



**AtaKey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin
Analist Raporu**



18/07/2023

İÇİNDEKİLER

1. Raporun Amacı.....	1
2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi.....	1
3. Şirket Hakkında	2
4. Ortaklık Yapısı	3
5. Finansal Tablolar	3
6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	6
7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri	7
8. Görüş	10

1. Raporun Amacı

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Tacirler Yatırım”) tarafından, yetkili kuruluş İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“İş Yatırım”)’nin, Atakey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Kısaca “İhraççı”, “Atakey” ya da “Şirket”) paylarının halka arzı kapsamında, hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. **Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararına halka arz izahnamesini inceleyerek karar vermelidir.** Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Tacirler Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	AtaKey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Talep Toplama Tarihleri	19-20-21 Temmuz 2023
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Satış Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret
Dağıtım Yöntemi	Yurtiçi Bireysel – Eşit Dağıtım Yurtiçi Kurumsal – Konsorsiyum Liderleri ve İhraççı
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	117.600.000 TL
Sermaye Artırımı (Nominal)	21.168.000 TL
Ortak Satışı	7.056.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	138.768.000 TL
Toplam Halka Arz Büyüklüğü	1.114.848.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%18,50
Tahsisat	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: %80 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %20
Halka Arz İskontosu	%30
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	39,50 TL
Fiyat İstikrarı	Payların BİST’te işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 15 gün süre ile Brüt Halka Arz Büyüklüğünün %20’si ile sınırlı olacaktır.
Taahhütler	İhraççı, Şirket paylarının Borsa İstanbul’da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca, herhangi bir bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artımı yapmayacağını taahhüt etmektedir.
	TFI Tab Gıda Yatırımları A.Ş., Şirket paylarını (halka arz edilen kısım hariç), İzahname onay tarihinden itibaren 1 yıl boyunca, Borsa İstanbul’da ya da Borsa İstanbul dışında satılmayacağını taahhüt etmektedir.

Kaynak: Atakey İzahnamesi

3. Şirket Hakkında

Şirket, 2012 yılında Atakey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak Kurdoğlu ve Özgörkey aileleri tarafından %50 - %50 ortaklık ile kurulmuştur. Şirket, 2014 yılında Afyonkarahisar'da Susuz Beldesi'nde bulunan tesislerinde üretime başlamıştır. 2019'dan beri TFI Tab Gıda Yatırımları A.Ş. Şirket'in tek hissedarıdır. Şirket, TFI Tab Gıda restoranlarının patates kızartması talebini karşılamaktadır. Şirket'in yurt içi satışları ilişkili taraf ve grup dışı satışlardan oluşmaktadır. Şirket'in yurt dışı satışları ise, ilişkili taraflardan Çin'i, üçüncü taraflardan Brezilya, Güney Kore, Bulgaristan, Kuzey Kıbrıs ve Kuzey Makedonya'yı kapsamaktadır. TFI Tab Gıda'nın HSR Çin¹ operasyonlarına patates ürünlerini tedarik etmek için dondurulmuş, şoklanmış, kızartmalık patates üretip ihraç etmektedir. Atakey'in Afyonkarahisar'da yer alan patates üretim tesisi, 168.000 m² toplam yüzölçümüne ve yılda 90.000 ton kaplamalı kızartmalık patates üretim kapasitesine sahiptir. Aynı zamanda Atakey 30.000 m²'lik hammadde ve 15.000 m²'lik soğuk hava deposuna sahiptir. Sezonda yaklaşık 40.000 dönümlük zirai alanda yaklaşık 350 çiftçi ile 23 farklı şehirde hasat yapılmaktadır. Patates ürünlerinin kaynağında tutarlılık ve kalite sağlamak amacıyla Şirket, anlaşmalı çiftçilere tohum ve gübre temin etmektedir.

