

Atakey Patates

27/12/2023

İzleme Listesine Ekleme

AL

Yükselme Potansiyeli 74%

Büyüyen ekosistemin karlı ve verimli bir parçası

Atakey'i %74 artış potansiyeline işaret eden 12 aylık 68 TL/hisse hedef fiyat ve AL tavsiyemizle takip listemize ekliyoruz. Şirket, ana ortağı ve aynı ekosistemin parçası olan TFI TAB Gıda'ya yaptığı satışlar ve ihracata yönelik kısıtlamalara rağmen devam eden 3.taraf satışları ile desteklenen karlı ve sürdürülebilir büyümesi ile ön plana çıkmaktadır. Ayrıca, hisse son on iki aylık 7.6x FD/FAVÖK çarpanı ile uluslararası benzerlerine oranla %41 oranında iskontoyla işlem görmektedir.

Atakey dünyanın en büyük 4. hızlı servis restoran operatörü Tab Food Investment (TFI)'in tek tedarikçisi olan şirket sözleşmeli satış modeli sayesinde üretim planlaması avantajına sahiptir. Dolayısıyla, şirket, TFI'nın Türkiye ve Çin'de yeni mağaza açılışları ve aynı mağaza büyümesi kaynaklı hızlı gelişimini büyük ölçüde yansıtan bir yapıya sahiptir.

Şirket Tarım İşletmeleri Genel Müdürlüğü (TİGEM)'e ait devlet arazilerinde 14.000-16.000 ton sertifikalı tohum üretimi yapmaktadır. TİGEM arazileri hem toprağın niteliği hem de arazi genişliği sayesinde yüksek kalite tohum üretimi için oldukça önemlidir. Şirket son TİGEM ihalesini de kazanmış olup bu üretime aralıksız devam edecektir.

9A23 dönemi itibarıyla şirket satış gelirlerinin %68'ini grup içi satışlar, %21'ini ihracat gelirleri ve %11'ini de 3.taraflara yapılan satışlar oluşturmaktadır. Grup içi satışlarda ve 3. taraf talebinde herhangi bir azalma beklenmemekle birlikte, ihracatta kısıtlamaların kalkması şirketin satışlarını destekleyecektir. Grup içi satışların önceliklendirildiği iş modelinde, 3. Taraf satışları Grup satışlarına alternatif olarak potansiyelini korumaktır. Bu durum şirketin talep dinamiklerini güçlendirmektedir. Ayrıca 2024 yılında yapılacak enerji yatırımı ve kaplamalı ürün üretimi yatırımına ek olarak 2026 yılında yapılacak kapasite artışı üretim artışına ve karlılığa olumlu yansıyacaktır.

Projeksiyon dönemimizde (2023-2027), şirketin satışların %38,6 YBBO ile, FAVÖK'ün ise %40.5 YBBO ile büyüyeceğini varsayıyoruz.

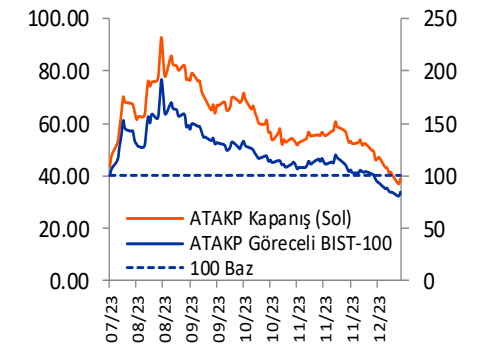
Yüksek enflasyon ortamında stoktan satışların yüksek olduğu 2022 yılında %46'ya çıkan brüt kar marjının 2023-2027 yılları arasında ortalama %39 civarında gerçekleşeceğini tahmin ediyoruz. Yine 2023-2027 yılları arasında operasyonel giderlerin ciroya oranının ortalama %1 civarında olması, şirketin aynı dönemde ortalama %39.5 civarında bir FAVÖK marjı elde etmesini sağlayabilecektir.

Fiyat Bilgileri	TL	ABD \$
Kapanış	38.80	1.32
12 Aylık Hedef Fiyat	67.66	2.29
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	-	-
Piyasa Değeri (mn)	5,384	184
Halka Açık PD (mn)	1,095	37
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)		4.5
Hisse sayısı (Adet mn)		139
Takas Saklama Oranı (%)		20
Yabancı Oranı (%)		2

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	-33.4	-	-
ABD \$	-34.4	-	-
BIST-100 Relatif	-27.4	-	-

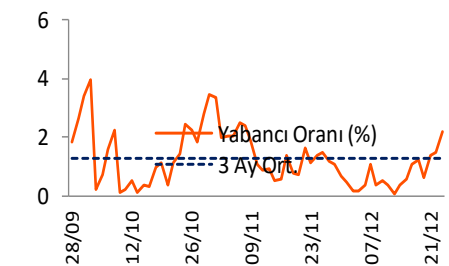
Çarpanlar	2022	2023	2024
F/K	12.1	10.2	4.1
PD/DD	6.0	2.4	1.6
FD/FAVÖK	10.1	6.7	3.7

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 0.00 0.00

Yabancı Oranı (%) Cari (%): 2.18



Mizgin Akın

makin@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 52

Atakey Patates

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
TFI Tab Gıda	79.66
Diğer	20.34

Türkiye'nin en büyük patates fabrikalarından birisine sahip olmak ile birlikte, 22.000 ton mamul madde ve 70.000 ton hammadde deposuna sahiptir. Türkiye donuk parmak patates tüketiminin 5 te 1 ini kendi üretim tesisinde üretmektedir. Atakey tesisi, TFI çatısı altındaki hızlı servis restoranlarının (Burger King, Popeyes, Arby's, Usta Dönerci ve Sbarro) dondurulmuş parmak patates ihtiyacını karşılamaktadır.

