 yılları arası %1,1 YBBO artış göstermesi beklenmektedir. 2019-2021 yılları arası OECD ülkeleri kapsamında kişi başına düşen ortalama peynir ürünleri tüketim miktarı 13,6 kg olarak gerçekleşmiştir. OECD beklentileri 2031 yılında kişi başına düşen peynir ürünleri tüketimi miktarının yaklaşık 14,6 kg seviyesine yükselmesidir.

OECD, Avrupa Birliği'nin dünyanın ana peynir ihracatçısı olmaya devam edeceğini öngörmektedir. 2031 yılında, toplam peynir ihracatının 4,1 milyon ton seviyesine geleceği ve Avrupa Birliği'nin dünya peynir ihracatındaki payının %44 seviyesine çıkacağı öngörülmektedir.

OECD 2022 raporuna göre, 2018-2020 yılları arası uluslararası peynir sektörü %4,3 artış göstermiştir. İlgili yıllarda büyümeyi desteleyen faktörlerin işlenmiş ve dondurulmuş gıda ürünlerine olan talep artışı ve peynir ürünleri tüketimi yüksek ülkelerdeki kişi başına düşen gelirin artması gösterilmektedir. Projeksiyon dönemi için beklenen %6,9 YBBO artışın temel sebebi olarak ise; yöresel, sürdürülebilir ve organik gıda ürünlerine yönelik artan talep gösterilmektedir.

Peynir sektörünü son yıllarda sınırlayan etkenler arasında; yeterli bilgi düzeyine sahip çalışan eksikliği ve bunun sonucunda peynir imalatında yaşanan iş gücü sıkıntısı olduğu belirtilmektedir. Peynir üretimi için sınırlı sayıda teknik uzman bulunmasının, projeksiyon döneminde pazar büyümesini sınırlaması beklenmektedir.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.



Kaynak: OECD İstatistikleri

Süt ve Süt Ürünleri Sektörüne İlişkin Türkiye Verileri

Günümüzde bireylerin beslenme konusunda daha bilinçli bir noktaya gelmesi, hayvansal protein kaynaklarının beslenme düzenindeki önemi hususunda farkındalığın artması ve hayvancılık faaliyetlerinin ekonomik anlamda cazip hale gelmesi tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de hayvancılığı önemli bir noktaya getirmiştir. Kırsal kalkınmayı destekleme programları ve hayvancılığa verilen destekler sayesinde hayvancılık faaliyetleri ticari anlamda değer kazanmıştır. Tarım ve hayvancılık; ulusal gelirin ve istihdamın artırılması, diğer sektörlerde hammadde sağlamasıyla ülke ekonomisine sağladığı katma değerde artış, kentsel göçü ve bunun ortaya çıkardığı sosyal problemleri azaltması gibi sosyal ve ekonomik birçok sorunun çözümüne katkı sağlamaktadır.[2]

Ülkemiz küçükbaş ve büyükbaş hayvan varlığı bakımından Avrupa'da birinci, süt üretiminde ise üçüncü su ürünleri yetiştiriciliğinde ise Avrupa'da birinci sıradadır.[3]Ülkemizdeki bakım ve beslenme koşullarının iyileştirilmesi, üreticilerin süt hayvancılığı konusunda bilinçlenmesi ve ihtisaslaşmasıyla, hayvan sayısındaki artış ile birlikte hayvan başına süt verim seviyesi yükselmiştir.[4]

Dünyadaki genel trendin aksine, Türkiye süt ve süt ürünleri üreticileri, COVID-19 döneminde negatif yönlü etkilenmemiştir. COVID-19 salgının Türkiye'de görüldüğü günden itibaren süt ve süt ürünlerinde talep artışları ortaya çıkmıştır.5 2020 ve 2021 yılları içerisinde süt ve süt ürünleri üretim hacmi sırasıyla %3,4 ve %3,3 oranında artmıştır.

TÜİK'ten elde edilen Ulusal Süt Konseyi verileri uyarınca, süt ve süt ürünleri üretimi Aralık 2023'te bir önceki aya göre %6,11, bir önceki yılın aynı ayına göre ise %9,02 artış göstermiş olup 1.280.105 ton üretim yapılmıştır.[6]

---

[2] https://ulusalsutkonseyi.org.tr/wp-content/uploads/2021-Sut-Raporu.pdf

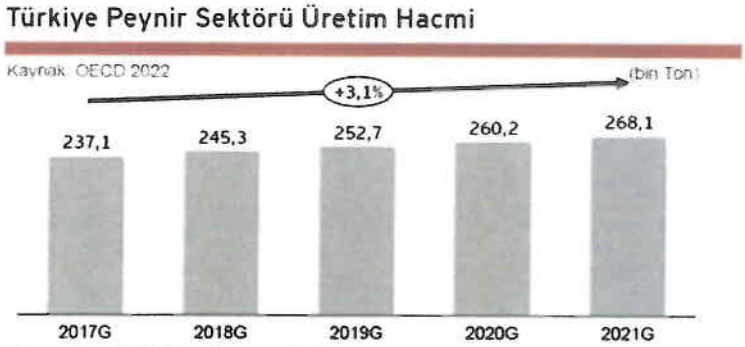
[3] https://www.tarimorman.gov.tr/SGB/Belgeler/Bakanl%C4%B1k_Faaliyet_Raporlar%C4%B1/TOB%202022%20YILI%20I%CC%87DARE%20FAALI%CC%87YET%20RAPORU.pdf

[4] https://ulusalsutkonseyi.org.tr/wp-content/uploads/2021-Sut-Raporu.pdf

[5] https://arastirma.tarimorman.gov.tr/tepge/Belgeler/PDF%20Tar%C4%B1m%20%C3%9Cr%C3%BCnleri%20Piyasalar%C4%B1/2022-Temmuz%20Tar%C4%B1m%20%C3%9Cr%C3%BCnleri%20Raporu/41-S%C3%9CT%20T%C3%9CP%20TEMMUZ%202022.pdf
https://ulusalsutkonseyi.org.tr/disticaret/

[6] https://ulusalsutkonseyi.org.tr/uretimler/

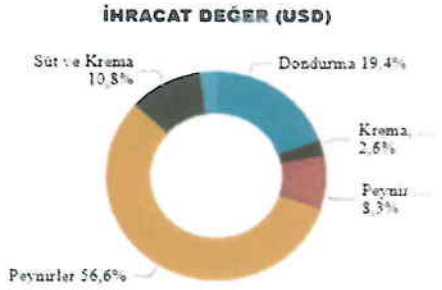
DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.



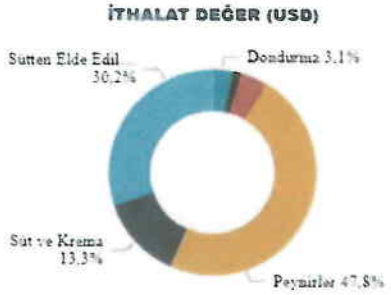
Kaynak: OECD İstatistikleri

Türkiye süt ve süt ürünlerinde net ihracatçı konumundadır. Türkiye süt ve süt ürünleri ihracatında 2019 yılı içerisinde dolar bazında %25 artış göstermiştir. COVID-19'un küresel boyutta tedarik zincirlerinde ve talep tarafında gerçekleştirdiği olumsuz etkiler sonucu 2020 yılı ihracat hacminde %9,4'lük bir düşüş gerçekleşmiştir Ancak sektörün, uluslararası pazarda diğer tarım ürünleri sektörlerine kıyasla daha erken iyileşme göstermesi ve Türk Lirasının küresel para birimleri karşında değer kaybı sonucu Türkiye toplam süt ve süt ürünleri ihracatı 2021 yılı içerisinde %36,9 oranında büyüme göstermiştir. Buna karşılık, 2021 yılı ithalat hacminde %36'lık bir düşüş gözlenmektedir.

Ulusal Süt Konseyi verileri uyarınca, 2022 yılı 12 aylık süt ve süt ürünleri toplam ithalat değeri 83.708.994 USD, toplam ihracat değeri ise 610.877.488 USD'dir. 2023 yılında bir önceki yıla göre ithalat değeri %56,20 artarken ihracat değeri ise %36,06 azalmış olup ilgili değerlerin dağılımına aşağıda yer verilmiştir. 2023 yılı 12 aylık toplam 390.617.989 USD değerinde süt ve süt ürünleri ihracatı yapılmıştır. Bu miktardan %56,6'sı peynirlerden ve %10,8'i süt ve krema ihracatından karşılanmaktadır. Buna karşılık olarak 2023 yılında gerçekleşen ithalat değeri 130.753.752 USD değerinde olup önceki senenin 83.708.994 USD tutarına göre %56,20 oranında artmıştır. 2023 yılında yapılan ihracatın 87.522.087 USD tutarı Irak'a, 31.455.650 USD tutarı ABD'ye ve 33.088.080 USD tutarı ise Birleşik Arap Emirlikleri'ne yapılmıştır.



2023 YILI 12 AYLIK - TOPLAM İHRACAT DEĞERİ (USD)



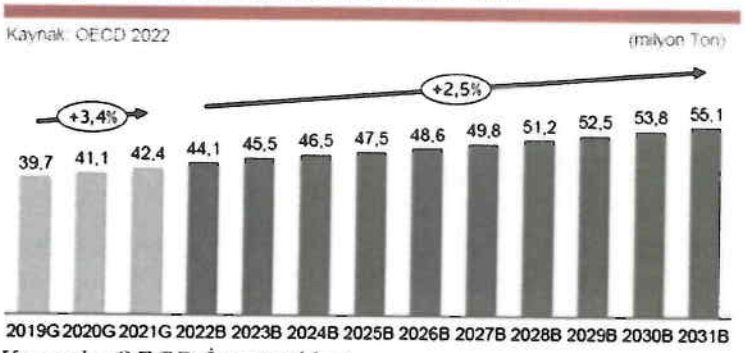
2023 YILI 12 AYLIK - TOPLAM İTHALAT DEĞERİ (USD)

Süt ve Süt Ürünleri Sektörüne İlişkin Ulusal Beklentiler

Süt ve süt ürünleri üretiminin dünyada 2022-2031 yılları arası Türkiye'de %2,5 YBBO artış göstermesi beklenmektedir.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Türkiye Süt ve Süt Ürünleri Üretim Hacmi



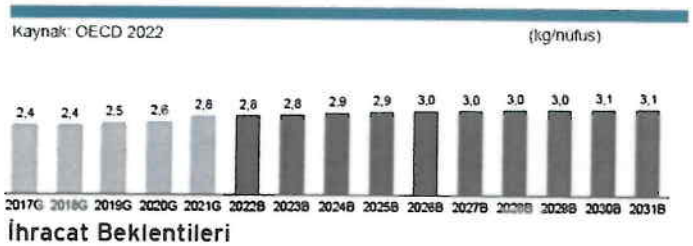
Kaynak: OECD İstatistikleri

Türkiye'de peynir sektörü göz önüne alındığında 2022-2032 yılları arası Türkiye peynir sektörü satışlarında %3,4 YBBO artış beklenmektedir.

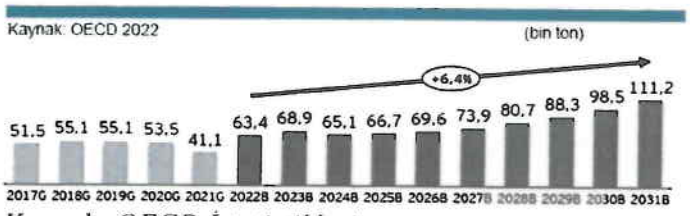
Türkiye ekonomisinde gerçekleşen yüksek enflasyon dönemi ve Türk Lirası'nın yabancı para birimleri karşısında değer kaybı sonrasında orta vadede, Türkiye ekonomisinin toparlanmasıyla birlikte yerli tüketicilerin yiyecek-içecek harcamalarını arttırma beklentisi dolayısıyla gıda sektörü satışlarının projeksiyon dönemi boyunca artış göstermesi beklenmektedir.