Ham patates üretim süreci 3 yıllık bir zaman dilimini kapsamaktadır. Birinci yıl, yurt içi ve yurt dışından elit tohumlar, fabrika tohum deposuna teslim edilmektedir. İkinci yıl, tohumlar, TİGEM'e ait sulanabilir arazide, sertifikalı tohumluk patates üretimi yapılır, çoğaltılır, sertifikalandırılır ve fabrika tohum deposuna teslim edilir. Üçüncü yıl, ham patates üretim sözleşmesi yapılan çiftçi ve firmalara belirlenen miktarlarca dağıtılarak dikimlerinin gerçekleşmesi sağlanır. Şirket, 2023 yılı için 4.475 dönümlük arazi kiralamıştır. Üreticilere Ocak-Mayıs dönemleri arasında tohum satışı yapılır ve tohumlar ekilir. Mayıs-Kasım arasında ise tohumlar hasat edilir, tohumların hasat edilmesiyle de üretici tahsilatları başlatılmaktadır.

2014-2015 yıllarında sulu kesim hatlarına ilave olarak “mekanik kesim hattı” yatırımı yapılmıştır. Bu yatırımla birlikte mekanik kesimle üretebilen ürünler ürün gamına eklenmiştir. 2015 yılı sezonunda S1 tohumluk çoğaltma operasyonu dış hizmet alınmadan TİGEM²'den kiralanan arazilerde yapılmaya başlanmıştır ve 8 sezondur üretim bu şekilde sürdürülmektedir. 2015 yılı sonunda mekanik kesim hattında yeni bir ürün, “kafes patates”, geliştirilerek bu ürün hızlı servis restoranlarında tüketilmeye başlanmıştır.

2016 yılında ilk ihracat Çin'e yapılmıştır. 2017 yılında, 7.500 m² kapalı alana sahip tohum deposu yatırımı yapılmıştır. Ham patates depoları “dökme” sistem iken, tohum deposunda “kasalı sistem”e geçilmiştir³. Tohum deposu 15.000 ton tohum, ham patates deposu ise 70.000 ton ham patates depolama kapasitesine sahiptir. 2018 yılında hızlı servis restoranları için “kırmızı baharatlı crinkle (tırtıklı) patates” ürünü geliştirilmiş ve bu ürün restoranlarda tüketilmeye başlanmıştır. 2019 sonunda yatırımına başlanan 4. paketleme hattı Ağustos 2021'de montaj ve devreye almaları tamamlanarak kullanılmaya başlanmıştır.

¹ TFI Tab Gıda'nın Çin'de gerçekleştirdiği hızlı servis restoran işletmesi faaliyetleri

² TİGEM: Tarım İşletmeleri Genel Müdürlüğü

³ Dökme sistem, depolarda patatesin üst üste yığılmasıdır. Bu sisteme aynı zamanda, patatesin bir depoya yığılması denilebilir, hepsi birbirine temas etmektedir. Kasalı sistem ise; patatesin boyutuna göre, kalibrasyona göre sınıflandırılarak kasalar ayrılıp depolanmasıdır.

4. Ortaklık Yapısı

Şirket 21 Eylül 2012 tarihinde Atakey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanı ile 8.000.000 nominal paya karşılık 8.000.000 TL sermaye ile Kurdoğlu ve Özgörkey aileleri tarafından kurulmuştur. 2014 yılında Erhan Kurdoğlu, Korhan Kurdoğlu ve Tuna Kurdoğlu Şirket'in toplam sermayesinin %50'sine tekabül eden paylarını TFI Tab Gıda'ya devretmiştir. 8 Haziran 2019'da TFI Tab Gıda, Şirket'in geri kalan %50 payını Murat Özgörkey ve Mustafa Selim Özgörkey'den devralarak %100 sahibi konumuna gelmiştir. Şirket'in ödenmiş sermayesinin 117.600.000 TL'den 138.768.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle ihraç edilecek olan toplam 28.224.000 TL nominal değerli (B) grubu paylar sermaye artışı yoluyla halka arz edilmesi planlanmaktadır. Halka açıklık oranının %20,34 olması planlanmaktadır.

Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Grubu	Toplam (TL)	Sermayeye Oranı (%)	Grubu	Toplam (TL)	Sermayeye Oranı (%)
TFI Tab Gıda Yatırımları A.Ş.	A	20.000.000	17,00	A	20.000.000	14,41
	B	97.600.000	83,00	B	90.544.000	65,25
Halka Açık Kısım	-	-	-	B	28.224.000	20,34
Toplam		117.600.000	100		127.008.000	100

Kaynak: Atakey İzahnamesi

5. Finansal Tablolar

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.03.2023 dönemleri bağımsız denetimden geçmiş finansal durum tablosu aşağıda sunulmuştur;

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Nakit ve Nakit Benzerleri	10.028.558	5.670.253	87.843.413	183.120.531
Ticari Alacaklar	47.976.558	91.526.285	162.567.398	163.143.995
Diğer Alacaklar	1.235.830	2.128.496	1.637.625	1.637.625
Stoklar	227.980.505	245.616.344	477.548.559	389.589.920
Peşin Ödenmiş Giderler	8.833.257	11.821.703	2.445.560	6.199.698
Diğer Dönen Varlıklar	17.056.201	21.437.523	60.574.213	70.741.206
Toplam Dönen Varlıklar	313.110.506	378.200.604	792.616.768	814.432.975
Diğer Alacaklar	642.937	1.705.166	1.476.056	1.476.056
Kullanım Hakkı Varlıkları	817.002	968.408	3.108.240	4.238.387
Maddi Duran Varlıklar	183.824.230	376.479.017	776.026.328	773.332.074
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	231.846	117.710	287.860	270.803
Peşin Ödenmiş Giderler	31.456	23.898	3.094	28.104
Türev Varlıklar	-	-	5.314.363	4.828.250
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	46.089.244	111.694.448	157.855.850	161.343.682
Toplam Duran Varlıklar	231.636.715	490.988.647	944.071.791	945.517.356
Toplam Varlıklar	544.747.221	869.189.251	1.739.688.559	1.759.950.331
Kısa Vade Borçlanmalar	161.603.986	50.493.371	136.684.837	269.871.595
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	90.811.541	290.416.927	253.052.270	244.692.869
Kısa Vadeli Kiralama İşlemlerinden Borçlar	1.770.219	2.484.931	1.983.439	2.523.778
Ticari Borçlar	73.729.994	87.341.563	175.881.678	91.668.961
Diğer Borçlar	27.354.786	601.231	354.776	138.091
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	391.472	459.207	1.075.981	2.908.937
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	8.891.513	42.981.157
Ertelenmiş Gelirler	-	42.059.556	93.289.185	25.582.194

Kısa Vadeli Karşılıklar	1.228.250	1.151.732	2.500.488	3.078.865
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	157.175	1.879.066	998.171	559.236
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	357.047.423	476.887.584	674.712.338	684.005.683
Uzun Vadeli Borçlanmalar	149.384.067	248.260.829	160.853.123	137.458.594
Uzun Vadeli Kiralama İşlemlerinden Borçlar	1.313.151	310.728	1.265.332	1.874.436
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	963.178	1.339.350	2.842.732	3.844.835
Türev Yükümlülükler	949.057	946.943	-	-
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	152.609.453	250.857.850	164.961.187	143.177.865
Toplam Yükümlülükler				
Sermaye	11.600.000	117.600.000	117.600.000	117.600.000
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları	79.536	108.308	184.206	379.633
Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları	47.711.962	202.251.695	578.921.106	578.921.106
Nakit Akış Riskinden Korunma Kayıpları	-	-	(67.243.534)	(74.019.565)
Net Dönem Karı/(Zararı)	(34.482.151)	(48.215.033)	446.069.442	42.332.353
Geçmiş Yıl Zararları	(95.819.002)	(130.301.153)	(178.516.186)	267.553.256
Toplam Özkaynaklar	35.090.345	141.443.817	897.015.034	932.766.783
Toplam Kaynaklar	544.747.221	869.189.251	1.736.688.559	1.759.950.331

Kaynak: Atakey İzahnamesi

2022 yılında Ticari Alacaklar 2021'e göre %77,6 oranında artışla 162.567.398 TL olarak gerçekleşmiştir. İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar, 75.782.113 TL'den %44,7 artışla 2022 yılında 109.647.378 TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılında Ticari Alacaklar 2021'e göre %77,6 oranında artmış olup, bu artışın ana sebebi satış hacminin yükselmesi ve yaşanan fiyatlar genel seviyesindeki yükselişin nominal satış fiyatlarına ilişkili taraflardan operasyonel faaliyetler sonucu oluşan alacaklar ticari faaliyetlerden kaynaklanmaktadır. Şirket, ilişkili taraflardan Fasdat ve Pangea Foods şirketlerine patates ürünleri satmaktadır. 31.03.2023 tarihinde ilişkili taraflardan ticari alacakların %98,1'lik bölümü Pangea Foods (China) Holdings Ltd. firmasından olan ticari alacaklardan kaynaklanmaktadır.