Gelir Tablosu (mn ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T	Bilanço (mn ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T
Net Satış Gelirleri	368	1,106	2,054	3,644	5,922	Dönen Varlıklar	378	793	2,414	3,284	5,266
Brüt Kar (Zarar)	76	507	781	1,384	2,344	Nakit ve Nakit Benzerleri	6	88	1,272	889	1,845
Operasyonel Giderler	8	14	48	57	88	Ticari Alacaklar	92	163	349	619	1,006
Esas Faaliyet Karı	69	493	733	1,328	2,257	Stoklar	246	478	707	1,689	2,328
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	20	13	-3	5	7	Diğer Dönen Varlıklar	35	65	87	87	87
Net Finansman Gelir (Gideri)	-248	-92	-162	321	364	Duran Varlıklar	491	944	1,089	1,678	2,211
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	-148	413	568	1,653	2,628	Maddi Duran Varlıklar	376	776	778	1,130	1,323
Vergi Giderleri (Gelirleri)	-100	-33	40	331	526	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	0	0	0
Net Kar	-48	446	528	1,323	2,102	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	114	168	311	548	887
Düzeltilmiş Net Kar	-48	446	528	1,323	2,102	Toplam Varlıklar	869	1,737	3,503	4,962	7,477
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	55	526	693	997	1,731	Kısa Vadeli Yükümlülükler	477	675	1,123	1,244	1,788
FAVÖK	83	520	779	1,426	2,394	Finansal Borçlar	343	392	702	502	652

Büyümeler & Opr. Perf.	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T
Büyümeler					
Net Satışlar	19%	200%	86%	77%	63%
Faaliyet Karı	9%	617%	49%	81%	70%
FAVÖK	10%	528%	50%	83%	68%
Net Kar	-53%	n.a	18%	150%	59%
Operasyonel Performans					
Brüt Marj	20.7%	45.8%	38.0%	38.0%	39.6%
Faaliyet Kar Marjı	18.7%	44.6%	35.7%	36.4%	38.1%
FAVÖK Marjı	22.5%	47.0%	37.9%	39.1%	40.4%
Efektif Vergi Oranı	67.5%	-8.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Net Kar Marjı	-13.1%	40.3%	25.7%	36.3%	35.5%
Özkaynak Karlılığı	a.d	85.9%	34.1%	46.7%	46.8%
Aktif Karlılığı	a.d	34.2%	20.2%	31.2%	33.8%

Rasyo Analizi	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T
Düzeltilmiş F / K (x)	a.d	12.1	10.2	4.1	2.6
FD / FAVÖK (x)	a.d	10.1	6.7	3.7	2.2
FD / Satışlar (x)	14.2	4.7	2.6	1.4	0.9
PD / Defter Değeri (x)	38.1	6.0	2.4	1.6	1.0
Hisse Başı Kazanç (₺)	n.m	3.8	3.8	9.5	15.1
Hisse Başı Temettü (₺)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	584	463	-402	-131	-1,030
Net Borç / FAVÖK (x)	7.1	0.9	a.d	a.d	a.d
Net Borç / Özsermaye (x)	4.1	0.5	a.d	a.d	a.d

Kaynak: İş Yatırım

Nakit Akım (mn ₺)	2021G	2022G	2023T	2024T	2025T
İşletme Faal. Kay. Net Nakit	85	321	292	111	1,014
Düzeltilme Öncesi Kar	-48	446	528	1,323	2,102
Amortisman & İtfa Payları	13	26	46	99	137
İşletme Sermayesindeki Değ.	15	-189	-250	-993	-721
Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	104	39	-33	-318	-505
Yatırım Faal. Kay. Nakit	-15	-31	-48	-451	-331
Sabit Sermaye Yatırımları	-18	-32	-48	-451	-331
Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	3	1	0	0	0
Serbest Nakit Akım	70	290	244	-340	683
Finansman Faal. Kay.Nakit	-74	-208	940	-42	273
Finansal Borçlardaki Değişim	-14	-154	319	-112	57
Temettü Ödemeleri	0	0	0	0	0
Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-61	-54	620	69	216
Net Nakit Değişimi	-4	82	1,184	-382	956

Atakey Patates

YATIRIM POZİTİFLERİ

TFI Ekosisteminin Önemli bir Parçası

Şirketin ana ortağı, TAB Gıda Yatırımları A.Ş. (TFI), Türkiye’de pazar lideri iken, Çin’de de en hızlı büyüyen HSR (hızlı servis restoran) zinciri işletmecisidir. Atakey, TFI’nın uçtan uca kurmuş olduğu tedarik zincirinin dondurulmuş kızartmalı patates üretiminden sorumlu halkasıdır. TFI’nın dünyaca bilinen markaları, Burger King, Popeyes, Sbarro, Arby’s ve Subway olup, Usta Dönerci ve Usta Pideci adlı yerel markalar ile de Türkiye ve yurt dışında faaliyet göstermektedir. Dünyanın 4. büyük restoran operatörü olan TFI, dünya genelindeki toplam 19.789 Burger King restoranının 2.230 tanesini işletirken, markanın son dönemindeki küresel büyümesinin yaklaşık 1/3’ünü gerçekleştirmiştir. Nitekim, şirket pandemi öncesi dönemde yılda 200-300 yeni restoran açmaktaydı.