Türkiye'de tüketicilere sunulan çok çeşitli peynir türleri olması ve bu eğilimin, özellikle yumuşak peynir ve sert peynir kategorileri altında yeni çeşitlerinin piyasaya sürülmesiyle artış göstermesi beklenmektedir. Ek olarak yurtiçi üreticilerin; hafifletilmiş içerikli veya içeriğinde organik çeşitlilik sağlanan peynir üretimine başlamalarının, Türkiye peynir pazarı içerisinde yeni müşteri kazanımını desteklemesi beklenmektedir. İlgili kategorilerde beklenen çeşitliliğin peynir sektörü büyümesini desteklemesi öngörülmektedir. Türkiye peynir sektörüne ilişkin tüketim ve ihracat beklentilerine aşağıdaki grafiklerde yer verilmiştir:

Kişi Başına Düşen Tüketim Beklentileri



İhracat Beklentileri

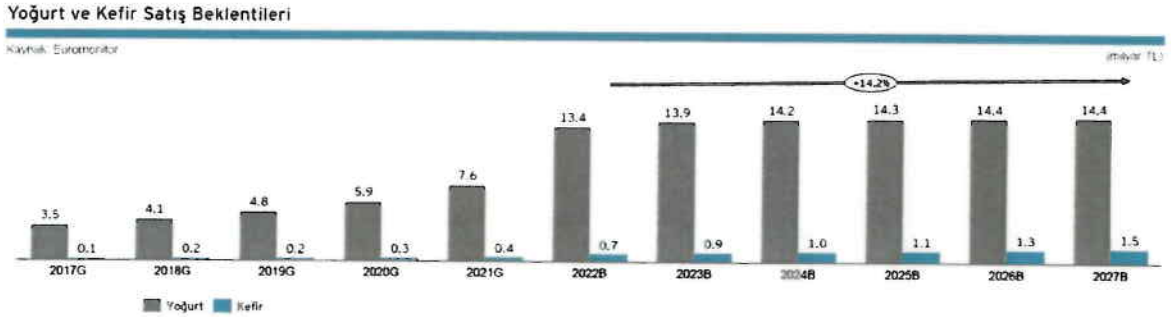


Kaynak: OECD İstatistikleri

Kefir sektörüne yeni katılan süt ve süt ürünü üreticileri, Pazar içerisinde çeşitlilik ile birlikte rekabeti de arttırmaktadır. İlgili arz artışı sebebiyle perakende zincirleri rafları içerisinde kefir

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
www.denizyatirim.com

ürünlerinin sayısı ve popülerliği artmaktadır. Ek olarak projeksiyon dönemi içerisinde, sağlıklı ürünlerin tüketimine olan ilgilinin artış beklentisi sebebiyle 2022-2027 yılları arası Türkiye toplam kefir ürünleri satışının %14,2 YBBO oranında artış göstermesi beklenmektedir. Türkiye yoğurt ve kefir sektörüne ilişkin beklentiler aşağıdaki grafikte verilmektedir:



Kaynak: Euromonitor

4.2. Altınkılıç'ın Sektör'deki Konumu

Şirket, Altınkılıç markası ile 1992 yılından beri sektörde üretim, pazarlama ve satış faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirket kurucu ortakları Şirket'in kurulmasından önce de süt ürünleri sektöründe tecrübe edinmiş kişilerden oluşmaktadır.

Şirket, sahip olduğu iki üretim tesisinin bulunduğu Çanakkale (Ezine tesisi) ve Balıkesir (Gömeç tesisi) bölgelerinde 30 yıldır üretimini sürdürmektedir. Bölgedeki tüm süt birlikleri, süt kooperatifleri ve çiftlikler ile süregelen ve uzun süreli güvene dayanan ticari ilişkileri bulunmaktadır ve bölgenin en çok süt işleyen firmaları arasında yer almaktadır.

Şirket'in üretim tesislerinin hayvancılık açısından sert bir iklime sahip olmayan bir bölgede bulunması, üretim tesislerinin hammadde kaynaklarına olan coğrafi yakınlığı ve ürettiği ürünler arasında coğrafi işaretli ürünler bulunması Şirket'in sektördeki önemli avantajlarındandır. Örneğin, Şirket'in Ezine Tesisi'nde üretmekte olduğu Ezine peyniri ancak Ezine ve çevresinde ki belirlenen bölgelerde üretim tesisi olan firmalar tarafından üretilebilmektedir. Ayıca üretim tesislerinin bulunduğu bölge itibariyle hem liman hem de büyükşehirlere yakın olması lojistik anlamda da Şirket'e sektörde avantaj sağlayan özelliklerdendir.

Şirket'in üretim tesislerinin yer aldığı Balıkesir ve Çanakkale bölgelerine ilişkin olarak Güney Marmara Kalkınma Ajansı tarafından hazırlanan Güney Marmara Bölge Planı 2014 – 2023 uyarınca da süt ve süt ürünleri, üretimde öne çıkarılan sektörlerdendir. Bu kapsamda bölgede süt ve süt ürünleri dahil ihracat potansiyeli bulunan geleneksel ürünlerin Ür-Ge faaliyetleri, coğrafi işaretleme, işlenmiş yeni ürünlerin üretimi ve markalaşma yoluyla dünya pazarlarına ulaşmasına yönelik çalışmalar yürütülmesi planlanmaktadır.[7]

Altınkılıç süt ve süt ürünleri sektöründe, gerçekleştirdiği Ür-Ge faaliyetleri sonucu inovasyona dayalı süt ürünü üretiminde pazarda öncü bir rol üstlenmektedir. Bu rolü ile uyumlu olarak,

[7] https://www.gmka.gov.tr/dokumanlar/yayinlar/TR-22-Guney-Marmara-Bolgesi-2014-2023-Bolge-Plani.pdf

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

piyasaya sürdüğü yeni ürünler ile Türkiye'nin önde gelen market zincirlerinin raflarında ürün çeşitliliğini artırarak tüketicilere farklı ürün kategorilerinde seçenekler sunmayı hedeflemektedir. Bu kapsamda Ür-Ge ekibi hem kalite hem de inovasyon ürünler ile ilgili çalışmalarını sürekli devam ettirerek mevcut ürünlerde en üst kaliteye ulaşma ve pazara yeni ürün kazandırma hedefi ile çalışmalarını sürdürmektedir.

Şirket sahip olduğu İngiliz Perakende Konsorsiyumu Global Standartları (*BRCGS, British Retailer Consortium Global Standards*) belgesi ve T.C. Çanakkale Valiliği İl Tarım ve Orman Müdürlüğü'nün 20.12.2022 tarihli yazısı uyarınca Avrupa Birliği'ne süt ve süt ürünleri ihracat onaylı süt üreticisi olma özelliği ile global pazarda tüm ülkelere süt ürünleri gönderebilme yetkisine sahiptir. Üretim tesislerinin bulunduğu bölgede 2 adet AB onaylı süt üreticisinin bulunması sebebiyle orta vadede Şirket'in planladığı Avrupa Birliği ülkelerine ihracat için kullanılması gerekecek olan standartlarındaki hammadde olan süt Şirket için kolay erişilebilir konumdadır.
Şirket, satış ve pazarlama organizasyonunun büyük bir bölümünü kendi bünyesinde yapmaktadır. Ulusal zincir marketler, yerel market zincirleri, ev dışı tüketim kanalı, Hotel-Restaurant-Cafe, hastane zincirleri, tekli noktalar, toptan satış kanalları ve özel şirketlere hem doğrudan hem de distribütörleri ile 50.000'den fazla nokta da ürünlerini tüketicisi ile buluşturmaktadır.

Şirket, Türkiye'nin ilk kefir üreticisi konumundadır.[8] Üretilen ilk günden itibaren aynı özel reçete ile standart bir tat ve kalite sağlandığından hem kefir ürünü hem de Şirket'in diğer ürünleri için tüketici güveni inşa edilmekte ve korunmaktadır.[9] Yoğurt ve kefir pazarı, peynir ve peynir ürünleri sektörüne göre daha az oyucunun rekabet ettiği bir pazardır. Yoğurt ve kefir pazarında Şirket en yüksek satış payına sahip 10. firma olarak faaliyet göstermektedir. Şirket'in pazar payı, 2021 yılında %2,2 seviyesine yükselmiştir. Şirket'in pazar payı artışını, kefir ürünlerinde 2018 – 2022 yılları arası tonaj bazında gerçekleştirdiği %7,4 yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) desteklemektedir.

Şirket, özellikle kefir - kefirli yoğurt ürünlerinde Türkiye'de ilk üretici olması[10] ve sahip olduğu 20 yıllık bir tecrübe ile bu ürün gruplarının pazardaki satış potansiyelinin artmasını sağlamaktadır. Şirket'in kefir ve kefirli yoğurt ürünlerinde herhangi bir kimyasal madde, yapay katkı maddesi, renklendirici, tatlandırıcı kullanmaması ve meyveli kefir grubunda gerçek meyve püresi kullanması, Altınkılıç'ı sağlıklı ürünler tüketmek isteyen tüketiciler için özel bir konumuna getirmiştir.

Şirket üretimini gerçekleştirdiği; kefir, meyveli kefir, kefirli yoğurt ve tüm peynir ürünlerine ilişkin olarak paketleme aşamalarında da sahip olduğu teknoloji ile üretim ve sonrası süreçler için de entegre bir iş modeli ile çalışmaktadır. Üretim ve dolum hatlarının tamamen el değmeden "personel hatasına" sebebiyet vermeksizin işletilmesi sağlanmaktadır. Bu entegre iş modeli standartların korunarak üretim yapılmasını sağlamaktadır.

---

[8] https://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/eski-gelenegi-canlandirdi-market-rafina-kefir-koydu-289575
[9] https://www.ekonomist.com.tr/kulis/kefir-pazarinin-yuzde-70ine-hakim-5130

[10] https://www.ekonomist.com.tr/kulis/kefir-pazarinin-yuzde-70ine-hakim-5130

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Türkiye'de peynir ürünleri sektörü, birçok şirketin faaliyet gösterdiği, rekabetin yoğun olduğu bir sektördür. Şirket, peynir sektöründe satışlar açısından değerlendirildiğinde son yıllarda ilk 15 oyuncu arasında yer almaktadır. Şirket son yıllarda yürüttüğü pazarlama faaliyetleri ile yurt içi pazarda marka bilinirliği ve ürün çeşitliliğini artırmaya odaklanmıştır. Bunun sonucunda 2021 yılında Altınkılıç, Türkiye peynir pazarı içerisinde payını %1,8 seviyesine yükseltmiştir ve en yüksek satış payına sahip 12. firma olmuştur. Altınkılıç yumuşak peynir ve eritme peynir ürün grubunda ürün çeşitliliğini yeni bitki ve baharatları ilgili peynir türleriyle harmanlayarak genişletmektedir. Altınkılıç yeşil otlu peynirlerinin piyasaya sürülmesinden sonra ilgili peynir kanalları son yıllarda popülerlik kazanmıştır. Şirket'in Ezine peyniri üretme konusunda sahip olduğu coğrafi işaret avantajı bu pazardaki rekabet içerisinde Şirket'e avantaj sağlamaktadır.

5. Değerleme Yaklaşımları

Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) 105'te 3 temel değerleme yaklaşımı bulunmaktır.

- Maliyet Yaklaşımı
- Gelir Yaklaşımı
- Pazar Yaklaşımı

Altınkılıç'ın pay başına değerinin tespit edilmesinde kullanılacak değerleme yaklaşımının tespit edilmesi amacıyla; UDS 10.3'te belirtilen seçim sürecinde dikkate alınacak asgari hususlar değerlendirilmiştir.

UDS 60.1'e göre Maliyet Yaklaşımı; bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

Maliyet yaklaşımı normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanamaz. Bu kapsamda Altınkılıç'ın bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması, Şirket'in sürekli olması ve kuruluş döneminde olmaması nedenleriyle Altınkılıç'ın pay başına değerinin tespit edilmesinde kullanılmamıştır.

UDS 105 40.1'e göre Gelir Yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değerin, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. Gelir Yaklaşımı'nın uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı bir ağırlık verilmesi gerektiği durumları belirleyen UDS 105 40.3'ün b) bendinde belirtilen; gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması halinde bu yaklaşımın uygulanması değerlemeyi gerçekleştirenin takdirine bırakılmıştır.

Gelir Yaklaşımı'nın güçlü yönleri; yer verilen projeksiyonlar vasıtasıyla, sektör ve şirketin gelecek dönemlerdeki beklentilerine, büyüme – yatırım planlarına ve değere etki eden kilit faktörlere ilişkin bilgi sağlamasıdır. Ayrıca bu yöntem kilit değişkenlerin farklılaştırılması

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

vasıtasıyla hassasiyet analizine de imkân vermektedir. Bu yöntemin dezavantajı ise varsayımlara duyarlı olması dolayısıyla farklı varsayımlar çerçevesinde farklı değerleme sonuçlarına ulaşılmasıdır. Buna göre değer, varsayımların güvenilirliği ve değişimlerine doğrudan bağlıdır.

Altınkılıç'ın pay başına değerinin tespit edilmesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne (Gelir Yaklaşımı Yöntemi) yer verilmiştir. İNA kapsamında Projeksiyonlar oluşturulurken, Şirket'in devam eden tesis yatırımının verimlilik katkısı ile piyasaya yeni sürdüğü marka ve ürünlerin satış hacmine sağlayacağı katkı konularında muhafazakar yaklaşım sergilenmiştir. Bunlara ek olarak; paylarının ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranının 2 puan indirimli uygulanması dikkate alınmamış ve Projeksiyon döneminde öngörülen fiyat değişimleri ve kar marjları 2021 – 2023 yılları gerçekleşmelerine nazaran muhafazakar bir perspektif ile oluşturulmuştur.

UDS 105 20.1'e göre Pazar Yaklaşımı, varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105 20.2'nin b) bendinde belirtildiği üzere bu yaklaşımın kullanılmasına olanak sağlayan durumlardan biri de "değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi"dir. Borsa İstanbul'da, dahil olduğu sektör ve/veya üretim faaliyetinde bulunması sebebiyle Altınkılıç ile benzerlik taşıyan şirketler işlem görmektedir. Söz konusu şirketler büyüklükleri ve işlem gördükleri pazarlar itibarıyla etkin olarak fiyatlanmaktadır.

Pazar Yaklaşımı Yöntemi'nin güçlü yönleri; mevcut piyasa koşullarını, yatırımcı beklentilerini, benzer şirketlerin değer seviyelerini ve gerçekleşen işlemler vasıtasıyla yatırımcıların ödemeye hazır olduğu değeri yansıtarak değerlemesi yapılan varlık için önemli emsaller sunmasıdır. Söz konusu yöntemin başlıca dezavantajları ise; değerlemenin; çarpan setinin alındığı pazara karşı duyarlı olması, benzer şirket olarak değerlendirilen şirketlerin gelişme evrelerini, pay grupları arasındaki kontrol primini, ileriye dönük gerekli yatırım miktarlarını ve faaliyet karlılığını dikkate almamasıdır.

