



Tablo 28: Yabancı Benzer Şirketler Açıklamaları

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

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.



Tablo 29: Yerli Benzer Şirketler Açıklamaları

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

7 AtaKey Değerlemesi

7.1 Piyasa Çarpanları Analizi

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

7.1.1 Yabancı Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi

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

İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

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

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

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

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

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

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

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

Kaynak: Bloomberg, 07 Haziran 2023

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

7.1.2 Yerli Benzer Şirketler Çarpanı Yöntemi

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

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

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

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

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

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

Kaynak: İş Yatırım, 07 Haziran 2023

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


İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

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

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

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

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

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

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

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

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

Tablo 39: Piyasa Çarpanları Analiz Özeti

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

7.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

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

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



7.2.1 Makroekonomik Varsayımlar

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

Tablo 40: Makroekonomik Varsayımlar

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

Kaynak: İş Yatırım Araştırma

7.2.2 Gelirlerin Projeksiyonu

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

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



Tablo 41: Restoran Sayısı Projeksiyonu

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

Kaynak: TFI Tab Gıda

Tablo 42: Fiş Sayısı Büyüme Projeksiyonu

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

Kaynak: TFI Tab Gıda

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

Tablo 43: Satış Hacmi Projeksiyonu

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

Kaynak: Şirket

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

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

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

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

Tablo 44: Hasılat Projeksiyonu

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

Kaynak: Şirket

7.2.3 Maliyetlerin ve Faaliyet Giderlerinin Projeksiyonu

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

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

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

Tablo 45: Satılan Malın Maliyeti ve Genel Yönetim Giderleri Projeksiyonu

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

Kaynak: Şirket

* Faaliyet giderleri sadece genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır.

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

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



Tablo 46: FAVÖK Hesaplaması

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

Kaynak: Şirket

7.2.4 İşletme Sermayesi

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

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

Tablo 47: İşletme Sermayesi Projeksiyonu

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

Kaynak: Şirket

7.2.5 Yatırım Harcamaları ve Amortisman

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

Tablo 48: Yatırım Harcamaları Projeksiyonu

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

Kaynak: Şirket

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

Tablo 49: Amortisman Projeksiyonu

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

Kaynak: Şirket



7.2.6 Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

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

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

Tablo 50: AOSM Hesabı

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

7.2.7 İndirgenmiş Nakit Akımları Hesabı

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

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

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

Tablo 51: İNA Hesabı

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

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

7.3 Değerleme Sonucu

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

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

Tablo 52: Değerleme Yöntemleri Sonucu

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

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

Tablo 53: Halka Arz Fiyatı Hesabı

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

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

8 Ekler

Ek: Sorumluluk beyanı

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

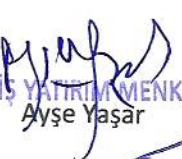
15 Haziran 2023

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

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

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

Saygılarımızla,
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.


Ayşe Yaşar

Hilmi Metin Gorbun