Yeni restoran açılışlarına ve mevcut restoranların trafik artışlarına bağlı öngörülebilir büyüme

2014 tarihinde 90.000 tonluk dondurulmuş patates kapasitesi ile üretime başlayan şirket, 2022 yılındaki toplam 56.805 tonluk satışının %70’ini TFI’nın Türkiye ve Çin’deki restoranlarına yapmıştır. Dolayısıyla, Atakey, TFI’nın Türkiye ve Çin’de yeni restoran açılışları ve aynı mağaza büyümesi kaynaklı hızlı gelişimini büyük ölçüde yansıtan bir yapıya sahiptir. Nitekim, 2016 ve 2019 yılları arasında şirketin toplam satış hacmi yıllık ortalama %14 oranında büyüme kaydetmiştir. 2020 yılında pandemi ve kapanmalar nedeniyle %33 oranında daralan satışlar, 2022 sonu itibarıyla 2019 seviyesinin %86’sına ulaşmış durumdadır. 2023 – 2027 yılları arasında TFI’nın Türkiye ve Çin ‘deki restoranlarındaki toplam fiş sayısının, sırasıyla yıllık ortalama %15 ve % 20 (2024:%24) oranında büyüyeceğini varsaymaktayız. Ayrıca Çin’de pandemi döneminde patates ithalatına getirilen kısıtlamalar Atakey’in patates satışlarını 2022 yılında sınırlamıştı. 2023 yılında etkisini gösteren ihracat yasağı ile şirketin Çin’ yaptığı satışlar 9.000 tonu aşamayacaktır. Şirketin ihracat kapasitesi bu miktarın iki katına işaret etse de, 2024 yılı tahminimiz, ihracat sınırlamaları halen devam ettiğinden yaklaşık 11.000 ton ile temkinli taraftadır.

Zincir markaların diğer işletmecilerine ve 3. taraflara potansiyel satışlar riskleri dengeleyebilir

Atakey’in önceliği içinde bulunduğu ekosistemin ihtiyacını karşılamak olduğundan, 3. taraflara yapılan satışların projeksiyon döneminde bir süre sabit kalıp sonrasında azalacağını varsayıyoruz. Verimli üretim modeli ve rekabetçi üretim maliyetleri ile şirketin özellikle zincir markaların diğer işletmecilerine ve diğer kanallara potansiyel satışları grup restoranlarındaki büyümenin beklentinin altında kalmasının yaratacağı riski dengeleyebilecektir. Nitekim Burger King’in dahil olduğu uluslararası markaların sahibi olan RBI (Restaurant Brands International) yıllık yaklaşık 240.000 ton civarında dondurulmuş patates tedarik ihaleleri açmaktadır. Şirket halka arz geliri ile yapmayı planladığı kapasite artış yatırımı ile 2027 yılından itibaren üretimini 40.000 ton artırmayı hedeflemektedir.

Gıda fiyatlarındaki yüksek artışlar ciro büyümesini destekleyebilir

Dondurulmuş patatesin kg fiyatı 2018 yılında 3,5 TL/Kg iken, mamul fiyatı 39 TL/Kg’ı aşmış durumdadır. Dolayısıyla, fiyat artışları enflasyonun oldukça üzerinde kalmıştır. İleriye dönük tahminlerimizde ürün fiyatı ve maliyet artışlarının TÜFE’ye paralel seyredeceğini öngörüyoruz.

Türkiye’de kişi başı donmuş gıda tüketiminde artış trendi

2019 yılında %66 olan dondurulmuş gıda hane penetrasyonu 2023 yılında %78’e yükselmiştir.(Kaynak: Kerevitaş Yatırımcı Sunumu). Penetrasyonda en hızlı büyüme pandemi yılı olan 2020’de gerçekleşirken (%9), 2021 yılında % 4 olarak gerçekleşmiş ve oran %79’a kadar yükselmiştir. 2022 yılında ise penetrasyon oranı %78’e hafif bir gerileme göstermiştir. Artan şehirleşme ve kadınların işgücüne katılımının artması dondurulmuş gıda tüketimini destekleyen faktörler arasında yer almaktadır. Patates ve kroket ürünleri dondurulmuş gıda tüketiminin yaklaşık % 25’ini oluşturmaktadır. Türkiye’deki toplam donmuş patates satışları ise 2018 yılında 245 bin tondan 2019 yılında 252 bin tona yükselmiştir. 2020 yılında 155 bin tona kadar geriledikten sonra, 2022 yılında 272 bin ton ile 2019 seviyesini aşmış durumdadır. Atakey 2022 yılında 56.8 ton ile toplam ülke üretiminin 1/5’ini üretmiştir. 2022 – 2027 yılları arasında Türkiye donmuş patates satışlarının Yıllık ortalama %5 oranında artış göstermesi beklenmektedir (Kaynak: Atakey Şirket Sunumu). Sektörde üretilen ve satılan her 5kg’lık ürünün yaklaşık 1kg’ı Atakey tarafından üretilmektedir.

Üst Kademe tohum üretimi ile başlayan dikey entegre, verimli ve rekabetçi üretim

Ham patates üretimi 3 yıllık bir süreci kapsamaktadır. Birinci yıl yaklaşık %42’si yurt dışında, %58’i yurt içinde olmak üzere sözleşmeli olarak 2.100 ton civarında üst kademe tohum üretilmektedir. 2. aşamada ise üst kademe tohumlardan ari(saf) toprağa sahip kiralanan TIGEM arazilerinde tohumluk patates üretimi yapılmaktadır. Üçüncü yıl ise üretilen sertifikalı tohumlar sözleşmeli çiftçiler tarafından ekilerek ham patates üretimi gerçekleştirilmektedir.

Atakey Patates

Son aşamada üretim tesisinde yaklaşık 1,83 ton ham patatesten 1 ton donmuş patates üretilmektedir. Atakey saatte 15 ton dondurulmuş patates üretim kapasitesine sahiptir. Üretim tesisi 14 gün durmadan çalışabilirken,1 gün temizlik için durdurulmaktadır. Sadece 230 kişinin çalıştığı tesiste büyük ölçüde otomasyon kullanılmaktadır.