2021 ve 2020 yıllarında stoklardaki artışın sebebi pandemi döneminde talepteki azalmaya rağmen, üretime devam edilmesinden kaynaklanmaktadır. 2022 yılından itibaren pandemi etkilerinin azalması ile birlikte 2020 ve 2021 yılı üretimine ait stoklar eritilmiştir. 31.12.2022 tarihinde bir önceki seneye göre 245.616.344 TL'den %94,4 artışla 477.548.559 TL olarak gerçekleşmiştir.

Diğer Dönen Varlıklar, 2021 yılında 21.437.523 TL iken 2022 yılında %182,6 artışla 60.574.213 TL, 31.03.2023 tarihinde ise 31.112.2022 tarihine göre %16,8 artışla 70.741.206 TL olarak gerçekleşmiştir. Buradaki artışın ana nedeni devreden KDV hesabının 39.348.963 TL artışından kaynaklanmaktadır. Şirket'in satın alımları ile satışları arasındaki KDV farkından dolayı devreden KDV oluşmaktadır.

Maddi Duran Varlıklar, 2021 yılında 376.479.017 TL iken 2022 yılında %106,1'lik artışla 776.026.328 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket, arazi ve arsalar, binalar, tesis, makine ve cihazlar ile demirbaşların gerçeğe uygun değerindeki artışlar nedeniyle böyle bir artış söz konusudur. Yeniden değerlendirme artışlarının net etkisi 393.402.474 TL'dir.

Ertelenmiş vergi varlıkları, 2021 yılında 111.694.448 TL iken %41,3 artışla 2022 yılında 157.855.850 TL ve 31.03.2023 tarihinde ise 161.343.682 TL olarak gerçekleşmiştir. Kullanılmamış geçmiş yıl zararları üzerinden yaratılan ertelenmiş vergi varlıkları ve ileriki dönemlerde kullanılabilecek yatırım teşviklerinin de etkisi ile ertelenmiş vergi varlıklarında artış meydana gelmiştir. Şirket, 31 Mart 2023 tarihi itibarıyla 1 adet yatırım teşvik belgesinden doğan 150.473.951 TL tutarındaki ertelenmiş vergi varlıkları üzerinden orta vadeli planına göre tahmin edilen vergilendirilebilecek karlar aracılığıyla gelecek dönemde faydalanılmasını kuvvetle muhtemel gördüğü 150.473.951 TL ertelenmiş vergi varlığını finansal tablolara yansıtmıştır. 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla ilgili bakiye 152.212.319 TL'dir.

Kısa Vadeli Finansal Borçlar 2021 yılında 340.910.298 TL iken %14,3 artışla 2022 yılında 389.737.107 TL ve 31.03.2023 tarihinde 31.12.2022 tarihine göre %32 artarak 514.564.464 TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılının son çeyreğinde ve 2022 yılı içerisinde alınan 1 yıllık vadeli iskontolu ihracat kredileri sebebiyle kısa vadeli kredilerde artış meydana gelmiştir.

Finansal Borçlar, 31.03.2023 tarihinde 652.023.058 TL, 2022 yılında 550.590.230 TL, 2021 yılında 589.171.127 TL ve 2020 yılında 401.799.594 TL olarak gerçekleşmiştir.

Toplam krediler 31.03.2023 tarihinde, TL cinsinden 172.642.385 TL, Avro cinsinden TL karşılığı 363.139.567 TL ve ABD doları cinsinden TL karşılığı 116.241.106 TL'dir. TL krediler için etkin faiz oranı %17,23, Avro cinsinden krediler için %4,65 ve ABD doları cinsinden krediler için %8,11'dir. Toplam krediler 31.12.2022 tarihinde, TL cinsinden 144.390.109 TL, Avro cinsinden TL karşılığı 406.200.121 TL'dir. TL krediler için etkin faiz oranı %16,19 ve Avro cinsinden krediler için %4,37'dir. 2020 yılında pandeminin etkisiyle 2021 yılına geçerken Şirket net işletme ihtiyacını karşılamak için Avro cinsinden ihracat kredileri kullanmıştır. Aynı yıl içerisinde Avro'da yaşanan değişim etkisi ile dönem sonu kur değerlemesiyle birlikte bakiyesinden artış olmuştur.