Bu itibarla; Altınkılıç'ın pay başına değerinin tespit edilmesinde UDS'nin yukarıda açıklanan ilgili maddelerine göre Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı'na yer verilmiştir.

5.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı)

Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) yöntemi; pay piyasalarının etkin işlediği varsayılarak halka açık olmayan şirketlerin işlem gören benzer nitelikteki şirketlerle karşılaştırılarak değerlerinin tespit edilmesi esasına dayanmaktadır. Bu yöntem kapsamında kullanılan başlıca çarpanlar aşağıda yer almaktadır.

Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net finansal borcunun ("Net Borç" = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler – Nakit ve Nakit Benzerleri ile Finansal Varlıklar) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla açıklanmış olan son 12 aylık faiz, amortisman, vergi öncesi karına ("FAVÖK") bölünmesiyle hesaplanır.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Firma Değeri / Satışlar (FD/Satışlar): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan Net Borç'unun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, yine aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık net satışlarına ("Hasılat") bölünmesiyle hesaplanır.

Fiyat / Kazanç (F/K): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına ("Kazanç" veya "Net Dönem Karı" veya "Ana Ortaklık Net Dönem Karı") bölünmesiyle hesaplanır.

Piyasa Değeri / Öz Kaynaklar (PD/A.O. Öz Kaynaklar): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan ana ortaklığa ait öz kaynaklarına ("A.O. Öz Kaynaklar") bölünmesiyle hesaplanır.

Altınkılıç'ın paylarının değerinin tespit edilmesinde, bir sanayi şirketi olması itibarıyla sanayi şirketleri için yaygın olarak kullanılan; FD/FAVÖK ile birlikte Şirket'in üretim ve satışını gerçekleştirdiği ürünlerin perakende pazarı üzerinden son tüketiciye ulaşması, Şirket'in sahip olduğu markalar altında satılması ve bu itibarla söz konusu sektörün dinamikleri ile yüksek bağlılık göstermesi nedenleriyle FD/Satışlar çarpanına da yer verilmiştir.

Bu kapsamda dikkate alınan çarpanlar ile oluşturulan yaklaşımın mevcut şartlar ve var olan diğer yaklaşımlar göz önüne alındığında en güvenilir yöntem olduğu ve değerleme için en uygun yaklaşım olduğu düşünülmektedir.

5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı)

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre bir şirketin değeri, söz konusu şirketin var olduğu süre boyunca yaratması beklenen tüm nakit akımlarının bugünkü değeridir. Söz konusu nakit akımları; "projeksiyon dönemi" ile bu dönemden sonrasını ifade eden "devam eden değer" olmak üzere iki parçadan oluşmaktadır.

Projeksiyon dönemi nakit akımları ve devam eden değer Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ile indirgendikten sonra bulunan toplam değer şirketin "Firma Değeri"ni ifade etmektedir. Firma Değeri, şirketin özkaynak ve borçlanma yollarıyla sağladığı finansman kaynakları ile yarattığı toplam değerdir. Firma Değeri'nden son döneme ait "net finansal borç"un düşülmesiyle "Şirket Değeri" ya da "Özkaynak Değeri"ne ulaşılır. Net Finansal Borç, şirketin son dönem bilançosunda yer alan kısa ve uzun vadeli "finansal borçlar"dan nakit, nakit benzerleri ile kısa ve uzun vadeli finansal varlıkların düşülmesiyle hesaplanmaktadır.

Temel itibarıyla bir muhasebesel gösterim şekli olan TMS 29'un etkilerine ilişkin olarak projeksiyon döneminde öngörü yapmak mümkün olmayacağından, projeksiyonlar; güncel satış fiyatları ve maliyetler baz alınarak 2024 – 2030 dönemi için tahmin edilen enflasyon etkileriyle ve yine aynı dönem için öngörülen satış miktarları ile oluşturulmuştur. Brüt kar marjı, ticari işletme sermayesi ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplamalarında da benzer yaklaşım kullanılmıştır.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9
Esentepe 34394 Şişli İSTANBUL
Mersis No:

6. Değerleme

6.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri

Çarpan Analizi Yöntemi'ne göre Altınkılıç'ın şirket değeri hesaplamasında kullanılan finansal veriler için 31.12.2023 tarihli TMS 29 bilanço verileri ile 01.01.2023 – 31.12.2023 dönemine ilişkin TMS 29 Gelir Tablosu verileri kullanılmıştır.

6.1.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'nde Kullanılan Şirket Verileri

6.1.1.1. Net Borç Pozisyonu

Altınkılıç'ın net (finansal) borç pozisyonu 31.12.2023 itibariyle 497,2 milyon TL'dir. Net Borç Pozisyonu hesaplamasında dikkate alınan bilanço kalemleri yükümlülük tarafında; Uzun ve Kısa Vadeli Finansal Borçlar, Diğer Borçlar ve Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü olurken, varlık tarafında ise; Nakit ve Nakit Benzerleri ile Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar'dır.

Şirket'in 31.12.2023 itibarıyla faktoring işlemlerine konu ettiği, *(ticari alacaklarına ilişkin olarak aldığı)* henüz vadesi gelmemiş çekler bulunmaktadır. Şirket, söz konusu çeklere ilişkin *(iskonto edilmiş)* bedelleri tahsil etmiş olmakla birlikte, yapılan faktoring işleminin yapısı gereği; vade tarihine kadar çek sahibi ile birlikte Şirket yükümlülüğünün devam ettiği bu çekler, bilanço dışında izlendiğinden finansal borçlara yansımamaktadır. Söz konusu işlemlere ilişkin düzeltmeler işletme sermayesi hesaplaması bölümünde yapılarak, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi kapsamında dikkate alınıştır.

Şirket'in 31.12.2023 itibarıyla kısa ve uzun vadeli toplam 62,8 milyon TL KDV alacağı bulunmaktadır. Söz konusu KDV alacaklarına ilişkin olarak Şirket, Yeminli Mali Müşavir Raporu ile ilgili mercilere tahsilat başvurusu yapmıştır. Şirket, bundan sonraki dönemlerde de söz konusu tutarların tahsilatı için gerekli raporları düzenli olarak hazırlayarak bakiyenin tamamını tahsil etmeyi planlamaktadır. Bununla birlikte, temel itibarıyla Şirket'in nakit benzeri bir varlığı olarak değerlendirilebilecek olan KDV alacakları Şirket'in net borç hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

Net Borç (Nakit) Pozisyonu - Milyon TL	31.12.2023
Kısa Vadeli Borçlanmalar	357,2
Uzun Vadeli Borçlanmaların KV kısımları	142,7
Diğer Borçlar	9,2
Dönem Karı Vergi Yükümlülükleri	42,7
Uzun Vadeli Borçlanmalar	19,2
Borçlar (Y)	**571,0**
Nakit ve Nakit Benzerleri	31,1
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar	42,7
Alacaklar (V)	**73,8**
Net Borç (Nakit) Pozisyonu (Y-V)	**497,2**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

6.1.1.2. FAVÖK, Net Satış ve Net Kar

Altınkılıç'ın Çarpan Analizi Yöntemi kapsamında dikkate alınan FAVÖK ve Net Satış tutarları 2021,2022 ve 2023 dönemleri itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Finansal Veriler - Milyon TL	2021	2022	2023
Net Satış	**1.289,2**	**1.550,0**	**1.856,9**
Brüt Kar	**380,8**	**422,6**	**510,4**
Genel Yönetim ve Pazarlama Giderleri (-)	*213,2*	*239,7*	*320,1*
Faaliyet Karı	**167,6**	**183,0**	**190,3**
Amortismanlar (+)	*23,9*	*27,3*	*35,3*
FAVÖK	**191,5**	**210,2**	**225,6**

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Çarpan Analizi Yöntemi'nde dikkate alınan; Net Finansal Borç Pozisyonu, FAVÖK ve Net Satış verileri özet olarak aşağıda yer almaktadır:

Altınkılıç - Özet Finansal Veriler - 31.12.2023	Milyon TL
FAVÖK	225,6
Net Satışlar	1.856,9
Net Finansal Borç	497,2

6.1.2. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'nde Kullanılan Benzer Şirketler Çarpanları

Şirket Değeri hesaplamasında, Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerin; FD/FAVÖK ve FD/Satış çarpanları incelenmiştir. Bu çarpanlarla yapılan değer tespitlerinin; uluslararası kabul görmüş olmaları, sıkça tercih edilmeleri, iş hacmi, nakit yaratma ve karlılık kapasitelerini en iyi yansıttıkları düşünülmesi nedenleriyle söz konusu çarpanların medyan değerlerinin kullanılması uygun görülmüştür.

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye; BİST'te işlem gören şirketler arasından; değerleme tarihi itibarıyla 2023 yıl sonu mali tabloları açıklanmış olan; BIST – Gıda ve İçecek Endeksi (XGIDA) kapsamındaki seçilmiş şirketler ile BIST-Sınai Endeksi (XUSIN) kapsamındaki XGIDA harici şirketler dahil edilmiştir.

Benzer şirketlerin FD/FAVÖK ve FD/Satış çarpanları 29.04.2024 kapanış tarihi itibariyle hesaplanmış, uç değerler dışarda bırakılarak medyan değerleri kullanılmıştır. Hesaplamalarda; ilgili tarihte söz konusu şirketlerden; FAVÖK tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten ve FD/Satış çarpanı 5,0'ten büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır. Söz konusu uç değer seviyeleri; piyasada işlem gören benzer şirketlerin çarpan değerleri medyanını önemli ölçüde aşan seviyeler dikkate alınarak belirlenmiştir.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

6.1.3. Yurt İçi Benzer Şirketler: BIST – Gıda ve İçecek Endeksi Şirketleri

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye dahil edilen BİST'te işlem gören Gıda ve İçecek Şirketleri'ne ilişkin veriler ve bunlara göre hesaplanan çarpanlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Hesaplamalarda; 29.04.2024 tarihinde 2023 yıl sonu mali tabloları açıklanmış olan ve bu tarih itibarıyla FAVÖK tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten, FD/Satış çarpanı ise 5,0'ten büyük olan şirketler ve Anadolu Efes değerlendirme dışı bırakılmıştır. Anadolu Efes, şirketin sahip olduğu bağlı ortaklık ve iştirakler ile holding yapısında olması değerlendirilerek değerlendirme dışında bırakılmıştır.

BİST Gıda-İçecek Endeksi Şirketleri – Mn TL	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	Net Satışlar	FD/ FAVÖK	FD/ Satış
Anadolu Efes	108.118	18.586	126.704	27.045	159.877	~~4,7~~	~~0,8~~
Atakey Patates	6.494	-243	6.252	651	2.548	9,6	2,5
Banvit	19.365	102	19.467	2.139	21.325	9,1	0,9
Coca Cola	183.401	14.909	198.310	17.918	101.042	11,1	2,0
Ersu Gıda	1.742	-1	1.741	15	81	~~113,6~~	~~21,5~~
Fade Gıda	1.533	46	1.579	34	325	~~45,9~~	4,9
Kervan Gıda	6.720	2.506	9.226	846	8.207	10,9	1,1
Oba Makarna	19.656	514	20.170	753	23.433	~~26,8~~	0,9
Orçay	922	284	1.205	129	559	9,3	2,2
Selçuk Gıda	1.360	-14	1.346	15	65	~~87,6~~	~~20,8~~
Tat Gıda	3.696	2.995	6.692	-359	5.752	A.D	1,2
Tetamat Gıda	13.198	-76	13.122	-4	49	A.D	~~265,3~~
Ülker	43.021	18.902	61.922	10.601	55.836	5,8	1,1
Medyan						**9,5**	**1,2**

Kaynak: Rasyonet, 29.04.2024 tarihi itibarıyla 2023 yıl sonu mali tabloları açıklanmış olan şirketler
Çarpan değerlerinde kırmızı renkle, italik ve üstü çizili olarak gösterilen değerler uç değerleri aştığından medyan hesaplamasında kullanılmamıştır.
Çarpan olarak hesaplanan sayıların küsuratı bulunmaktadır ve gösterim kolaylığı açısından virgülden sonra birinci veya ikinci basamağa kadar yuvarlanmıştır.

6.1.3.1. Yurt İçi Benzer Şirketler: Yıldız Pazar'da İşlem Gören Seçilmiş Sanayi Şirketleri

Altınkılıç'ın temelde bir üretim şirketi olması dikkate alınarak, BIST-Sınai Endeksi kapsamında yer alan ve 2023 yıl sonu mali tabloları açıklanmış olan şirketlerin; "sanayi şirketlerine ilişkin piyasa çarpanlarını yansıtan emsal grup" olarak kullanılmasına karar verilmiştir. XGIDA endeksi kapsamında yer alan şirketlere bu grupta yer verilmemiştir. Hesaplamalarda; ilgili tarihte söz konusu şirketlerden FAVÖK tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten, FD/Satış çarpanı ise 5,0'ten büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır.

