

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

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye dahil edilen BIST'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.

BIST 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

Altunkılıç'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.

BIST 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 Carrier	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

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
Bogaziçi 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
Batisöke 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
Dinamik 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
Eregli 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

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
Türk 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 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.

6.1.3.2. Çarpan Analizi Yöntemi Sonucu

Altinkılıç'ın 2023 yıl sonu itibarıyla değerlendirme 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.

Altinkılıç - Özet Finansal Veriler - 31.12.2023

Milyon TL

FAVÖK	225,6
Net Satışlar	1.856,9
Net Finansal Borç	497,2

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 marjı, 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

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

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 yakını 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 satışlarıdır. 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; Altıncılıç'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 - Milyon 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 satış komisyon satışları. Şirket'in gelecek dönem için hedeflediği satışlardan öncelik ve nitelik olarak farklıdır. Bu itibarla, muhafazalar yaklaşım çerçevesinde geçmiş dönem gösterimleri 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.

Satış Miktarları – Genel Varsayımlar

Altinkılıç 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.

Altinkılıç, 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

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

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 yansımaları 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 - Milyon 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

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 31.12.2023 (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 değer 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 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemlerine eşit ağırlık verilerek Altıncılık'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

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 değer, 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.
Etiler Cad. No:141 Kat:3
Etiler - Beşiktaş - İstanbul
Tic. Sic. No: 2910110783 Tic. Sic. No: 2910110783
www.denizyatin.com
Mersis No: 02310000000000000000

İhsan Engindeniz

Bölüm Müdürü

Nurullah Erdoğan

Genel Müdür Yardımcısı

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

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 çalışanı,
- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına,

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

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:14 Kat:9
Etiler Beşiktaş / İstanbul
No:2510110783 Tic. Sic. No:265460
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0201-0111... 5213

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.
Büyükdere Cad. No:147 K:9
Beşiktaş 34394 Şişli - İSTANBUL
Tic. Sic. No: 2910110783 Tic. Sic. No: 349520
www.denizyatirim.com
Mersis No: 02910110783000000000000000

İhsan Engindeniz
Bölüm Müdürü

Nurullah Erdoğan
Genel Müdür Yardımcısı