Şirket'in 2020, 2021 ve 2022 yıllık, 2022 ve 2023 yılı 3 aylık bağımsız denetimden geçmiş özet kar veya zarar tablosu aşağıda sunulmuştur;

Özet Kar veya Zarar Tablosu (TL)	01.01.2020	01.01.2021	01.01.2022	01.01.2022	01.01.2023
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Hasılat	310.558.419	368.275.322	1.105.559.482	149.161.236	351.847.054
Satışların Maliyeti (-)	(242.123.587)	(291.865.943)	(598.782.536)	(109.064.578)	(226.325.560)
Brüt Kar	68.434.832	76.409.379	506.776.946	40.096.658	125.521.494
Brüt Kar Marjı	22,04%	20,75%	45,84%	26,88%	35,68%
Genel Yönetim Giderleri (-)	(5.370.906)	(7.709.620)	(14.215.095)	(3.410.060)	(12.156.282)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	14.748.053	41.748.703	38.798.254	13.369.929	3.757.886
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(4.785.460)	(21.932.973)	(26.144.609)	(11.560.018)	(16.689.596)
Esas Faaliyet Karı	73.026.519	88.515.489	505.215.496	38.496.509	100.433.502
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	5.085.367	12.242.000	3.636.062	181.309	3.247.379
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(1.538.498)	(1.722.276)	(3.939.155)	(1.042.995)	(358.133)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/(Zararı)	76.573.388	99.035.213	504.912.403	37.634.823	103.322.748
Finansman Gelirleri	458.251	81.923	570.180	49.232	196.250
Finansman Giderleri (-)	(136.375.987)	(247.597.240)	(92.645.436)	(28.926.475)	(27.350.247)
Vergi Öncesi Karı/Zararı (-)	(59.344.348)	(148.480.104)	412.837.147	8.757.580	76.168.751
Dönem Vergi Gideri (Geliri)	-	-	(10.500.629)	-	(35.679.081)
Ertelenmiş Vergi Geliri	24.862.197	100.265.071	43.732.924	(1.146.066)	1.842.683
Net Dönem Karı (Zararı)	(34.482.151)	(48.215.033)	446.069.442	7.611.514	42.332.353
Net Dönem Kar Marjı	-11,10%	-13,09%	40,35%	5,10%	12,03%

Kaynak: Atakey İzahnamesi

31 Mart 2023 tarihi itibarıyla üç aylık dönemde Şirket'in hasılatı 31 Mart 2022 ile biten üç aylık döneme göre %136 artarak 351.847.054 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu artışın sebebi tonaj ve fiyat artışlarından kaynaklanmaktadır.

2014 yılında 38.787.556 TL olan net satışlar %52 oranında YBBO⁴ ile 2022 yılında 1.105.559.482 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu artışlar, esas olarak satış tonajlarının artması ve 2022 yılında yaşanan fiyatlar genel seviyesindeki yükselişin fiyatlara yansıyan artışların etkisinden kaynaklanmaktadır. Yurt

⁴ Yıllın Bileşik Büyüme Oranı

içi mamul satışları hacim olarak %28 oranında artış göstermiştir. Yurt dışı mamul satışları ise %24 oranında azalmıştır. Yurt dışı satışlarının azalmasının temel nedeni Çin’de 2022 yılında pandemi salgının devam etmesi sebebiyle azalan taleptir. Yurt dışı satışları tonaj olarak azalmasına rağmen, döviz bazında ihracat yapıldığı ve döviz kurundaki artış sebebiyle TL bazında hasılat içerisindeki payı artmıştır. Aynı zamanda Şirket’in mamul satışlarının yanı sıra hasılatı içerisinde yer alan, parça patates, fabrika atık satışları, tohum ve gübre satışları ile zirai ilaç satışları da artmıştır. Yıllar içerisinde satışların maliyeti hesabındaki artışın ana sebepleri, hacim olarak artması sebebiyle maliyet kalemlerinin de artmasından, yaşanan fiyatlar genel seviyesindeki yükselişin maliyetlerde yaşanan artıştan, pandemi döneminde üretime devam edilip stoklanan ürünlerin depolanması ile ilgili katlanılan kira giderleridir. Şirket operasyonlarının olağan akışı gereği yaklaşık 200 gün civarında stok ile çalışmaktadır. Pandemi etkisi ile, 2020 ve 2021 yıllarında stoklarda yaşanan artış ile birlikte 2021 ve 2022 içinde gerçekleşen üretim daha az seyretmiştir. Şirket stoklarını ağırlıklı ortalama maliyet yöntemi kullanarak maliyetlendirdiğinden, satılan mal maliyetine hem devreden stokların hem de dönem içinde üretilen stokların etkisi dahil olmaktadır.