Sürdürülebilirlik girişimleri

Atakey, 2021 yılında sürdürülebilir palm yağı teminini ve biyoçeşitliliği desteklemek için Malezya'da kurulu RSPO (Roundtable on Sustainable Palm Oil) derneğine üye olmuştur. Hem yıllık olarak hem de ihracatı yapılan ürünleri kızartırken kullanılan her bir ton palm yağı için palm yağının sürdürülebilirliğine katkı sunmaktadır. Şirket ayrıca ham patatesi yıkarken kullandığı suyun tamamını geri kullanmaktadır. Fabrikadan 2.500-3.000 m³/gün atık su, çeşitli arıtma proseslerinden geçirildikten sonra yönetmeliklere uygun hale getirilip deşarj edilmektedir. Ayrıca deşarj edilen atık suyun %10'unun tekrar filtrelemeden geçirip yılda 75.000-90.000 m³ su kazanılması planlanmaktadır.

Şirket, 2023 yılında karbon ayak izini azaltmak amacıyla, Carbon Disclosure Project (CDP), World Resources Institute (WRI), UN Global Compact ve World Wide Fund for Nature (WWF) tarafından kurulan Science Based Targets Initiative (SBTI) kurumuna taahhütte bulunma hazırlığı içerisinde. Şirket, bu taahhüt vasıtasıyla karbon ayak izini azaltmak amacıyla oluşturacağı yakın vadeli hedefini SBTI kuruluşuna onaylatacağına dair resmi beyanını iletacaktır. Şirket, Paris Anlaşması'nda belirtilen kriterler ile uyumlu olacak şekilde 2030 yılına odaklanarak, emisyon azaltma projelerini de devreye alacaktır.

Eximbank kaynaklı uygun maliyetli finansmana erişim

Şirketin 2023 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla 754 milyon TL olan toplam kredilerinin büyük çoğunluğunun (ağırlığı Euro cinsi olmak üzere) uygun maliyetli Eximbank kredilerinden oluşmaktadır. Toplam kredileri ise yaklaşık %58,5'i Euro cinsinden, %27,5'i Dolar ve %14'ü TL cinsindedir. 2023 yılı üçüncü çeyreğinde açıklanan ortalama Euro borçlanma faizi %6,5 ve Dolar borçlanma faizi %8,8 olup, TL borçlanma maliyeti ise %18,2 olarak belirtilmiştir. Şirket ihracat gelirleri sayesinde nakit riskinden korunma muhasebesi uygulamakta, dolayısıyla kur farkı zararlarının büyük bir kısmını özsermaye altında muhasebeleştirilmektedir. Sonuç olarak, kurdaki iniş çıkışların gelir tablosuna etkisi oldukça sınırlıdır.

Yeni yatırımlar

2025 yılında devreye girecek, başta soğan halkası olmak üzere kaplamalı ürünler üretecek yeni tesis ve kojenarasyon yatırımlarının yanısıra 2027 yılı için hedeflenen üretim kapasitesini 40.000 ton artıracak yatırımın toplam tutarını 35 milyon euro olarak öngörüyoruz.

Şirket kaplamalı ürün tesis yatırımında 2025 yılında 8.800 tonluk yeni kaplamalı ürün kapasitesi ile ürün portföyünü çeşitlendirecektir. Hali hazırda grubun işlettiği restoranlar, soğan halkası başta olmak üzere kaplamalı ürünleri 3. taraflardan tedarik etmektedir. Tesisin devreye girmesi ile soğan halkası üretimi şirket tarafından karşılanmış olacaktır. Kaplamalı ürünlerin üretim maliyeti benzer olmasına karşın şu anki satış fiyatları dondurulmuş patatesten yaklaşık %50 daha yüksektir. Ayrıca üretimde fire oranı patates için %45 civarı iken, 1 kg soğandan yaklaşık 1.1-1.2 kg civarı soğan halkası üretilebilmektedir. Grup restoranlarının ileriye dönük büyüme tahminlerine bakıldığında ilave kapasitenin ise büyük ölçüde grup restoranlarına satılabileceği görülmektedir. Yeni yatırımların %50 özsermaye %50 kredi şeklinde finanse edilmesi planlanmaktadır.

Atakey Patates

YATIRIM
RİSKLERİ**Şirketin büyüme tahminlerinin büyük ölçüde grubun hızlı servis restoranlarının büyümesine bağlı olması**

Şirketin önümüzdeki yıllarda tahmin ettiğimiz satış büyümesi büyük ölçüde grubun Türkiye ve Çin'de işlettiği hızlı servis restoranlarının büyümesinden kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla, restoranlardaki büyümenin yavaşlaması, menü tercihlerinde patatesin payının azalması, uzun vadede grubun bu marka zincirleri ile anlaşmalarının sonlanması Atakey için önemli risk faktörleridir. Öte yandan, böyle bir senaryoda şirket 3. taraflara, yani yurt dışı ve yurt içi market zincirlerine ve HoReCa (otel, restoran ve kafe gibi ev dışı tüketim yerleri) satış kanalına yaptığı satışları artırabilecektir.

Yüksek işletme sermayesi ihtiyacının nakit yaratımını sınırlaması

Patates hasadı Haziran-Ekim arasında yılda sadece 5 ay yapıldığından, şirketin yılın geri kalanında satış yapabilmesi için patates ve/veya bitmiş ürün stoku taşıması gerekmektedir. 30.000 m²'lik hammadde ve 15.000 m²'lik soğuk hava deposuna sahip şirketin, 21.800 ton mamul stoklama kapasitesi, 70.000 ton patates stoklama kapasitesi bulunmaktadır. Dolayısıyla, şirketin yılın 7 ayında talebi karşılayacak kadar nihai ürün ve patates stokunun bulunması gerekmektedir. İşletme sermayesi ihtiyacının ciroya oranı 2022 yılı sonunda %38 olarak gerçekleşmiştir.