BİST Sınai Endeksi Şirketleri Mn TL	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	Net Satışlar	FD/ FAVÖK	FD/ Satış
Adel Kalemcilik	18.687	187	18.875	470	2.262	~~40,2~~	~~8,3~~
Afyon Çimento	5.944	-273	5.671	762	2.603	7,4	2,2
Akçansa	29.119	-900	28.219	3.930	18.724	7,2	1,5
Aksa	37.717	154	37.870	4.048	23.933	9,4	1,6
Alarko Carrıer	15.088	717	15.804	65	5.543	~~244,8~~	2,9
Alkim Kağıt	5.652	-623	5.029	453	2.390	11,1	2,1
Alkim Kimya	6.060	-621	5.439	628	4.026	8,7	1,4

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Astor Enerji	95.858	-1.935	93.923	5.797	16.914	16,2	~~5,6~~
Anadolu Isuzu	29.887	1.605	31.492	1.438	15.175	21,9	2,1
Akın Tekstil	3.767	448	4.216	-119	1.717	A.D	2,5
Aygaz	41.279	-1.301	39.977	1.165	64.835	~~34,3~~	0,6
Bagfaş	3.264	2.032	5.296	-434	2.882	A.D	1,8
Bayrak Taban	2.967	82	3.048	21	293	~~148,6~~	~~10,4~~
Bms Metal	2.323	344	2.667	139	1.380	19,2	1,9
Boğaziçi Beton	14.615	-472	14.143	2.276	8.902	6,2	1,6
Bossa	8.060	1.549	9.609	485	4.948	19,8	1,9
Brisa	38.719	1.157	39.876	4.229	26.498	9,4	1,5
Borusan Boru	87.318	6.458	93.776	6.054	42.175	15,5	2,2
Batısöke Çimento	9.224	3.174	12.398	514	4.122	24,1	3,0
Bursa Çimento	12.825	-555	12.270	2.564	10.435	4,8	1,2
Çemtas	5.340	-548	4.792	775	4.995	6,2	1,0
Çimsa	30.580	2.340	32.920	3.660	20.505	9,0	1,6
Çimbeton	7.098	55	7.153	190	3.013	~~37,7~~	2,4
Dagi Giyim	1.060	719	1.779	171	1.413	10,4	1,3
Desa	7.762	-779	6.983	805	2.449	8,7	2,9
Ditaş Doğan	1.726	452	2.177	-37	1.509	A.D	1,4
Dınamık Isı	2.278	-12	2.266	49	360	~~45,9~~	~~6,3~~
Doğusan	827	-2	825	-2	55	A.D	~~14,9~~
Döktaş Döküm	11.625	5.093	16.719	1.380	9.636	12,1	1,7
Ege Gübre	4.646	-475	4.171	590	2.266	7,1	1,8
Ege Profil	16.633	-436	16.197	2.416	9.321	6,7	1,7
Emek Elektrik	2.237	1	2.238	14	423	~~162,7~~	~~5,3~~
Ensari Deri	3.345	258	3.603	88	340	~~40,8~~	~~10,6~~
Erbosan	4.536	337	4.873	445	3.800	10,9	1,3
Erciyas Çelik	10.763	3.458	14.221	597	8.263	23,8	1,7
Ereğli Demir Çelik	153.580	41.930	195.510	15.573	147.900	12,6	1,3
F-M İzmit Piston	4.772	-59	4.713	46	480	~~101,8~~	~~9,8~~
Formet Metal	1.501	96	1.598	45	484	~~35,7~~	3,3
Ford Otosan	388.106	60.531	448.637	42.710	411.906	10,5	1,1
Gentaş	2.574	28	2.602	568	3.002	4,6	0,9
Gersan Elektrik	3.427	185	3.613	21	1.460	~~169,6~~	2,5
Göltaş Çimento	9.720	933	10.653	1.244	5.360	8,6	2,0
Good-Year	5.692	638	6.329	1.948	20.227	3,2	0,3
Gübre Fabrikaları	52.405	4.998	57.402	2.426	35.541	23,7	1,6
Hektaş	39.316	8.843	48.159	-254	6.039	A.D	~~8,0~~
İmaş Makina	4.810	127	4.937	230	1.337	21,4	3,7
İskenderun Demir Ç.	110.200	12.421	122.621	7.454	88.612	16,5	1,4
İşbir Sentetik	4.732	596	5.328	640	2.902	8,3	1,8
İzmir Fırça	1.384	49	1.433	40	315	~~36,1~~	4,5
Jantsa Jant	27.003	-88	26.915	1.201	7.541	22,4	3,6
Karsan Otomotiv	13.068	2.661	15.729	719	7.548	21,9	2,1
Kuzey Boru	10.370	-230	10.140	486	2.047	20,9	5,0
Kocaer Çelik	39.224	1.698	40.922	2.229	15.091	18,4	2,7
Kalekim	12.107	-636	11.471	1.016	4.668	11,3	2,5
Klimasan	2.558	2.250	4.808	102	3.579	~~47,2~~	1,3
Kimteks	16.263	742	17.005	1.384	10.632	12,3	1,6
Konya Çimento	55.679	-72	55.607	653	4.425	~~85,2~~	~~12,6~~
Koza Polyester	9.753	814	10.567	694	3.603	15,2	2,9

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Kordsa	19.472	10.812	30.285	1.952	23.503	15,5	1,3
Karsu Tekstil	1.287	414	1.702	202	1.628	8,4	1,0
Lüks Kadife	3.718	139	3.857	78	380	~~49,7~~	~~10,2~~
Tureks Madem	4.318	99	4.417	254	1.656	17,4	2,7
Meditera	3.746	-339	3.407	369	1.452	9,2	2,3
Mega Polietilen	1.573	713	2.286	740	4.087	3,1	0,6
Mega Metal	12.190	733	12.923	855	11.727	15,1	1,1
Meka Beton	3.834	-306	3.528	180	1.516	19,6	2,3
Nuh Çimento	45.815	-616	45.199	2.978	13.397	15,2	3,4
Oncosem	4.064	4	4.068	-7	241	A.D	~~16,9~~
Otokar	60.960	9.297	70.257	1.654	27.239	~~42,5~~	2,6
Oyak Çimento	76.602	-4.148	72.455	9.282	30.700	7,8	2,4
Parsan	8.436	3.395	11.831	790	3.862	15,0	3,1
Petkim	53.121	26.154	79.275	-2.121	60.441	A.D	1,3
Panelsan	6.083	-457	5.625	514	2.652	10,9	2,1
Politeknik	67.669	-4	67.665	86	473	~~783,3~~	~~143,1~~
Türk Prysmian	7.824	-413	7.411	327	12.473	22,7	0,6
Park Elek. Maden	3.704	-76	3.628	270	397	13,4	~~9,1~~
Prizma Pres	1.055	12	1.067	4	70	~~286,6~~	~~15,2~~
Rainbow Polikarbonat	1.060	159	1.220	81	681	15,1	1,8
Rodrigo Tekstil	724	13	737	13	50	~~55,5~~	~~14,7~~
Rubenis Tekstil	2.809	142	2.951	478	2.294	6,2	1,3
Safkar	1.383	-112	1.271	140	733	9,1	1,7
Sanıfoam	1.766	231	1.996	101	706	19,7	2,8
Sasa	222.019	60.074	282.093	7.912	46.317	~~35,7~~	~~6,1~~
Sanica Isı	4.685	369	5.053	616	2.215	8,2	2,3
Tarkim	11.949	-72	11.877	360	995	~~33,0~~	~~11,9~~
Temapol	1.391	328	1.718	76	759	22,7	2,3
Tofaş Otomobil	136.500	-13.025	123.475	19.667	127.601	6,3	1,0
Turk İlaç	3.912	418	4.330	300	1.913	14,4	2,3
Türk Traktör	90.110	-6.553	83.557	13.193	58.436	6,3	1,4
Tüpraş	377.652	-62.697	314.954	96.240	686.529	3,3	0,5
Uşak Seramik	2.283	982	3.265	562	2.629	5,8	1,2
Vestel Beyaz	34.880	4.166	39.046	7.896	61.070	4,9	0,6
Vestel	28.849	28.607	57.456	10.406	112.216	5,5	0,5
Yünsa	4.569	-198	4.371	499	2.189	8,8	2,0
Medyan						**10,9**	**1,8**

Kaynak: Rasyonet. 29.04.2024 tarihi itibarıyla 2023 yıl sonu malı tabloları açıklanmış olan şirketler
Çarpan değerlerinde kırmızı renkle, italik ve üstü çizili olarak gösterilen değerler uç değerleri aştığından medyan hesaplamasında kullanılmamıştır.
Çarpan olarak hesaplanan sayıların küsuratı bulunmaktadır ve gösterim kolaylığı açısından virgülden sonra birinci veya ikinci basamağa kadar yuvarlanmıştır.

6.1.3.2. Çarpan Analizi Yöntemi Sonucu

Altınkılıç'ın 2023 yıl sonu itibarıyla değerleme yöntemleri kapsamında dikkate alınan finansal verileri ile ilgili bölümlerde açıklanan yurt içi benzer şirket gruplarının çarpan değerleri ve bunlara göre hesaplanan Çarpan Analizi Yöntemi'ne göre Şirket Değeri aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

Altınkılıç - Özet Finansal Veriler - 31.12.2023	Milyon TL
FAVÖK	225,6
Net Satışlar	1.856,9
Net Finansal Borç	497,2

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Benzer Şirket Grubu - Milyon TL	Ağırlık	Çarpan	Şirket Değeri
Bist - XGIDA - 2023/12	*50,0%*	*9,5x*	*1.637*
BİST - XUSIN - 2023/12	*50,0%*	*10,9x*	*1.972*
FD/FAVÖK	***100,0%***		**1.805**

Benzer Şirket Grubu - Milyon TL	Ağırlık	Çarpan	Şirket Değeri
Bist - XGIDA - 2023/12	*50,0%*	*1,2x*	*1.663*
BİST - XUSIN - 2023/12	*50,0%*	*1,8x*	*2.870*
FD/Satış	***100,0%***		**2.267**

Çarpan Analizi Yöntemi - Sonuç - Milyon TL	Ağırlık	Şirket Değeri
FD/FAVÖK	*50,0%*	1.805
FD/Satış	*50,0%*	2.267
Çarpan Analizi Yöntemi - Mn TL	***100,0%***	**2.036**

6.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri

6.2.1. Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar

Bu Rapor'un 1 numaralı bölümünün Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar alt başlığında yer alan hususlara ek olarak; İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nde yer alan; geçmiş finansal veriler, bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolardan, üretim ve satışlarla ilgili olarak oluşturulan; miktar, fiyat, gelir, gider, işletme sermayesi ve gelecek dönemlerde yapılması öngörülen yatırım harcamalarına ilişkin projeksiyonlar ("Projeksiyonlar") Şirket yetkilileri tarafından sağlanmıştır. Projeksiyonlar, mevcut durumda yüksek seyreden ve gelecek dönemlerde kademeli olarak düşmesi beklenen enflasyonun etkilerini yansıtmak üzere 2030 yıl sonuna kadar oluşturulmuştur.

Temel itibarıyla bir muhasebesel gösterim şekli olan TMS 29'un etkilerine ilişkin olarak projeksiyon döneminde öngörü yapmak mümkün olmayacağından, projeksiyonlar; güncel satış fiyatları ve maliyetler baz alınarak 2024 – 2030 dönemi için tahmin edilen enflasyon etkileriyle ve yine aynı dönem için öngörülen satış miktarları ile oluşturulmuştur. Kar marjkarı, ticari işletme sermayesi ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplamalarında da benzer yaklaşım kullanılmıştır.

Deniz Yatırım söz konusu Projeksiyonların değerinin İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemiyle tespit edilmesi kapsamında; Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'ni hesaplamış ve buna göre yapılan indirgeme ile 31.12.2023 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolara göre belirlenen Net Finansal Borç'u da dikkate alarak Şirket Değeri'ne ulaşmıştır.

6.2.2. Satışlar – Genel Görünüm

Altınkılıç, süt ürünleri sektöründe 1976'da toptan ticaret ile başladığı faaliyetlerini bugün Ezine ve Gömeç'teki tesislerinde ürettiği Altınkılıç markalı kefir ve peynir grubu ürünleri ile

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

sürdürmektedir. Şirket, kefir grubu altında; sade ve meyveli olmak üzere kefir ve kefirli yoğurt, peynir grubu altında ise inek, koyun ve keçi sütlerinden elde edilen çeşitli peynirlerin üretim ve satışını gerçekleştirmektedir. Diğer satışlar altında ise Şirket; ağırlıklı olarak üretim aşamalarında ortaya çıkan; lor peyniri, krema ve peynir altı suyu gibi yan ürünlerle, dönemsel olarak çeşitli satış kanallarından gelen taleplere cevap verme üzere ürettirilen farklı peynir çeşitlerinin sınırlı düzeyde satışı sınıflanmaktadır.

Şirket, satışlarının tamamına yakınını yurt içi pazarlara yapmakla birlikte, ihracat hacmini geliştirmek üzere hedef bölgelerde çalışmalarını sürdürmektedir. Yurt içi pazarlarda gerçekleşen satışların yaklaşık %60'lık kısmı Ulusal Zincir Marketler'e yapılırken, bu kanalı yaklaşık %25 ile Bayi ve Toptancılar izlemektedir. Geri kalan satışlar ise ağırlıklı olarak Yerel Zincir Marketler'e yapılmaktadır.