2020 ve 2021 yıllarında finansman gideri ağırlıklı olarak finansal borçlardan kaynaklanan kur farkı giderleri ve faiz gideri kalemlerinin yüksek seyrederek, sırasıyla 136.375.987 TL ve 247.597.240 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu artış Şirket’in, 2020 ve 2021 yıllarında net dönem zararı kaydetmesine sebep olmuştur. 2022 yılına gelindiğinde ise finansman giderlerinde %62,6’lık bir azalış yaşanmış ve 92.645.436 TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket 2021 ve 2022 yılında Çin’de pandemi etkilerinin devam etmesi sebebiyle, ihraç edilmesi planlanan ürünlerin satışını yurt içine kaydırabilmiş ve 2021-2022 yıllarında toplam satış miktarında artış kaydetmiştir. Şirket’in ürünleri, müşteriler tarafından istenen belirli özellikleri sağlayan özel ürünlerdir ve bu ürünleri sağlayan sınırlı sayıda üretici bulunmaktadır. Bunun sayesinde artan maliyetlere rağmen Şirket, satış fiyatlarını yurt içinde de rekabetçi konumda belirleyebilmektedir. Bu sebeple 2022 yılında, artan satış fiyatları ile birlikte pandemi etkisi azalması ile satışlar daha normal seviyeye gelmiş ve brüt kâr marjında olumlu etki yaratıldığı görülmüştür.

6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Fonun Yatırım Konusu	Halka Arz Gelirine Oranı
Kapasite Artırımı	50%
Finansal Borçluluk Seviyesini Düşürmek	35%
Yeni Yatırım (Kaplama Ürünleri)	15%

Kaynak: İzahname ve Fon Kullanım Raporu

Şirket, halka arz gelirlerinin yaklaşık %50’si ile mevcut fabrikanın üretim kapasitesinin artırılmasına yönelik yatırımların finanse edilmesi ve kapasite artışı için gerekli inşaat yatırımı finansmanında, makine teçhizat yatırımlarının finansmanında kullanılmasını planlamaktadır.

Şirket, net işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamak için kullandığı kısa ve orta vadeli kredileri, halka arz gelirinin yaklaşık %35’lik kısmıyla finanse ederek kapatmayı planlamaktadır.

Sermaye artırımı sonucu elde edilmesi planlanan fonun %15’ine tekabül eden tutar ile de Şirket’in Afyonkarahisar’da Susuz Beldesinde yer alan fabrikasında, ürün portföyünü genişletmek için yeni kaplama ürünlerin üretileceği yeni bir üretim bandı yapımında değerlendirilmesi planlanmaktadır.

7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında “Piyasa Çarpanları” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemleri kullanılmıştır.

7.1. “Çarpan Analizi” Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Çarpan Analizi yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında; Firma Değeri/FAVÖK (“FD/FAVÖK”) ve Fiyat/Kazanç (“F/K”) oranları eşit ağırlıklandırılarak kullanılmıştır. Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda yurt içi benzer şirketlerin piyasa çarpanları, yurt dışı benzer şirketlerin piyasa çarpanları, kullanılmıştır.

Özet Veriler	31.03.2023 itibarıyla Son 12 Ay (mn TL)
Satışlar	1.308
Net Finansal Borç	473,3
FAVÖK	604
Net Kar	480,3

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.1.1. Yurt Dışı Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K Çarpanı Değerleri

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. Çarpanların medyan katsayıları baz alınmıştır.