İhracata getirilen kısıtlamalar

Dondurulmuş patatesi de içeren bir dizi ürüne 2023 yılında ihracat kısıtlaması uygulanmaya başlanmıştır. Dondurulmuş patatesteki kısıtlamalar Ocak sonu-Şubat başı itibarıyla devreye girmiştir. Mart ayında şirket normal bir dönemin 1/3'ü kadar ihracat yapabilmıştır. Haziran-Temmuz döneminde ise yine toplamda bir aylık ihracat miktarına izin verilecektir. Kısıtın yıl geneline yayılması 2023 yılı tahminlerimizde Çin'e ihracat miktarının 9.082 ton seviyesinde kalmasına sebep olmuştur.

Değişen tüketici tercihleri ve sağlık nedeniyle kısıtlanmış ürünlerden uzaklaşma

Sağlık sebebiyle tüketici alışkanlıklarının değişmesi kısıtlanmış ve karbonhidrat ağırlıklı ürünlerin tüketiminin azalması, kısıtlanmış patates satışlarındaki artışın restoran fiş sayılarındaki büyümenin altında kalmasına sebep olabilir.

Kuraklık, hastalık sebebiyle patates üretiminin düşmesi

Kuraklık başta olmak üzere olumsuz doğa koşulları, hastalıklar patates rekolteletlerini dolayısıyla şirketin üretim hacimlerini olumsuz etkileyebilir ve/veya müşteriye yansıtılamayan maliyet artışlarına sebep olabilir. Bu durum şirketin satışlarını ve karlılığını olumsuz etkileyebilir.

Güçlü oyuncular ve markaları barındıran sektörde yeni oyuncular, ilave kapasiteler devreye girebilir

Dondurulmuş patates ve kaplanmış ürünler pazarında çok sayıda büyük gıda firması faaliyet göstermektedir. Superfresh (Yıldız Holding), dondurulmuş gıda sektöründe uzun yıllardır çeşitli sebze ve meyve ürünlerinde faaliyet gösteren Fine-Food, Doğa Tohumculuk, Feast (Özgörkey) ve Torcu şirketin büyük rakipleri arasındadır. Bunlardan uzun yıllardır çeşitli donmuş sebze ve meyve üretimi yapan Fine Food, 2022 yılında 100.000 ton kapasiteli yeni bir donmuş patates üretim tesisi devreye almıştır. 2021 yılında inşaatı başlayan tesisin toplam 60 milyon dolara mal olduğu açıklanmıştır.

Şirketin büyük ölçüde grup restoran zincirlerine satıyor olması rekabete karşı koruma sağlarken, sektöre yoğun yeni girişler ürün fiyatlarında da aşağı yönlü baskı yaratabilir. Öte yandan, üretim sürecinin uzun bir hazırlık dönemi gerektirmesi yeni girişler için doğal bir bariyer oluşturmaktadır.

Atakey Patates

ŞİRKET
ÖZETİ

Kısaca Atakey

Atakey, Afyon ilinde 75.000 m²'si kapalı alan olmak üzere toplam 168.000 m² alana kurulu tam entegre patates işleme tesisidir. Parmak patates sektöründe faaliyet gösteren şirket tarımsal faaliyetlerinde başta cips ve yemeklik patatese yönelik üretim yapan tüm zirai üreticilerle, üretim tarafında ise donmuş patates üreticileriyle rekabet halindedir. Şirket 2012 yılında kurulmuş olup 2014 yılında faaliyete geçmiştir ve TFI TAB Gıda Yatırımları şirketin tek sahibidir.

TFI TAB Gıda Yatırımları, yaklaşık 3.000 restoranı ve 55.000'i aşkın çalışanıyla, Türkiye ve Çin'deki lider hızlı servis restoran (HSR) zinciri işletmecisidir.

Şekil 1: Şirketin içinde Yer Aldığı Ekosistem

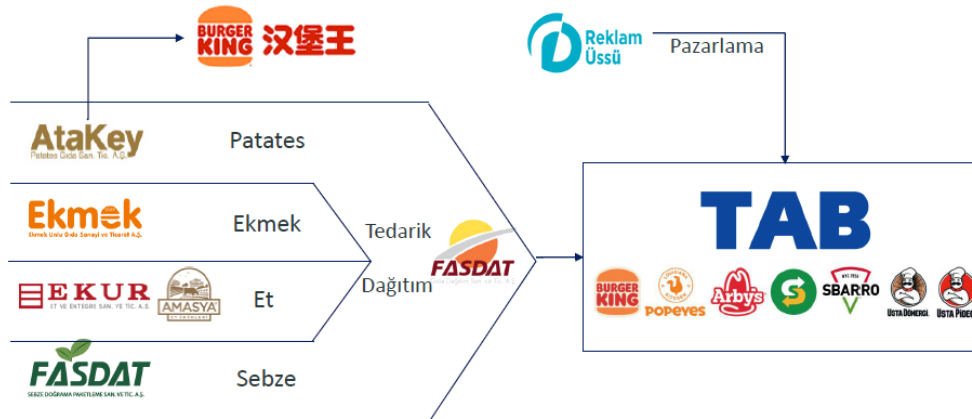


Kaynak: Şirket

Kapasite, depolama ve zirai faaliyetleri açısından piyasanın önde gelen üreticilerinden olan şirket, parmak patates, elma dilim, kaplamalı elma dilim, crinkle, kaplamalı crinkle, kaplamalı kafes patates ve kırmızı kaplamalı crinkle patatesten oluşan bir son ürün portföyüne sahiptir.