Şirket, mevcut durum itibarıyla Türkiye'nin tamamına yayılmış durumda bulunan yaklaşık 40 bine yakın şubesi bulunan önde gelen ulusal zincir marketlerde yüksek satış hacmine sahiptir. Söz konusu market zincirlerinin yaygınlığı Şirket'in tüketici taleplerini ve rekabetteki pozisyonunu yakından takip etmesine imkân sağlamaktadır. Bu itibarla Şirket, geçmişten bu yana söz konusu market zincirleriyle devam eden olumlu ticari ilişkileri ve tüketici talepleri doğrultusunda aldığı aksiyonlarla hem satış hacmini hem de kar marjlarını optimize edebilmektedir. Özellikle 2023 yılının son çeyreğinde Kefir Grubu ürünlerinde önde gelen ulusal zincir marketlerle, bölge ve ürün çeşitleri bazında yapılan yeni anlaşmaların gelecek dönemlerde hacim ve karlılık katkısı sağlayacağı değerlendirilmektedir. Muhafazakar yaklaşım gereği 2023'ün son çeyreğinde sınırlı düzeyde etkisi görülen söz konusu yeni bağlantılar, projeksiyon dönemine sınırlı ölçüde yansıtılmıştır.

Yukarıda açıklandığı üzere Şirket'in ana gelir kaynağı Kefir ve Peynir grubu altında sınıflanan; 2022 ve 2023 yılları itibarıyla satış kanalı bazında benzer dağılıma sahip ürünlerin üretim ve satışıdır. 2024 – 2030 dönemi projeksiyonlarında bu durumun devam edeceği öngörülmüştür.

Aşağıdaki tabloda ürün ve kanal bazında 2021 – 2023 dağılımları yer almaktadır.

Ürün Grubu Mn TL	2021		2022		2023	
	Hasılat	Pay	Hasılat	Pay	Hasılat	Pay
Kefir Grubu	605,8	47%	643,3	42%	807,6	43%
Peynir Grubu	683,4	53%	906,6	58%	1.049,3	57%
Toplam	**1.289,2**	**100%**	**1.550,0**	**100%**	**1.856,9**	**100%**

Müşteri Grubu Mn TL	2021		2022		2023	
	Hasılat	Pay	Hasılat	Pay	Hasılat	Pay
Ulusal Zincir Marketler	919,6	71%	930,0	60%	1.097,5	59%
Bayi ve Toptancılar	184,3	12%	381,2	25%	438,7	24%
Yerel Zincir Marketler	146,2	11%	166,2	11%	239,5	13%
Diğer	39,2	5%	72,6	4%	81,2	4%
Toplam	**1.289,2**	**100%**	**1.550,0**	**100%**	**1.856,9**	**100%**

6.2.3. Satış Miktarları, Birim Satış Fiyatları ve Satış Gelirleri

Aşağıda yer alan tablolarda: Altınkılıç'ın 2021, 2022 ve 2023 dönemleri itibarıyla gerçekleşen ve 2024 – 2030 dönemlerine ilişkin olarak; geçmişten bu yana gerçekleşen satışlar ile mevcut durumda devam ticari ilişkiler değerlendirilerek oluşturulan öngörüler;

- Satış miktarları (ton),
- Birim satış fiyatları (TL / kg)
- Toplam satış gelirleri (milyon TL)

kırılımında yer almaktadır.

2021 – 2023 dönemine ait veriler, TMS 29 kapsamında hazırlanan ve 2023 satın alma gücünü ifade eden bağımsız denetimden geçmiş mali tablolardan oluşturulurken, 2024 – 2030 dönemine ilişkin projeksiyon verileri güncel fiyatlar, enflasyon etkileri ve satış tahminleri dikkate alınarak oluşturulmuştur.

Net Satışlar - (Ton)		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kefir Grubu		21.941	17.540	18.418	19.482	20.651	21.890	23.203	23.203	23.203	23.203
	Değişim		*-20,06%*	*5,01%*	*5,78%*	*6,00%*	*6,00%*	*6,00%*	*0,00%*	*0,00%*	*0,00%*
Peynir Grubu		4.212	5.196	5.094	5.503	6.010	6.330	6.646	6.646	6.646	6.646
	Değişim		*23,36%*	*-1,96%*	*8,03%*	*9,21%*	*5,32%*	*5,00%*	*0,00%*	*0,00%*	*0,00%*
Diğer		965	266	1.163	0	0	0	0	0	0	0
			a.d.	*a.d.*							
Toplam		27.118	23.002	24.675	24.985	26.661	28.220	29.849	29.849	29.849	29.849
	Değişim				*1,26%*	*6,71%*	*5,85%*	*5,78%*	*0,00%*	*0,00%*	*0,00%*

Net Satış Fiyatı-TL/Kg		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kefir Grubu		27,6	36,7	43,9	62,7	84,7	105,8	129,1	154,9	182,8	212,1
	Değişim		*32,8%*	*19,55%*	*43,03%*	*35,00%*	*25,00%*	*22,00%*	*20,00%*	*18,00%*	*16,00%*
Peynir Grubu		153,5	168,5	203,4	312,9	425,4	532,0	649,0	778,9	919,0	1.066,1
	Değişim		*9,8%*	*20,67%*	*53,89%*	*35,93%*	*25,07%*	*22,00%*	*20,00%*	*18,00%*	*16,00%*
Diğer		38,4	116,5	11,6							
	Değişim		*a.d.*	*a.d.*							

Net Satışlar - Mn TL*		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kefir Grubu		606	643	808	1.222	1.749	2.317	2.996	3.595	4.242	4.921
	Değişim		*6,20%*	*25,54%*	*51,29%*	*43,10%*	*32,50%*	*29,32%*	*20,00%*	*18,00%*	*16,00%*
Peynir Grubu		646	876	1.036	1.722	2.557	3.368	4.314	5.177	6.108	7.086
	Değişim		*35,46%*	*18,30%*	*66,25%*	*48,46%*	*31,72%*	*28,10%*	*20,00%*	*18,00%*	*16,00%*
Diğer*		37	31	13							
			a.d.	*a.d.*							
Toplam		1.289	1.550	1.857	2.944	4.305	5.684	7.310	8.772	10.351	12.007
	Değişim		*20,23%*	*19,80%*	*58,54%*	*46,23%*	*32,04%*	*28,60%*	*20,00%*	*18,00%*	*16,00%*

** Şirket'in ilgili dönemlerde ihracat kapsamında satışları olmakla birlikte söz konusu satışlar, Şirket'in gelecek dönemler için hedeflediği satışlardan miktarlık ve nitelik olarak farklıdır. Bu itibarla, muhafazalı yaklaşım çerçevesinde geçmiş dönem göstermleri ve projeksiyonlarda tüm satışlar yurt içi olarak değerlendirilmiştir.*

** Diğer satışlar altında, ağırlıklı olarak Şirket'in üretim aşamalarında ortaya çıkan yan ürünlerin satışı ile sınırlı düzeyde de Şirket'in dönemsel olarak çeşitli satış kanallarından gelen taleplere cevap vermek üzere ürettiği ürünlerin gelirleri sınıflanmaktadır. Bununla birlikte projeksiyon döneminde bu kapsamda bir satış öngörüsünde bulunulmamıştır.*

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:164 K:9
Esentepe 34394 Şişli İSTANBUL
Vergi No:2910110783 Tic. Sic. No:288440
www.denizyatirim.com
Mersis No:2910110783000003

Satış Miktarları – Genel Varsayımlar

Altınkılıç 2024 – 2030 satış miktarları öngörüsünde; Şirket'in mevcut durum itibarıyla sahip olduğu ürün çeşitleri ve markaları ile satış kanalları üzerinden süregelen ticari ilişkileri kapsamında değerlendirme yapılmış ayrıca Şirket'in ağırlıklı olarak üretim süreçlerinde yan ürün olarak elde ettiği ürünlerin satışlarının sınıflandığı diğer gelirlere ilişkin bir öngörü yapılmamıştır.

Altınkılıç, 31.12.2023 itibarıyla Çanakkale Ezine ("Ezine") ve Balıkesir Gömeç ("Gömeç") üretim tesislerinde günde tek vardiyada sırasıyla 96,0 ton ve 92,2 ton süt işleme kapasitesine sahiptir. Şirket, Ezine tesisinde Kefir ve Peynir grubu ürünleri üretirken Gömeç tesisinde ise yalnızca peynir grubu ürünlerinin üretimi gerçekleştirmektedir. Şirket'in ayrıca, Burhaniye OSB ve Ezine OSB'de üzerinde üretim tesisi inşa çalışmaları devam eden iki adet arsası bulunmaktadır. Şirket'in, Burhaniye OSB'deki devam eden yatırımları kapsamında tesis inşası büyük ölçüde tamamlanmıştır. Tesisin 2024'ün üçüncü çeyreği itibarıyla üretime geçmesi hedeflenmektedir. Ezine OSB'deki arsa üzerinde yapılacak yatırıma ilişkin olarak da planlama çalışmaları devam etmektedir. Bununla birlikte projeksiyonlarda kısa vadede devreye alınması hedeflenen Burhaniye OSB tesisinin sağlayacağı hacim ve verimlilik katkısı dikkate alınmamıştır.

2023 yılının Şubat ayında meydana gelen ve 13,5 milyon kişinin yaşadığı geniş bir bölgede günlük hayat üzerinde uzun süre etkisi devam eden deprem nedeniyle ilgili aylarda meydana gelen satış kayıpları, 2023 yılı satış performansını (tonaj bazında) olumsuz yönde etkilemiştir. Ayrıca yine bu dönemde görülen yüksek enflasyon nedeniyle yaşanan hızlı fiyat artışları da talep üzerinde etkili olmuştur. Bu nedenlerle Şirket'in 2023 yılında Kefir ve Peynir gruplarında satış miktarları hedeflerin bir miktar gerisinde kalmıştır. 2023 yılının ikinci yarısında dengelenen ücret – enflasyon dengesinin etkileri ve 2023 yılının son aylarında ülkenin önde gelen market zincirleri ile genişletilen ticari ilişkiler, hem Kefir hem de Peynir ürün gruplarında satışa sunulan yeni ürünler dikkate alınarak Şirket'in Kefir ve Peynir Grubu satış miktarının toplamda; 2024'te %6,27 2025'te ise %6,71 artacağı öngörülmüştür.

2024 – 2025 dönemlerinde öngörülen toplam satış miktarları, Şirket'in 2021 döneminde gerçekleştirdiği satış miktarlarının altındadır. Şirket'in ülke genelinde yaygın satışları, 2023 sonunda ve 2024'te satışa sunduğu yeni Kefir ve Peynir grubu ürünleri, yüksek marka bilinirliği, rekabetteki konumu ve pazar payı ile satışını gerçekleştirdiği Kefir Grubu ürünlerinin insan sağlığı üzerindeki olumlu etkileri ve artan bilinç düzeyinin pazar potansiyeli, satış miktarlarına sınırlı düzeyde yansıtılmıştır.

Kefir Grubu

Şirket 2021, 2022 ve 2023 yıllarında Kefir Grubu ürünlerinde sırasıyla 21,9 bin, 17,5 bin ve 18,4 bin ton ürün satışı gerçekleştirmiştir. 2021 yılı Covid-19 pandemisi nedeniyle ev tüketiminin arttığı ve sağlıklı gıdaların tüketiciler tarafından daha fazla tercih edildiği bir dönem olarak dikkat çekmektedir. Bununla birlikte bu dönemde, geleneksel süt ürünlerine kıyasla daha "genç" bir ürün olan Kefir Grubu ürünlerinin bilinirliği ve yaygınlığı da artmıştır. 2022 yılında

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No: K:9
Şişli - İSTANBUL
www.denizyatirim.com
Mersis No: 2910113783 Ticaret Sicil No: 288740
Mersis No: 0291011378300013

Şirket'in satış miktarı bir önceki yıla göre %20,1 azalarak 17,5 bin ton seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu durumun ana nedeni; pandemi dönemine göre ortaya çıkan baz etkisi ve ilgili dönemde yaşanan yüksek enflasyon ile hızlı artan fiyatlardır. Şirket'in 2023 yılında 2022 yılına göre satışlarını artırarak 18,4 bin ton satış gerçekleştirmiştir. Söz konusu dönemde satışlar artmış olsa da, 2023 yılının Şubat ayı başında yaşanan ve 13,5 milyon kişinin yaşadığı bölge ile birlikte tüm ülkeyi etkileyen depremler, satış artışını sınırlamıştır. Nitekim, 2023 yılında deprem etkilerinin ortadan kalkmasından sonraki satış miktarları önceki yılın aynı dönemlerinin üzerinde seyretmiş ve bu seyir 2024 yılında da devam etmiştir.

Şirket, 2024 yılına ilişkin olarak; mevcut satış miktarları, satışa sunduğu yeni ürüne gelen talepler, satış kanalları bazındaki sipariş ve bağlantılarını değerlendirilerek, 2024 yılı toplam satış miktarının 19,5 bin ton seviyesinde gerçekleşeceğini öngörmektedir.

Altınkılıç, Türkiye'de endüstriyel kefir üretiminin öncüsü konumundadır. Süt ürünleri içinde nispeten "genç" bir ürün olan Kefir Grubu ürünlerinin artan bilinirliğinin yanı sıra tüketicilerin sağlıklı yaşam konusunda artan bilinç düzeyi ile Altınkılıç'ın yüksek marka bilinirliği Şirket'in satış gelişimini desteklemektedir. Ayrıca Şirket'in hem üretim hem de satış kanallarındaki tecrübesi yüksek seviyededir.

