

DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:1 Kat:9
Etiler/Beşiktaş/34394 Şişli - İSTANBUL
Vergi No:3101107633 Tic Sic No:388440
www.denizyatirim.com
Mersis No: 029101013700013

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. Altıncılıç Gıda ve Süt Sanayi Ticaret Anonim Şirketi ("Şirket, Altıncılıç").....	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. Altıncılıç'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

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
Deniz Yatırım	: 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.
Mr, mlr	: milyar

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
<i>Halka Arz İskontosu</i>	<i>20,0%</i>		
Halka Arz Şirket Değeri	1.795		22,98

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

3.1. Genel Bakış

Altıncılık, 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 Altıncılık 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 kaşarır.

Şirket ürettiği ürünlerin satışının büyük bir bölümünü iç piyasada gerçekleştirmektedir. Şirket'in pazarlama araçları 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 arı 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 Altıncılıç	A	7.811.500	10,0%	39.057.500	50,00%
	B	31.246.000	40,0%		
Kemal Altıncılıç	A	7.030.350	9,0%	35.151.750	45,00%
	B	28.121.400	36,0%		
Fatih Altıncılıç	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.

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 Altıncılık	A	7.811.500	7,0%	39.057.500	34,87%
	B	31.246.000	27,9%		
Kemal Altıncılık	A	7.030.350	6,3%	35.151.750	31,39%
	B	28.121.400	25,1%		
Fatih Altıncılık	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 Altıncılık 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 "Altıncılık 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 metrekaare 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 "Altıncılık 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.

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 Altıncılıç 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 sunulmuştur.

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 büyütmeye çalışmaları 2020 yılında tamamlanmıştır. Böylece Ezine Tesisi 24.594 m² arsa üzerine 8.604 m² kapalı alana çıkmış, günlük ortalama 96 ton süt işleme kapasitesine ulaşmıştır.

Ambalajlama kapasitesinin artırılması, üretim kapasitesinin artırılması, 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.

Ihracat 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 büyütürken 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 üretilmektedir.

Kefir grubu ürün gamını genişletmek üzere Eylül 2023 itibarıyla "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.

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 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.

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.

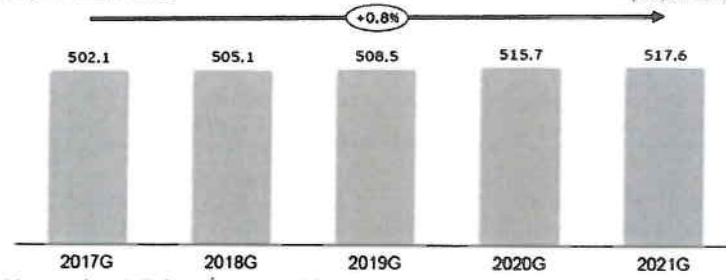
TMS 29 uyarınca yapılan yeniden düzenlemeler, TÜİK tarafından yayınlanan Türkiye’deki TÜFE’den elde edilen düzeltme katsayısı kullanılarak yapılmıştır. 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihi itibarıyla sona eren hesap dönemlerine ait yıllık finansal tablolara enflasyon muhasebesi uygulanmıştır.

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Kar veya Zarar Kısımı - 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

OECD Ülkeleri Süt ve Süt Ürünleri Üretim Hacmi

Kaynak: OECD 2022



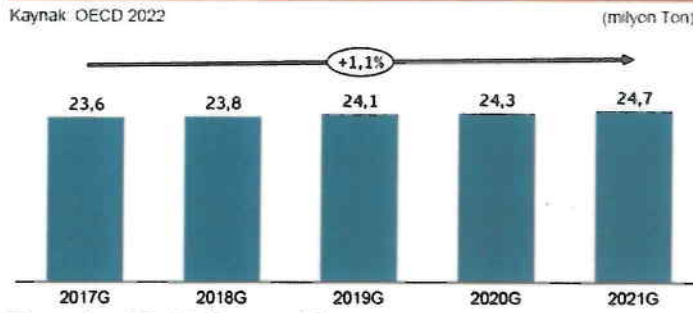
Kaynak: OECD İstatistikleri

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 2022



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>

(milyon Ton)



(Dunya)