Şirket tek vardiya çalıştığında 30.000 ton, 3 vardiya çalıştığında ise 90.000 ton ürün üretme kapasitesine sahiptir. Saatte 15 ton üretim yapabilmektedir. Ürünün cinsi, arızalar da hesaba katıldığında şirketin pratikteki üretim kapasitesi yıllık 82.500 ton olarak düşünülebilir.

Şekil 2: Şirketin Ekosistemdeki Satış Ağı



Kaynak: Şirket

Atakey Patates

2012 yılında kurulan şirket, 2014 Şubat ayının başında üretim operasyonlarını başlatmış olup, sevkiyat ve satışlarına başlamıştır. 2015 sezonunda S1 (üst kademe tohum) tohumluk çoğaltma operasyonunu kendi kapasitesi ile dış hizmet almadan TİGEM'den kiralanan arazilerde üretmeye başlamıştır ve 8 sezondur üretimi bu şekilde sürdürmektedir. Şirket, 2016 yılında ilk ihracatını Çin'e yapmıştır. 2019 sonunda yatırımına başlanan 4. paketleme hattı Ağustos 2021'de montaj ve devreye almaları tamamlanarak kullanılmaya başlanmıştır. 8 Haziran 2019'da TFI, Şirket'in %100 sahibi konumuna gelmiştir.

Üretim Süreci ve Ürün Portföyü

Ham patates üretim süreci 3 yıllık bir zaman dilimini kapsamaktadır. Üretimin ilk yılında yaklaşık %40'ı yurt dışında ve %60'ı yurt içinde olmak üzere sözleşmeli olarak üst kademe tohumluk patates ekimi yapıp, teslim alınmaktadır. Sonraki yıl, gelen üst kademe tohumlar, TİGEM'e ait ihale ile kiralanan devlet arazilerinde arı topraklarda çoğaltılarak sertifikalandırılmakta ve fabrika tohum deposuna teslim edilmektedir. Son yıl ise sertifikalandırılan tohumluk patatesler, ham patates üretim sözleşmesi yapılan çiftçi ve firmalara belirlenen miktarlarca dağıtılarak dikimlerinin gerçekleşmesi sağlanmaktadır. Sezon içerisinde arazi kontrolleri, gübreleme, ilaçlama programları yapılarak teknik destek verilmektedir. Hasat zamanı, fabrikanın üretim ve satış planına uygun olarak söküm programı yapıp, alım kriterlerine uygun ham patatesler fabrika ham patates deposuna teslim edilmektedir. Fabrikaya ulaşan patatesler önce derecelendirilmektedir. Ardından soyulup, sulu kesim hattına ulaşmaktadır. Bu aşamalarda ayıklama işlemi sürekli olarak tekrarlanmaktadır. Ayıklanan patatesler haşlanıp, kızartılıp ve dondurulmaktadır. Son aşamada paketlenen patatesler -18 derecede muhafaza edilmektedir.

Patates hasadı genellikle Haziran-Ekim aylarında yapılmaktadır. Fabrika, geriye kalan 7 ayda depolardan üretim yapmak durumundadır. Dolayısıyla, bir patates yılı/sezonu önceki yılın Haziran ayından bir sonraki yılın Haziran ayına kadar olan dönem olarak düşünülebilir. Bu süreçte hammaddenin bir kısmını elde bulundurmamak hem ürün tedariki hem kalite hem de maliyet yönetimi açısından oldukça önemlidir. Aksi halde, alternatif maliyetler üzerinde baskı yaratmanın yanı sıra ürün kalitesini ve marka prestijini zedeleyebilecektir.

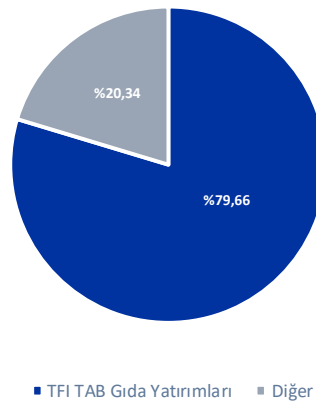
Bunlara ek olarak, piyasanın üretim kapasitesi bu oranda bir tedarik sağlayamayabilecektir. Şirket, bu sebeple, yalnızca mamul değil hammadde ve tohumluk patates de depolamaktadır. Hammadde depolaması 70.000 tonluk kapasiteye kadar ulaşabilirken, gerekli sıcaklık 8 derecedir. Bunun yanı sıra 7.500 m² tohum depolama alanı da mevcuttur. Şirketin nihai ürün depolama kapasitesi ise 21.800 tondur.

Mevcut ürün portföyünde parmak patates, kaplamalı/kaplamasız elma dilim patates, kaplamalı/kaplamasız kafes patates, kaplamalı/kaplamasız crinkle patates bulunan şirket, kaşık patates ve soğan halkası üretiminde de bulunmayı planlamaktadır.

Ortaklık Yapısı

Eylül 2023 itibarıyla şirketin %79,66'lık kısmı TFI TAB Gıda Yatırımlarına ait olup, geriye kalan kısmı BIST'te işlem görmektedir.