Şirket'in özellikle Türkiye'nin tüm noktalarında satış ağına sahip olan ulusal zincir marketler ile olan yoğun ticari ilişkileri, tüketici taleplerini ve rekabet koşullarını yakından takip etmesine imkan sağlamaktadır. Bu kapsamda Şirket, özellikle 2023 yılının son çeyreğinde önde gelen ulusal market zincirleri ile gelecek dönemlere ilişkin olarak yeni ürün (çeşitleri) satış bağlantıları gerçekleştirmiştir. Ayrıca Şirket, özellikle meyveli kefir grubu satışlarında rekabetteki konumunu güçlendirmek ve satış hacmini artırmak üzere yılın son ayında Kefirim markasını piyasaya sürmüştür. Bununla birlikte muhafazakar yaklaşımla yukarıda gelişmelerin satış miktarlarına etkisi gelecek dönemlere ilişkin öngörülere sınırlı ölçüde ve gelecek yıllara yaygın şekilde yansıtılmıştır.

Sonuç olarak; Kefir Grubu ürünleri satış miktarlarının; 2024 – 2027 dönemlerinde her yıl %6,0 büyüyeceği, 2028 ve sonrasında ise satış miktarının 2027 yılı seviyesinde sabit kalacağı öngörülmektedir. Şirket'in mevcut durumda yaptığı yeni bağlantılar, marka ve ürün geliştirmelerinin sınırlı düzeyde dikkate alındığı, ihracat potansiyelinin ise dikkate alınmadığı söz konusu büyümelere göre; Şirket'in 2024 ve 2025 yılı Kefir Grubu satış miktarları 2021 yılı satış miktarlarının sırasıyla %11,2 ve %5,9 altında öngörülmüştür. Son projeksiyon yılı olan 2030 yılı satış miktarı ise 2021 satış miktarının %5,8 üzerindedir.

Peynir Grubu

Şirket 2021, 2022 ve 2023 yıllarında Peynir Grubu ürünlerinde sırasıyla 4,2 bin, 5,2 bin ve 5,1 bin ton ürün satışı gerçekleştirmiştir. Altınkılıç ilgili dönemlerin tamamında; İnek Peyniri, Eski Kaşar, Tulum Peyniri, Ezine Peyniri ve Keçi Peyniri ürünlerinin üretim ve satışını gerçekleştirmiştir. Bununla birlikte satışların ağırlıklı kısmı İnek Peyniri ve Eski Kaşar ürünlerinden meydana gelmektedir. Şirket 2023 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren nakit döngüsü daha hızlı olan, Taze Kaşar ürününün üretim ve satışına başlamıştır. Söz konusu ürünün ürün gamına yeni katılması nedeniyle miktar ve ciro katkısı sınırlı düzeydedir. Bununla birlikte, tüketiciler ve satış kanalları tarafından beğenilen ürüne ilişkin olarak; başta ulusal

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

zincir marketler olmak üzere tüm satış kanallarından talepler artmaktadır. Söz konusu ürünün 2023 yılında gösterdiği yüksek performans 2024 yılında da devam etmektedir. 2023 yılında yaklaşık 4 ay satışta olması nedeniyle oluşan baz etkisi de değerlendirilerek, 2024 ve 2025 yıllarında Taze Kaşar ürününde diğer ürünlere nazaran daha yüksek miktar artışı öngörülmüştür.

2024 yılının ilk 3 ayına ilişkin olarak; başta Taze Kaşar olmak üzere yeni ürünlerin gösterdiği performans, güncel satış veri ve bağlantıları da değerlendirilerek, 2024 yılı toplam satış miktarının geçen yıla göre %8,0 artış ile 5,5 bin ton seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir. Söz konusu artışın önemli kısmı Taze Kaşar satışlarından oluşmaktadır.

Şirket'in ticari hayatına peynir ticareti ile başlaması ve daha sonra peynir üretimi ile devam etmesi, Altınkılıç'ı ülkenin önemli peynir markalarından biri konumuna taşımıştır. Özellikle peynir grubu satışlarının önemli kısmını meydana getiren; olgunlaştırılmış inek peyniri ve eski kaşar ürünleri yüksek bilinirliğe sahiptir. 2023 yılının Şubat ayında yaşanan deprem ve dönemsel olarak enflasyon kaynaklı hızlı artan satış fiyatları, kısa dönemde talepte bir miktar yavaşlama meydana getirmiş olsa 2024 ve sonrasında devamı öngörülen normalleşme ile birlikte talebin olağan seyrinde devam edeceği öngörülmektedir. Sonuç olarak; 2024 ve 2025 yıllarında toplam peynir grubu satış miktarlarında sırasıyla; %8,03 ve %9,21 artış öngörülmüştür. İlgili dönemlerde Taze Kaşar ürün grubu dışında kalan ürünlerde miktar artışı, Kefir Grubu ürünlerine nazaran 100 baz puan düşük öngörülerek %5,0 olarak belirlenmiştir. 2028 ve sonrasında ise Peynir Grubu ürünlerinde satış miktarlarının 2027 seviyesinde sabit kalacağı öngörülmüştür.

Satış Fiyatları

Şirket'in üretim ve satışını gerçekleştirdiği ürünlerin temel girdisi çiğ süttür. Bu itibarla satış fiyatlarının belirlenmesindeki ana unsur da çiğ süt fiyatlarıdır. Çiğ sütü, ambalaj, işçilik, sos-maya ve enerji girdileri izlemektedir. Türkiye'de çiğ süt fiyatına referans olarak gösterilen Ulusal Süt Konseyi, 01.08.2023 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere %3,6 yağ ve %3,2 protein içeriğine sahip çiğ inek sütü tavsiye satış fiyatını, üreticinin eline litre başına net geçecek şekilde *(çiğ süt desteği hariç)* %35,3 artışla 8,50 TL'den 11,50 TL'ye yükseltmiştir. 13 Ocak 2024 tarihinde alınan kararla ise çiğ süt fiyatları, 22 Ocak 2024'ten itibaren geçerli olmak üzere %17,4 artışla litre başına 13,50 TL olarak belirlenmiştir. Son olarak 15 Nisan 2024'te alınan kararla çiğ süt fiyatları, 1 Mayıs 2024'ten itibaren geçerli olmak üzere %8,5 artışla litre başına 14,65 TL olarak belirlenmiştir. 2022 yılından bu yana oldukça yüksek seviyede seyreden enflasyona karşın üretici firmalar, özellikle ulusal zincir marketlerde fiyat geçişlerini gecikmeli olarak yapabilmiştir. Bununla birlikte 2023 yılının son çeyreği ile etkileri görülmeye başlanan, 2024 ve sonrasında da devam etmesi öngörülen normalleşme ile birlikte fiyat artışlarının enflasyon seviyesinde olacağı öngörülmüştür.

Dönem	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
TÜFE	45,0%	35,0%	25,0%	22,0%	20,0%	18,0%	16,0%

Kaynak: DenizYatırım Araştırma

2024 yılı için fiyat öngörüsü yapılırken, 2023 yılında yaşanan yüksek enflasyonun ve zaman zaman gecikmeli olarak yansıtılan fiyat artışlarının etkisini dikkate alabilmek üzere; 2024 yılı

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

güncel fiyat seviyeleri, Ulusal Süt Konseyi'nin 1 Mayıs 2024'ten itibaren geçerli olacak süt fiyatı dikkate alınarak düzeltilmiş, izleyen dönemlerde aylık olarak 2024 yılı enflasyon seyri dikkate alınarak artırılmış ve bu şekilde 2024 ortalama fiyat seviyeleri tespit edilmiştir. 2025 ve sonraki dönemlerde fiyat geçişlerinin normal seyrinde gerçekleşeceği varsayımı ile fiyat seviyeleri bir önceki yılın ortalama satış fiyatları üzerinden ilgili yıl enflasyonu oranında artırılmıştır. 2024 – 2030 döneminde tüketici fiyatları endeksinin %45'ten kademeli olarak %16 seviyesine gerileyeceği öngörülmektedir.

6.2.4. Satışlar, Satışların Maliyeti ve Brüt Kar

Altınkılıç, net satışlarını 2022 ve 2023 yıllarında TMS 29 uygulanmış mali sonuçlara göre 2023 satın alma gücüyle bir önceki yıla göre sırasıyla %20,2 ve %19,8 seviyesinde artırmıştır. Şirket 2021, 2022 ve 2023 dönemleri itibarıyla TMS 29 uygulanmış mali sonuçlara göre sırasıyla %29,5, %27,3, ve %27,5 brüt kar marjı elde etmiştir.

Pandemi dönemi ve sonrasında görülen yüksek enflasyon dönemi itibarıyla tüm süt ürünleri sektöründe olduğu gibi Şirket de miktar ve fiyat dalgalanmaları yaşamış olsa da ilgili dönemlerde brüt kar marjını korumayı başarmıştır. Şirket'in üretim maliyetleri içinde en önemli girdi çiğ süttür. Çiğ sütü; ambalaj, işçilik ve sos-maya giderleri takip etmektedir. Ağırlıklı satışları ulusal zincir marketlere olan Şirket, yüksek enflasyon döneminde zaman zaman fiyat geçişlerinde gecikmelerle karşılaşmıştır. Bu itibarla dönemsel olarak maliyetlerde ve brüt kar marjlarında dalgalanmalar meydana gelebilmektedir. Bununla birlikte, mevcut durumda etkileri görülmeye başlanan, 2024 ve sonrasında da devamı öngörülen normalleşme ile azalan enflasyon dikkate alındığında kar marjlarının daha az dalgalanacağı öngörülmektedir.

Projeksiyonlarda TMS 29 standartının etkilerinin dikkate alınması mümkün olmadığından, Brüt Kar Marjı öngörüleri; geçmiş dönem mali veriler ile güncel satış fiyatları ve maliyet seviyeleri dikkate alınarak öngörülmüştür.

Şirket'in girdi maliyetlerinin %90'a yakın kısmının enflasyon seviyesinde değişim göstereceği varsayılmaktadır. Bununla birlikte, projeksiyonlarda yer alan üretim – satış miktarlarının Altınkılıç'ın sahip olduğu üretim kapasitesine kıyasla muhafazakar seviyelerde öngörülmüş olması nedenleriyle, ölçek etkisiyle başta işçilik, sabit giderler ve genel üretim giderlerinde olmak üzere sağlanacak verimlilik artışları dikkate alındığında Şirket'in brüt kar marjının yükselmesi beklenmektedir. Bu kapsamda yapılan değerlendirmelerde Şirket'in brüt kar marjının projeksiyon döneminde %37 - %40 aralığında seyredeceği öngörülmekle birlikte muhafazakar yaklaşımla brüt kar marjı seviyesinin projeksiyon dönemi boyunca değişmeyerek %36,0 seviyesinde sabit kalacağı kabul edilmiştir.

Projeksiyon dönemlerine ait, satış kırılımları, maliyetler, brüt kar ve brüt kar marjları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Net Satışlar - Mn TL		2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kefir Grubu		1.222	1.749	2.317	2.996	3.595	4.242	4.921
	Değişim	*51,29%*	*43,10%*	*32,50%*	*29,32%*	*20,00%*	*18,00%*	*16,00%*
Peynir Grubu		1.722	2.557	3.368	4.314	5.177	6.108	7.086
	Değişim	*66,25%*	*48,46%*	*31,72%*	*28,10%*	*20,00%*	*18,00%*	*16,00%*
Toplam		2.944	4.305	5.684	7.310	8.772	10.351	12.007
	Değişim		*46,23%*	*32,04%*	*28,60%*	*20,00%*	*18,00%*	*16,00%*

Satılan Malın Maliyeti - Mn TL	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
SMM	1.884	2.755	3.638	4.678	5.614	6.625	7.684

Brüt Kar - Mn TL		2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Brüt Kar		1.060	1.550	2.046	2.632	3.158	3.726	4.322
	Marj	*36,00%*	*36,00%*	*36,00%*	*36,00%*	*36,00%*	*36,00%*	*36,00%*

6.2.5. Faaliyet Giderleri

Altınkılıç'ın faaliyet giderleri Pazarlama, Satış ve Dağıtım giderleri ile Genel Yönetim giderlerinden oluşmaktadır.

Faaliyet Giderleri Mn TL		2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Pazarlama, Satış, Dağıtım		429	622	816	1.044	1.253	1.478	1.714
	Satışlara Oranı	*14,57%*	*14,44%*	*14,36%*	*14,28%*	*14,28%*	*14,28%*	*14,28%*
Genel Yönetim		41	55	69	84	101	119	138
	Satışlara Oranı	*1,39%*	*1,28%*	*1,21%*	*1,15%*	*1,15%*	*1,15%*	*1,15%*
TOPLAM		470	677	885	1.128	1.353	1.597	1.852
	Satışlara Oranı	*15,96%*	*15,72%*	*15,57%*	*15,43%*	*15,43%*	*15,43%*	*15,42%*

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

Şirket ürünleri ağırlıklı olarak perakende satış noktalarında son tüketiciye ulaşmaktadır. Bunun yanında Şirket, bayi ve toptancı kanalları üzerinden de satış yapmaktadır. Sektörün genel uygulamaları ve Şirket'in mevcut dağıtım kanalı yapısı itibarıyla pazarlama giderlerinin önemli kısmı promosyon ve ciro primi giderlerinden oluşmaktadır. Söz konusu gideri; kargo nakliye giderleri ve personel giderleri takip etmektedir. Ana giderlerin hem toplam satışlara oranı hem de pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinden aldıkları paylar geçmiş dönemler itibarıyla genel olarak benzer seviyelerde gerçekleşmiştir. 2021 yılında %15,1 seviyesinde gerçekleşen net satışlara oran, 2022'de %14,2, 2023'te ise %14,7'dir.

