



31.03.2025 TARİHİ İTİBARIYLA

ALTINKILIÇ GIDA ve SÜT SANAYİ TİCARET A.Ş.

**Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara
İlişkin Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu**

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi Uyarınca Hazırlanmıştır.

1- Raporun Amacı:

ALTINILIÇ GIDA ve SÜT SANAYİ TİCARET A.Ş. (Şirket)'in halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 maddesi uyarınca Şirketin, Denetim Komitesi tarafından hazırlanmıştır.

SPK'nın VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. Fıkrası, "Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günüdür.

2- Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemleri:

Şirketin paylarının halka arzına aracılık eden Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan ve 24.05.2024 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nda yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirket değeri ile halka arz fiyatında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi ve Çarpan Analizi değerlemesine yer verilmiştir.

A) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi:

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

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 borçlardan" 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.

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

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 Projeksiyonların son dönemi olan 2030'da enflasyon beklentisi %16,0 seviyesinde olmasına karşın devam eden değer büyüme oranı muhafazakâr 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.**

B) Çarpan Analiz Yöntemi:

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

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

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

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

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

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

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.

3- Değerleme Sonucu:

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

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

Halka Arz İskontosu **20,0%**

Halka Arz Şirket Değeri	1.795	22,98
--------------------------------	--------------	--------------

4- Tahmin ve Gerçekleşme Verileri:

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

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

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

Halka arz öncesinde Deniz Yatırım tarafında hazırlanan 29.04.2024 tarihli fiyat tespit raporuna göre 31 Mart 2025 dönemi değerlendirmesi aşağıdaki gibidir;

Milyon TL	01.01.2025- 31.12.2025*	01.01.2024- 31.03.2025**	01.01.2024- 31.03.2025***	Gerçekleşme Oranı %
Net Satışlar	4.305	1.076	995	92,5%
Brüt Kar	1.550	388	314	81%
Brüt Kar Marjı (%)	36%	36%	32%	88%
Faaliyet Karı	873	218	186	85%
FAVÖK	914	229	206	90%
FVÖK KAR MARJİ (%)	21,23%	21,23%	20,74%	98%

* Tahmini

** Yıllık tahmininin ilk çeyreği kabul edilmiştir.

*** Gerçekleşen 01.01-31.03.2025 mali veriler

Fiyat Tespit Raporunda yer alan 2025 yılı tahminlerinin toplamı 3 ay olarak alınmış ve bu değerler 31.03.2025 finansal sonuçları ile karşılaştırılmıştır.

Bu durumda, Şirket net satışlarını hedeflenen tutarı %92,5 oranında artışla gerçekleştirmiştir. Bununla birlikte Şirket'in 31.03.2025 finansal sonuçlarında, projeksiyonlarda yer alan brüt kar tahmininin %88 ve FAVÖK tahmininin de %90 oranında hedeflenen orana yaklaşarak gerçekleştirmiştir.

Şirketimiz, halka arz edilirken çerçevesi çizilen gelir tablosu projeksiyonu dahilinde gelişimini sürdürmektedir.

Şirketimiz, yeni ihracat pazarlarına alınan izinlerle ihracattaki satışlarını ve karlılık oranlarını yükseltmeyi bununla birlikte ürün gamımızda iyileştirmelerle farklı ürünler çıkartmayı hedeflemektedir.

Bilgilerinize sunarız

Saygılarımızla,

ALTINKILIÇ GIDA ve SÜT SANAYİ TİCARET ANONİM ŞİRKETİ