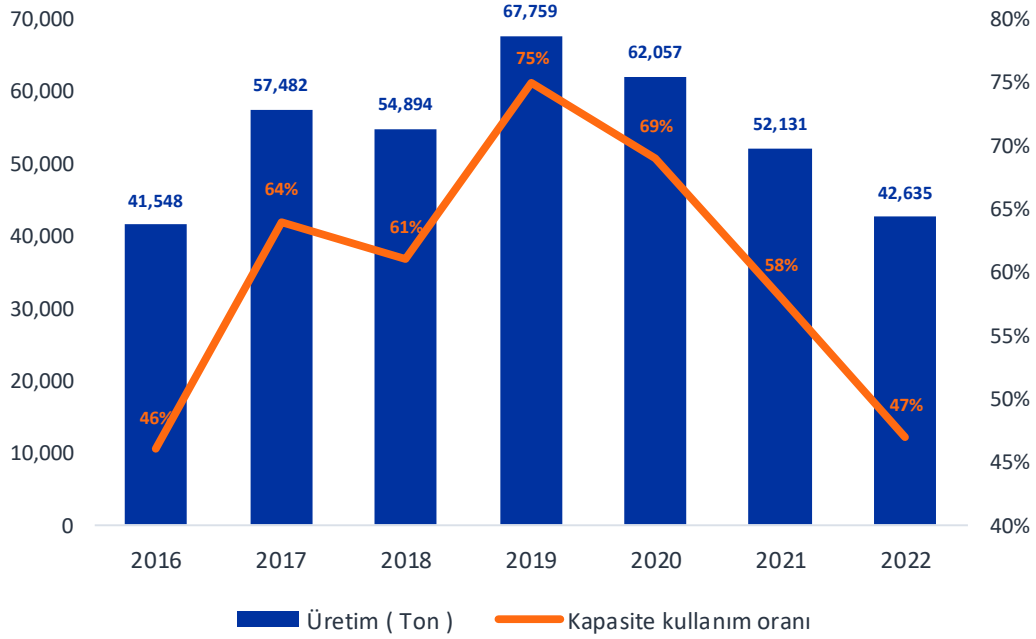
Grafik 1: Şirketin ortaklık yapısı



Kaynak: Şirket

Mavi Giyim Sanayi Tic.A.S

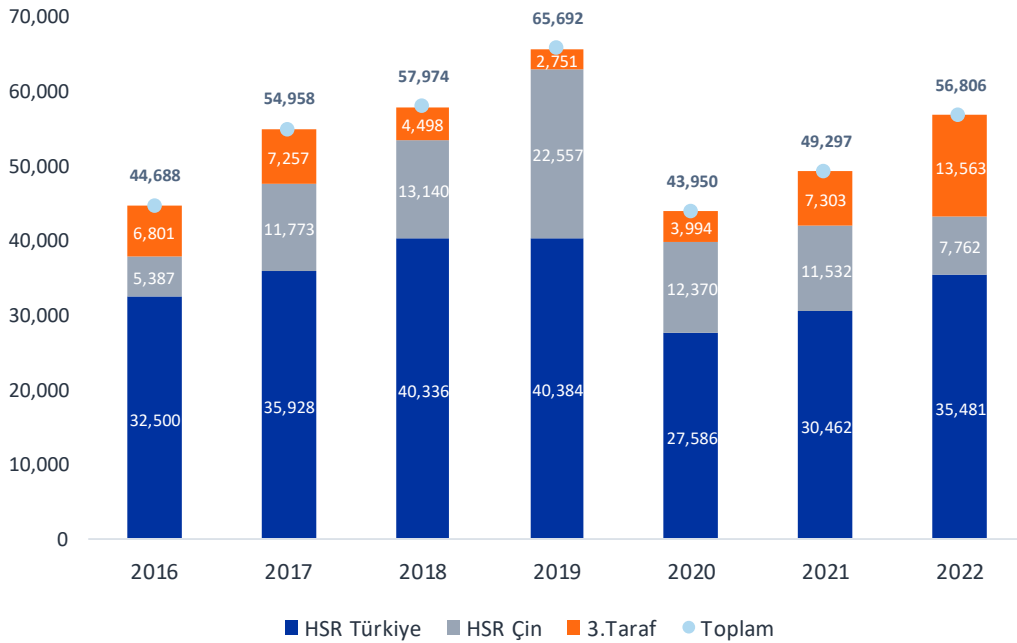
Grafik 2: Üretim (Ton)



Kaynak: Şirket

Grafiğe bakıldığında, 2020 yılı ve sonrası COVID-19 salgını etkisi ile şirketin üretim miktarında ve kapasite kullanım oranında azalma gözlemlenmektedir.

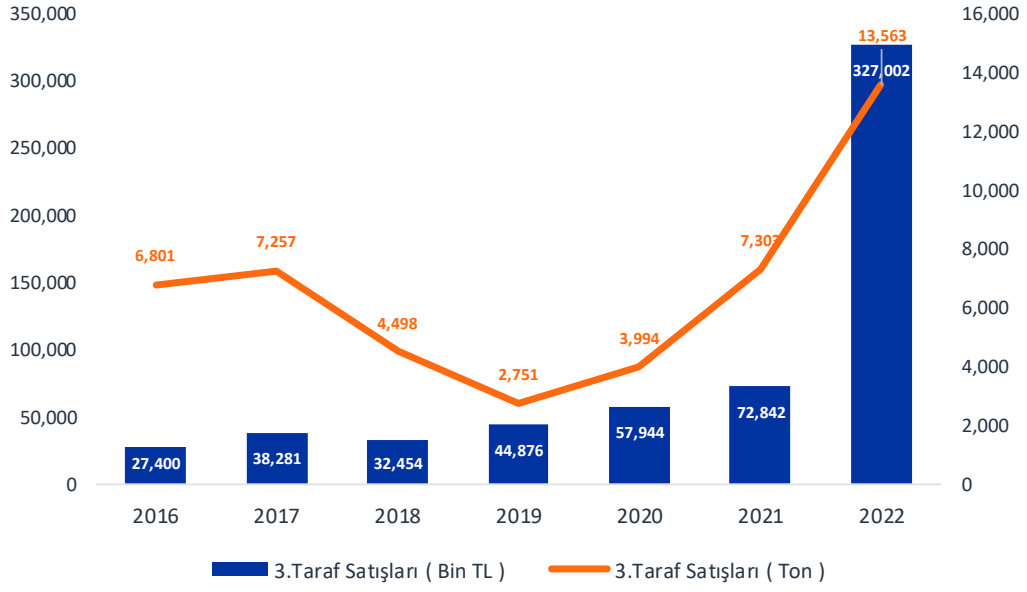
Grafik 3: Satışların Alt Kırılımı (Ton)



Kaynak: Şirket

Şirketin 2016-2022 yılları arası satış miktarı incelendiğinde, 2020 yılından itibaren COVID-19 salgınının etkisiyle hem Türkiye’de hem de Çin’de yaşanan kapanmalar ile hızlı servis restoranlarına yapılan satışlar azalırken, bunu telafi amaçlı bir hamle olarak 3. taraflara satışların arttığı gözlemlenmektedir.