Ölçek ekonomisine bağlı olarak, söz konusu giderlerin satışlara oranında daha hızlı bir azalışın mümkün olması ile birlikte, muhafazakar yaklaşımla, projeksiyon dönemleri boyunca pazarlama, satış ve dağıtım gideri – satışlar oranının 2023'te %14,7 olan seviyesinden 2030'a kadar kademeli olarak sınırlı düzeyde azalarak %14,3 seviyesine ulaşacağı öngörülmüştür.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Genel Yönetim Giderleri

Genel Yönetim giderleri ağırlıklı olarak beyaz yaka personele ödenen ücretlerden meydana gelmektedir. 2021-2022 ve 2023 dönemleri itibarıyla genel yönetim giderlerinin satışlara oranı sırasıyla %1,4, %1,3 ve %2,5 olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılında söz konusu oranın %2,5 olarak gerçekleşmesinin temel nedeni ilgili dönemde ayrılan 13 milyon TL tutarındaki şüpheli alacak karşılığı ile halka arz hazırlıkları kapsamında katlanılan denetim-danışmanlık giderleridir. Bu itibarla ağırlıklı olarak enflasyon ile artan kalemlerden oluşan ve bu nedenle ölçek ekonomisine bağlı olarak gelecek dönemlerde satışlara oranı düşmesi beklenen genel yönetim giderlerinin satışlara oranı; 2023'te tek seferlik gelirler dışarıda bırakıldığında hesaplanan %1,6, 2024 ve sonrası için ise geçmiş dönemlerle uyumlu olarak %1,39 ile başlayarak kademeli olarak 2030'da %1,15 seviyesine ulaşacağı öngörülmüştür.

6.2.6. FAVÖK ve FAVÖK Marjı

Altınkılıç'ın 2024– 2030 dönemlerine ilişkin projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Satış hacimleri, birim satış fiyatları, maliyetler ve faaliyet giderleri bölümlerinde detaylı olarak açıklanan projeksiyonlar sonucu ulaşılan Faaliyet Karı'na, Şirket'in mevcut varlıkları ve gelecek dönem yatırımları üzerinden hesaplanan amortismanların eklenmesi ile FAVÖK "faiz amortisman vergi öncesi kar" seviyelerine ulaşılmıştır.

Mn TL	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Net Satışlar	**2.944**	**4.305**	**5.684**	**7.310**	**8.772**	**10.351**	**12.007**
Değişim	*58,54%*	*46,23%*	*32,04%*	*28,60%*	*20,00%*	*18,00%*	*16,00%*
SMM	**1.884**	**2.755**	**3.638**	**4.678**	**5.614**	**6.625**	**7.684**
Brüt Kar	**1.060**	**1.550**	**2.046**	**2.632**	**3.158**	**3.726**	**4.322**
Marj	*36,00%*	*36,00%*	*36,00%*	*36,00%*	*36,00%*	*36,00%*	*36,00%*
Faaliyet Giderleri	**470**	**677**	**885**	**1.128**	**1.353**	**1.597**	**1.852**
Satışara Oranı	*15,96%*	*15,72%*	*15,57%*	*15,43%*	*15,43%*	*15,43%*	*15,42%*
Faaliyet Karı	**590**	**873**	**1.161**	**1.504**	**1.805**	**2.130**	**2.471**
Marj	*20,04%*	*20,28%*	*20,43%*	*20,57%*	*20,57%*	*20,57%*	*20,58%*
Amortismanlar	*39*	*41*	*41*	*43*	*45*	*48*	*43*
FAVÖK	**629**	**914**	**1.203**	**1.546**	**1.850**	**2.177**	**2.514**
Marj	*21,37%*	*21,22%*	*21,16%*	*21,15%*	*21,09%*	*21,03%*	*20,94%*

Buna göre yukarıda ilgili bölümlerde FAVÖK'ü meydana getiren parçalara ilişkin öngörülerin açıklamaları uyarınca; Şirket'in 2024 ve sonrasında FAVÖK marjının %21,37 - %20,94 seviyelerinde seyredeceği öngörülmüştür.

6.2.7. Ticari İşletme Sermayesi

Altınkılıç'ın ticari işletme sermayesi; Ticari Alacaklar, Stoklar, Verilen Sipariş Avansları, Ticari Borçlar ve Alınan Avanslar kalemlerinden oluşmaktadır.

Ticari Alacaklar - Düzeltilmiş

Şirket'in üretim ve satışını gerçekleştirdiği ürünler Kefir Grubu ve Peynir Grubu ürünlerinden oluşmaktadır. Şirket satışlarını ağırlık olarak Ulusal ve Yerel Market Zincirleri ile Bayi-Toptancı kanalına yapmaktadır. Şirket, müşterileri ile kanal ve ürün bazında farklı alacak tahsil

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:141 K:9
Esentepe 34394 Şişli/İSTANBUL
No:291011083 Tic. Sic. No:388440
www.denizyatirim.com
Mersis No:0291-0110 ... -0013

süreleri ile çalışmaktadır. Aşağıdaki tabloda da görüleceği üzere; bilançoda "diğer çeşitli alacaklar" altında sınıflanan "henüz tahsil edilmeyen faktoringe konu çekler ("Faktoring Havuzundaki Çekler") olarak Ticari Alacaklar bakiyesine eklenmiştir.

Stoklar ve Verilen Sipariş Avansları

Şirket'in üretimini gerçekleştirdiği ürünlerden Kefir Grubu ürünlerinin üretim aşaması Peynir Grubu ürünlerine göre daha hızlıdır. Bunun temel nedeni Şirket'in mevcut Peynir Grubu ürünlerinin 2-4 ay arası süren olgunlaştırma süreleri olmasına karşın Kefir Grubu ürünlerinin üretiminde böyle bir süreç bulunmamasıdır. Bu itibarla Şirket'in stokları ağırlıklı olarak olgunlaşma sürecindeki Peynir Grubu ürünlerinden oluşurken, verilen sipariş avansları ise çiğ süt ve ambalaj malzemesi alımlarına ilişkindir.

Ticari Borçlar

Şirket ürünlerinin üretimindeki ana girdi çiğ süttür. Üretimde kullanılan çiğ süt, günlük olarak temin edilmekte ve depolanmamaktadır. Söz konusu ürün ağırlıklı olarak üretim tesislerinin yer aldığı bölgelerde bulunan müstahsil ve kooperatiflerden temin edilmektedir. Şirket, arz güvenliğini sağlamak üzere söz konusu firmalara avans ödemeleri de yapabilmektedir. Şirket'in ticari borçları içinde; süt üreticilerine olan borçlarıyla birlikte, ağırlıklı olarak ambalaj malzemeleri, maya ve sos ürünleri ile çeşitli üreticilerden temin ettiği, kalite standartları önceden belirlenmiş süt ürünlerine ilişkin ticari borçları yer almaktadır.

Alınan Avanslar

Şirket, müşterileri ile ürün ve kanal bazında yaptığı bazı ticari bağlantılarda avans tahsil etmektedir. Bununla birlikte söz konusu tutarlar toplam satışlara oranlar önemli bir büyüklük ifade etmemektedir.

Faktoring İşlemleri ve Düzeltilmiş Ticari Alacak ve Borçlar

Şirket, geçmiş dönemlerde işletme sermayesi ihtiyacını ağırlıklı olarak alacaklarına ilişkin olarak aldığı müşteri çeklerini faktoringe konu ederek karşılamıştır. Şirket'in 31.12.2023 tarihi itibarıyla; "ticari alacaklar" bölümünde açıklanan, "faktoring havuzundaki çekler"den farklı olarak, faktoring işlemlerine konu ettiği, henüz vadesi gelmemiş 145 milyon TL tutarında çeki bulunmaktadır. Faktoring işlemlerinin bilançoda yer almaması nedeniyle, faktoring işlemlerinin işletme sermayesi üzerindeki etkilerini ortadan kaldırmak üzere Şirket'in güncel işletme sermayesine ilişkin sürelerin hesaplanmasında düzeltme yapılmış ve söz konusu süreler gelecek dönemlere ilişkin ticari işletme sermayesi hesaplamalarında kullanılmıştır.

Ticari Alacaklar Düzeltmesi

Şirket'in 31.12.2023 tarihi itibarıyla faktoringe konu edilmiş (iskontolu olarak bedeli tahsil edilmiş) henüz vadesi gelmemiş müşteri çekleri tutarı 87,0 milyon TL'dir. Söz konusu çeklerin faktoringe konu edilmemesi durumunda Şirket'in ticari alacaklarının ilgili tutar kadar artacağı değerlendirilerek, bu tutar 31.12.2023 tarihli Ticari Alacaklar – Düzeltmiş (Ticari Alacaklar + Faktoring Havuzundaki Çekler) tutarına eklenmiş ve bu şekilde çeklerin faktoringe konu edilmemesi durumundaki ticari alacak tahsil süresi hesaplanmıştır.

Ticari Borçlar Düzeltmesi

Şirket'in 29.09.2023 tarihi itibarıyla paylarının tamamını satın aldığı Besar ve Saraç tarafından söz konusu işlem öncesinde grup şirketlerine verilmiş olan ve faktoringe konu edilen henüz vadesi gelmemiş 57,9 milyon TL tutarındaki çekler, bağlı ortaklıklarla gerçekleştirilen grup içi

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No 14
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
Vergi No:2910110783 Ticaret Sicil No:
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291-0110 0013

işlem olmasına rağmen alacaklı tarafın değişerek faktoring şirketi olması nedeniyle, konsolidasyonda elemine edilmemiş ve "ticari borçlar"da sınıflanarak "borç senetleri" altında gösterilmiştir. Bu itibarla, söz konusu çeklerin faktoringe konu edilmemesi durumunda Şirket'in ticari borçlarının ilgili tutar kadar azalacağı değerlendirilerek, bu tutar 31.12.2023 tarihli Ticari Borçlar tutarından düşülmüş ve bu şekilde çeklerin faktoringe konu edilmemesi durumundaki ticari borç ödeme süresi hesaplanmıştır.

Sonuç itibarıyla geçmiş dönemlerde %18 seviyelerinde seyreden net ticari işletme sermayesi – satışlar oranı, ticari alacak ve ticari borçlarda yapılan faktoring düzeltmesi sonrası %34,6 düzeyine yükselmiştir. 2024 ve sonrası için yapılan öngörülerde, henüz mali sonuçlara yansıması sınırlı düzeyde olan, nakit döngüsü nispeten hızlı olan Taze Kaşar ürünü ile Kefir Grubu ürünlerinin etkileri dikkate alınmayarak, mevcut yapının devam edeceği varsayımı ile alacak tahsil, stok ve ticari borç sürelerinin projeksiyon dönemi boyunca 2023 dönemi itibarıyla hesaplanan mevcut seviyesini koruyacağı öngörülmüştür.

Ticari İşletme Sermayesi - Mn TL	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Hasılat	2.944	4.305	5.684	7.310	8.772	10.351	12.007
Satışların Maliyeti	1.884	2.755	3.638	4.678	5.614	6.625	7.684
Ticari Alacaklar (+) *(Düzeltilmiş)*	759	1.110	1.466	1.885	2.262	2.670	3.097
Stok + Verilen Avanslar (+)	1.300	1.901	2.510	3.227	3.873	4.570	5.301
Ticari Borçlar (-)	980	1.433	1.891	2.432	2.919	3.444	3.995
Alınan Avanslar (-)	60	88	116	149	179	211	244
T. Net İşletme Sermayesi (NİS)	**1.020**	**1.491**	**1.969**	**2.532**	**3.038**	**3.585**	**4.158**
Ticari NİS İhtiyacı	**650**	**471**	**478**	**563**	**506**	**547**	**574**
Ticari NİS / Hasılat	*34,6%*	*34,6%*	*34,6%*	*34,6%*	*34,6%*	*34,6%*	*34,6%*
Ticari İşletme Sermayesi - Gün	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**2030**
Ticari Alacaklar	94	94	94	94	94	94	94
Stok + Verilen Avanslar	252	252	252	252	252	252	252
Ticari Borçlar	190	190	190	190	190	190	190
Alınan Avanslar	7	7	7	7	7	7	7
Net İşletme Sermayesi	**149**	**149**	**149**	**149**	**149**	**149**	**149**

6.2.8. Yatırım Harcamaları

Altınkılıç, üretim süreçlerini iyileştirmek ve verimliliği artırmak amacıyla kuruluşundan bu yana düzenli olarak yatırımlarını devam ettirmektedir. Güncel olarak Ezine ve Gömeç tesislerinde sahip olduğu üretim kapasitesini, Burhaniye OSB'de yatırımları, Ezine OSB'de ise planlama çalışmaları devam eden tesislerin tamamlanmasıyla artırmayı hedeflemektedir. Söz konusu tesislerin devreye alınmasıyla birlikte; mevcut tesislerin taşınması ve/veya üretilen ürün çeşitlerine göre yeniden yapılanması değerlendirilmektedir. Yeni tesislerde, Şirket'in gelecek dönemlerde gerçekleştirmeyi hedeflediği yeni ürün çeşitlerine özel üretim süreçlerine hizmet edecek hatların kurulması ve bu itibarla özellikle ihracat pazarlarına yönelik olarak "katma değeri yüksek" ürünlere yönelmeyi hedeflemektedir.