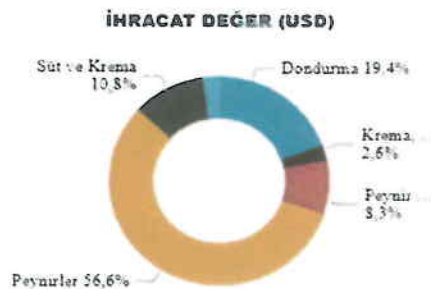
DENİZ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Etiler/Beşiktaş Cad. No: 11 Kat: 9
Etiler/Beşiktaş 34394 Şişli - İSTANBUL
Tic. Sic. No: 2910110783 Tic. Sic. No: 288420
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0832 0010 0000 0013

Kaynak: OECD 2022

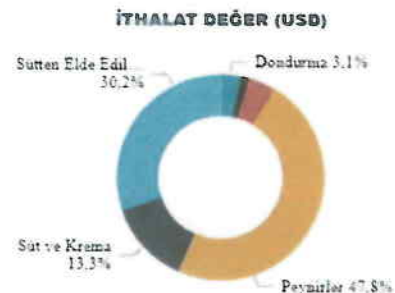
Kaynak: OECD İstatistikleri

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 karşısında 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.

(milyon Ton)

Kaynak: OECD İstatistikleri

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

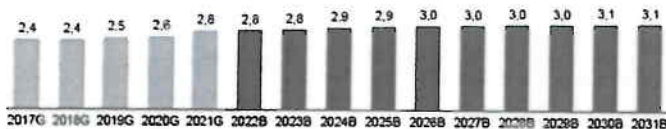
Türkiye ekonomisinde gerçekleşen yüksek enflasyon dönemi ve Türk Lirası'nın yabancı para birimleri karşısında değer kaybı sonrasında orta vadede, Türkiye ekonomisinin toparlanmasıyla birlikte yerli tüketicilerin yiyecek-içecek harcamalarını artırma beklentisi dolayısıyla gıda sektörü satışlarının projeksiyon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

Kaynak: OECD 2022

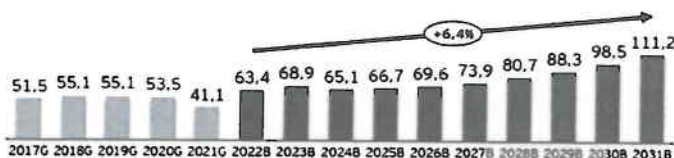
(kg/nufus)



İhracat Beklentileri

Kaynak: OECD 2022

(bin ton)



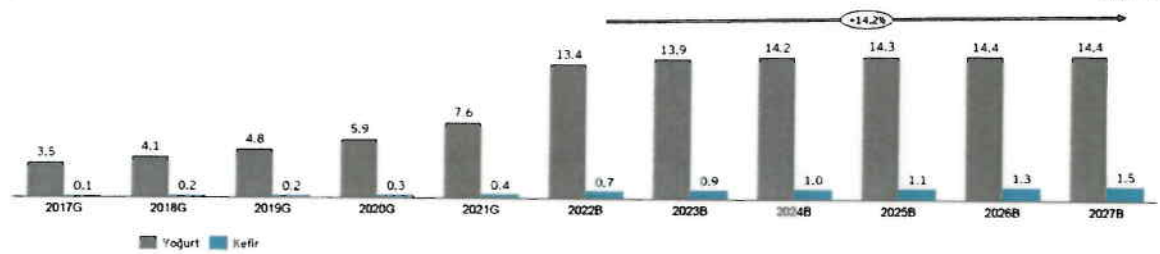
Kaynak: OECD İstatistikleri

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

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:

Yoğurt ve Kefir Satış Beklentileri

Kaynak: Euromonitor



Kaynak: Euromonitor

4.2. Altıncılık'ın Sektör'deki Konumu

Şirket, Altıncılık 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 üretilmektedir. Ayrıca üretim tesislerinin bulunduğu bölge itibarıyla hem liman hem de büyükşehirlerle 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

Altıncılık 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>

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 gereken 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 oyuncunun 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 artışı, 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 olması¹⁰ 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, Altıncılık'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>

Altıncılık'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 gerçekleştirmelerine nazaran muhafazakar bir perspektif ile oluşturulmuştur.

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.

5.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı)

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.

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.

Altıncılık'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 değerlendirme 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.

6. Değerleme

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

Çarpan Analizi Yöntemi'ne göre Altıncılık'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

Altıncılık'ın net (finansal) borç pozisyonu 31.12.2023 itibarıyla 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 alınmıştır.

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