Şirket	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
Freshtrop 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.	24,8	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: Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Değerleri

	Değer	%
Yurt Dışı Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri (mn ABD doları)	327,8	50
Yurt Dışı Benzer Şirketlerin 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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.1.2. Yurt İçi Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı Değerleri

Şirket'in özkaynak değeri, yurt içi benzer şirketlerin medyan katsayıları baz alınarak FD/FAVÖK ve F/K çarpanları %50-%50 ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır.

Şirket	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
Kerevitaş	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	12,4

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt İçi Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K Çarpanına Göre Hesaplanan Değeri

TL	Değer	%
Yurt İçi FD/FAVÖK Çarpanına göre Özkaynak Değeri	5.927,2	50
Yurt İçi F/K Çarpanına göre Özkaynak Değeri	5.865,6	50
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	5.896,4	100

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Piyasa Çarpanları Analiz Özeti

TL	Değer	%	Özkaynak Değeri
Yurt İçi FD/FAVÖK ve F/K Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	5.896,4	50	2.948,2
Yurt Dışı FD/FAVÖK ve F/K Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	7.503,2	50	3.751,6
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	6.699,8	100	6.699,8

7.2. “İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi” Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından yapılan INA Analizinde 2023-2027 yılları için bir nakit akım projeksiyonu yapılmıştır. Bu çerçevede hesaplanan AOSM tablosu aşağıda verilmektedir.

AOSM Hesaplaması	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Risksiz Getiri	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 + Özkaynak)	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%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Hazırlanan projeksiyonlara göre nakit akışı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Milyon TL	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Nihai Dönem
Hasılat	2.261	3.452	6.045	7.678	9.957	10.455
<i>Büyüme Oranı</i>		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 Gideri	(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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA analizine göre hesaplanan özkaynak değeri 6.660 milyon TL'dir.

7.3. Değerleme Sonucu

Şirket değerlemesi İndirgenmiş Nakit Akımları %50, Piyasa Çarpanları Analizi %50 ağırlık verilerek hesaplanmıştır. Değerleme sonucunun özeti aşağıda olan tabloda yer almaktadır. Buna göre Şirket için Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri 6.679,9 milyon TL olarak hesaplanmaktadır.

Değerleme Özeti (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Piyasa Çarpanları Analizi	50%	6.699.805.039
İNA	50%	6.660.065.062
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri	100%	6.679.935.051

Söz konusu ağırlıklandırılmış özkaynak değeri üzerinden halka arz iskontosu öncesi pay değeri 56,80 TL olarak hesaplanmıştır. Bu değere, halka arz iskontosu olarak %30 oranında bir iskonto uygulanarak pay başı değer 39,50 TL olarak belirlenmiştir.

8. Görüş

- Atakey için İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun açık, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- Değerleme yaklaşımları içinde Gelir Yaklaşımı için İNA Analizi ve Pazar Yaklaşımı için Yurtiçi/Yurtdışı Benzer Şirket Değerlemesi yöntemlerinin kullanılmasını makul buluyoruz.
- İNA Analizi için kullanılan AOSM varsayımlarını makul bulmakla birlikte kullanılan beta katsayısının halka arzlarda genel kabul görmüş "1" oranından daha düşük (0,9) kullanıldığına dikkat çekmek isteriz.
- Fiyat Tespit Raporu'nda, FTR hazırlanma tarihi itibarıyla geçerli olan kurumlar vergisi alınmış olmakla birlikte, son alınan vergi artırım kararlarıyla birlikte İNA ve AOSM varsayımlarda farklılıklar oluşabileceğini belirtmek isteriz.
- Şirket'in ilişkili taraf olan TFI TAB Gıda restoranlarının patates ihtiyacını karşılamakta olduğunu ve bundan dolayı Şirket'in büyümesinin TFI TAB Gıda restoranlarının büyümesine bağlı olduğuna dikkat çekmek isteriz. Söz konusu büyüme varsayımlarında yaşanabilecek değişiklikler İNA analizi ile hesaplanan değerlere olumlu yada olumsuz etki edebilecektir.
- Çarpan analizinde üretim şirketlerinde kullanılan genel kabul görmüş FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasının makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Şirket için hesaplanan değere %30 olarak uygulanan halka arz iskontosunun oldukça makul olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç olarak, Şirket için hesaplanan 39,50 TL pay başına değer yukarıda belirtilen görüşlerimiz çerçevesinde makul olduğunu düşünmekteyiz.