Şirket'e Burhaniye OSB ve Ezine OSB'de tahsis edilen arsalar üzerinde yatırım ve planlama çalışmaları devam etmektedir. İnşaatı büyük ölçüde tamamlanan Burhaniye OSB tesisine ilişkin

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:
Levent 34394 Şişli İSTANBUL
No: 2910110793 Ticaret Sic. No: 388410
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291-0110 -2013

olarak projeksiyon döneminde 60,0 milyon TL inşaat ve alt yapı yatırımı ile 25,0 milyon TL makine ekipman yatırım harcaması öngörülmüştür. Bununla birlikte söz konusu tesise taşınılması durumunda elde edilecek olan kapasite ve verimlilik etkileri projeksiyonlara yansıtılmamıştır. Ezine OSB tesisine yapılacak yatırımların ise henüz planlama aşamasında olması nedeniyle söz konusu tesise ilişkin yatırım harcamalarına ilişkin öngörüde bulunulmamıştır.

Ayrıca üretim tesislerinde yenileme ve modernizasyon ihtiyaçlarına ilişkin olarak; 2024 yılında 15 milyon TL ile başlayan ve enflasyon oranında artan yatırım harcaması öngörülmüştür.

6.2.9. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin özkaynak ve finansal borç maliyetlerinin hesaplanarak, ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasına dayanmaktadır. AOSM hesaplamasında; risksiz getiri oranı (Rf), risk primi (Rm – Rf = Risk Primi), Beta(ß), kredi faiz oranı(Rd), kurumlar vergisi oranı (T) ile şirketin mevcut ya da hedeflenen finansal borç (D) ve özkaynak (E) büyüklükleri kullanılır. Risk primi (Rm – Rf), yatırımcılar tarafından beklenen getirinin (Rm), risksiz faiz oranından (Rf) farkı olarak ifade edilmektedir.

Buna göre AOSM maliyeti aşağıdaki formüle göre hesaplanır:

AOSM= [E/(E+D)] x (Rf + (ß x Risk Primi (Rm-Rf))) + [D/(E+D)] x [(Rd x (1-T)]

Şirket'in Borç (D) ve Özkaynak (E) ağırlıkları hesaplanırken, Şirket'in 2024 ve sonraki dönemlerde dikkate alınan ticari işletme sermayesi seviyelerinin belirlenmesi amacıyla bilançoda yer almayan; Şirket'in faktoring işlemlerine konu ettiği, henüz vadesi gelmemiş çeklere ilişkin olarak Ticari Alacak ve Ticari Borçlarda yapılan düzeltmelerin etkileri dikkate alınmıştır. Yapılan düzeltmeler ile söz konusu çeklerin bilançoya dahil edilmesi durumunda; Şirket'in ticari alacaklarının 87 milyon TL artacağı, ticari borçlarının ise 58 milyon TL azalacağı ve bu işlemler neticesinde nette 145 milyon TL borçlanma ihtiyacı oluşacağı dikkate alınmıştır.

Aşağıdaki tabloda her bir projeksiyon dönemi ve devam eden değer için hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve bileşenleri yer almaktadır.

Faktör	Açıklama	31.12.23 31.12.24	31.12.24 31.12.25	31.12.25 31.12.26	31.12.26 31.12.27	31.12.27 31.12.28	31.12.28 31.12.29	31.12.29 31.12.30
Enflasyon (TÜFE)		**45,0%**	**35,0%**	**25,0%**	**22,0%**	**20,0%**	**18,0%**	**16,0%**
E / (E+D)	Özkaynaklar / (Özkaynaklar + Borçlar)	43,4%	43,4%	43,4%	43,4%	43,4%	43,4%	43,4%
D / (E+D)	Borçlar / (Özkaynaklar + Borçlar)	56,6%	56,6%	56,6%	56,6%	56,6%	56,6%	56,6%
Vergi	%25,0 Kurumlar Vergisi ve 1 puan "imalatçı" indirimi dikkate alınmıştır.	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
Rf Prim	Enflasyon üzerine eklenen Reel Getiri: Enflasyon*%10,0	4,50%	3,50%	2,50%	2,20%	2,00%	1,80%	1,60%
Risksiz Getiri (Rf)	TÜFE + Rf Prim *(2024 ve sonrası)*	**49,5%**	**38,5%**	**27,5%**	**24,2%**	**22,0%**	**19,8%**	**17,6%**

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Risk Primi (Rm-Rf)	Piyasa Öngörüsü	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
ß - Beta	Halka arz değerlemesi kapsamında 1,00 olarak dikkate alınmıştır.	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Borçlanma Primi	Risksiz Getiri üzerine eklenen Kredi Primi: Rf*%15,0	7,4%	5,8%	4,1%	3,6%	3,3%	3,0%	2,6%
Borçlanma Faizi	Rf + Borçlanma Prim (TÜFE+Rf Prim + Borçlanma Primi)	56,9%	44,3%	31,6%	27,8%	25,3%	22,8%	20,2%
Özsermaye Maliyeti (Ke)	rf+ß*(rm-rf)	55,00%	44,00%	33,00%	29,70%	27,50%	25,30%	23,10%
Borçlanma Maliyeti (Kd)	Rd*(1-T)	43,26%	33,65%	24,04%	21,15%	19,23%	17,31%	15,38%
AOSM	[E/(E+D) * Ke] + [D/(E+D) * Kd]	48,36%	38,14%	27,93%	24,86%	22,82%	20,78%	18,73%

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplaması Tüketici Fiyatları Endeksi baz alınarak her bir projeksiyon dönemi için hesaplanmıştır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından 2023 yılının ikinci yarısından itibaren politika faizinde artırımlar gerçekleşmektedir. Söz konusu artışlar ve izlenen para politikası dikkate alındığında, geçmiş dönemde; enflasyon, politika faizi, devlet tahvili getirisi ve borçlanma faizleri arasında zayıflayan bağlantının yeniden olağan seyrine gireceği öngörülmüştür. Bu itibarla; 2024 ve sonrasında Risksiz Getiri oranı belirlenirken, her yıl için öngörülen TÜFE üzerinden hesaplanan %10,0 seviyesinde ek getiri (reel faiz) öngörüsü yapılmıştır.

Piyasa Risk Primi, genel uygulama itibarıyla %5,00 - %6,00 aralığında kullanılmaktadır. Risk Primi, AOSM hesaplamasında %5,50 olarak dikkate alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında Beta – ß değeri olarak 1,00 olarak dikkate alınmıştır.

Şirket'in Borçlanma Faizi 2024 yılında %56,9 olarak öngörülürken, geçmiş dönemlerde enflasyon – borçlanma faizi bağlantısı zayıflamış olmakla birlikte, 2024 sonrasında söz konusu ilişkinin yeniden olağan seyrine döneceği varsayımı ile; borçlanma maliyeti öngörüsünde Risksiz Getiri üzerinden hesaplanan %15,0 prim öngörülmüştür. Bu itibarla Şirket'in borçlanırken 2024 ve sonrasında enflasyon üzerinden hesaplanan %26,5 prim ödeyeceği varsayılmıştır.

Kurumlar vergisi oranı Şirket'in "imalatçı" statüsünde olması nedeniyle sahip olduğu 1,0 puan indirim ile %24,0 olarak öngörülmüştür.

Özkaynak – Borç oranı olarak, faktoring borçları da dikkate alınarak hesaplanan 2023 yıl sonu seviyesi olan %43,4 Özkaynak – %56,6 Borç oranları dikkate alınmıştır.

6.2.10. Devam Eden Değer Büyümesi, Firma Değeri, Net Finansal Borç ve Şirket Değeri

İlgili bölümlerde açıklanan Serbest Nakit Akımlarının, projeksiyon dönemlerindeki Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetleri ile indirgenmesi sonucu hesaplanan; İndirgenmiş Nakit Akımları, Devam Eden Değer, Firma Değeri, Net Finansal Borç ve Şirket Değeri'ne ilişkin tablolar aşağıda yer almaktadır.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Şirket'in bulunduğu sektör ve ürettiği ürünlerin niteliği dikkate alındığında 2030 ve sonrasındaki nakit akışlarının asgari enflasyon oranı kadar artması beklentilerine karşın, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi kapsamında Projeksiyonlar'ın son dönemi olan 2030'da enflasyon beklentisi %16,0 seviyesinde olmasına karşın devam eden değer büyüme oranı muhafazakar yaklaşımla %5,0 olarak dikkate alınmıştır.

Serbest Nakit Akımı	31.12.2024	31.12.2025	31.12.2026	31.12.2027	31.12.2028	31.12.2029	31.12.2030
FAVÖK	**629**	**914**	**1.203**	**1.546**	**1.850**	**2.177**	**2.514**
Vergi	**142**	**210**	**279**	**361**	**433**	**511**	**593**
Vergi Oranı	*24,0%*	*24,0%*	*24,0%*	*24,0%*	*24,0%*	*24,0%*	*24,0%*
Yatırımlar	**100**	**20**	**25**	**31**	**37**	**44**	**51**
İşletme Sermayesi İhtiyacı	**650**	**471**	**478**	**563**	**506**	**547**	**574**
Serbest Nakit Akımı (SNA)	**-262**	**212**	**421**	**591**	**873**	**1.076**	**1.296**

Şirket Değeri Hesaplaması	Milyon TL
2024 - 2030 SNA Bugünkü Değeri (1)	**932**
Devam Eden (Sonsuz) Değerin Bugünkü Değeri (2)	**1.719**
Firma Değeri (1+2)	**2.651**
Net Finansal Borç (3)	*497*
Şirket Değeri 31.2.2023 (1+2-3)	**2.154**
Şirket Değeri 29.04.2024*	**2.452**

**AOSM dikkate alınarak 31.12.2023 tarihi itibarıyla hesaplanan Şirket Değeri'nin rapor tarihindeki değeri hesaplanmıştır.*

Sonuç olarak İNA yönetimine kapsamında; 2024 - 2030 dönemi yıllık serbest nakit akımları ve 2030 sonrası devam eden değerin ilgili dönemlerde öngörülen **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve %5,0 devam eden Serbest Nakit Akımı büyüme oranına** göre hesaplanan **Şirket Değeri rapor tarihi itibarıyla 2.452 milyon TL'dir.**

7. Sonuç

Değerleme çalışması kapsamında ilgili bölümlerde detayları açıklanan Çarpan Analizi ve İndirgenmş Nakit Akımları Analizi Yöntemlerine eşit ağrılık verilerek Altınkılıç'ın **Şirket Değeri 2.244 Milyon TL ve Birim Pay Değeri 28,73 TL** olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %20,0 halka arz iskontosu uygulanarak **Halka Arz Şirket Değeri 1.795 milyon TL** ve **Halka Arz Birim Pay Değeri 22,98 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri Milyon TL	Ağırlık	Birim Pay Değeri - TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	**2.452**	**50,0%**	**31,39**
Çarpan Analizi	**2.036**	**50,0%**	**26,06**
FD/FAVÖK	*1.805*	*50,0%*	*23,10*
FD/Satış	*2.267*	*50,0%*	*29,02*
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	**2.244**	**50,0%**	**28,73**
Halka Arz İskontosu	***20,0%***		
Halka Arz Şirket Değeri	**1.795**		**22,98**

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

EKLER

EK-1

SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 ANKARA

29.04.2024

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("**DenizYatırım**") ile Altınkılıç Gıda ve Süt Sanayi A.Ş. ("**Altınkılıç**" veya "**Şirket**") arasında 10.05.2023 tarihinde imzalanan Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi çerçevesinde DenizYatırım, 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 Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlamaktadır.

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

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerine 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, Fiyat Tespit Raporu'nda 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.

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

İhsan Engindeniz
Bölüm Müdürü

Nurullah Erdoğan
Genel Müdür Yardımcısı

EK-2

SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 ANKARA

29.04.2024

Altınkılıç Gıda ve Süt Sanayi A.Ş.'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 29.04.2024 tarihli Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurulu kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Kurul'ca kısmi veya geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş olarak, değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak en az 10 çalışana,
- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerleme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlamış olduğu III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:14[illegible] K:9
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
No:2910110783 Tic. Sic. No:[illegible]
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291-0110-[illegible]

İhsan Engindeniz
Bölüm Müdürü

Nurullah Erdoğan
Genel Müdür Yardımcısı

EK-3

SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 ANKARA

29.04.2024

VII-128.1 sayılı Pay Tebliğinin 29/3 fıkrası uyarınca, Kuruluşumuzca son on iki ay içerisinde konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapılmamış olan halka arzlara ilişkin fiyat tespit raporunun değerlendirildiği analist raporları aşağıda bulunan tabloda yer almakta olup söz konusu raporlar VII-128.1 Pay Tebliği 29/2 fıkrasında yer alan esaslar çerçevesinde ilan edilmiştir.

Şirket	Tarih	KAP'ta Yapılan Açıklama	Aracı Kurum İnternet Sitesinde Yapılan Açıklama
SKYMD	29.11.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1220895	https://www.denizyatirim.com/asset/AnnouncementsPdf/1701262788.pdf
AVPGY	12.12.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1224930	https://www.denizyatirim.com/asset/AnnouncementsPdf/1702386726.pdf
ODINE	11.03.2024	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1257588	https://www.denizyatirim.com/asset/AnnouncementsPdf/1711371208.pdf

Ayrıca Kuruluşumuzca hazırlanmış analist raporlarına konu halka arzları yürüten yetkili kuruluşların ya da konsorsiyum oluşturulması halinde konsorsiyum liderlerinin ya da eş liderlerinin Şirketimiz ilişkili tarafı olmadığını beyan ederiz.

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

İhsan Engindeniz
Bölüm Müdürü

Nurullah Erdoğan
Genel Müdür Yardımcısı