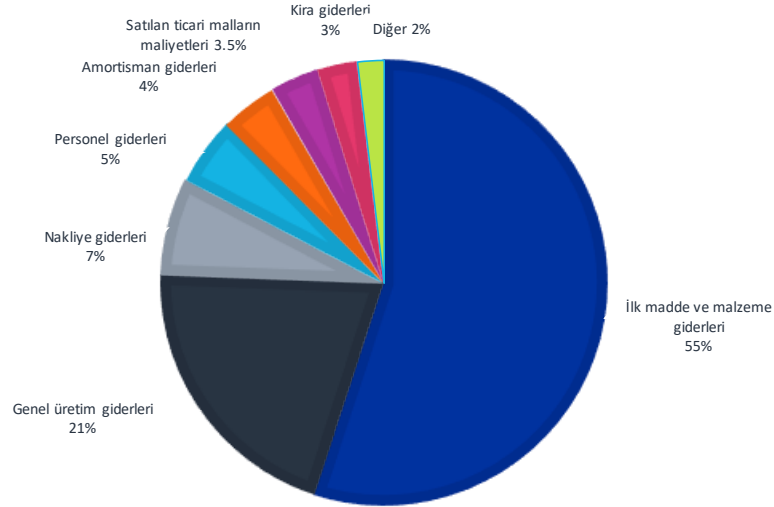
Grafik 4: 3. Taraf Satışları



Kaynak: Şirket

Şirketin 2021 ve sonrasında ağına geniş şube satış ağı bulunan kurumsal yatırımcılar eklediği ve aynı zamanda mevcut portföyüne de yaptığı satışları hem miktar hem de değer anlamında artırdığı gözlemlenmektedir. Bu durum şirketin satış hacmine olumlu katkıda bulunmuştur.

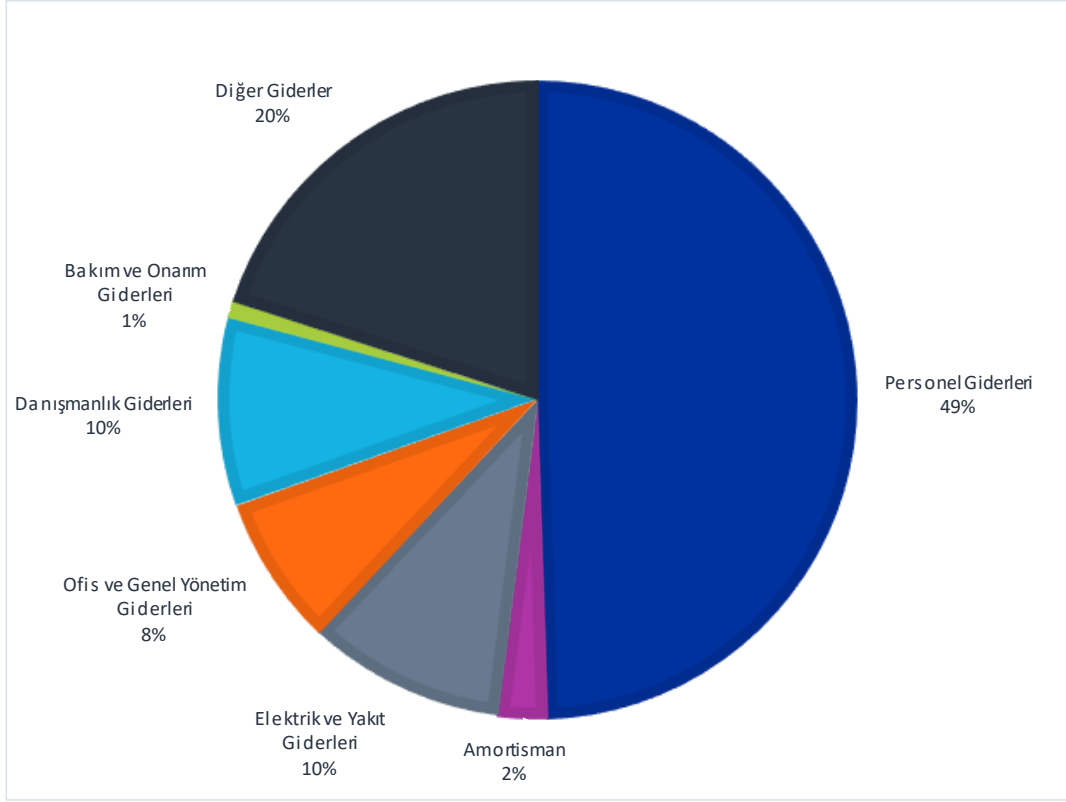
Grafik 5: Satılan Malın Maliyeti Kırılımı (2022)



Kaynak: Şirket

Şirketin 2022 yılı satılan malların maliyeti alt kırılımı incelendiğinde en yüksek kalemi 329 milyon TL ile ilk madde ve malzeme giderleri olurken, onu 123 milyon TL ile genel üretim giderleri takip etmiştir. 9A23 dönemi itibarıyla şirketin satışlarının maliyeti 899 milyon TL'ye ulaşırken, en yüksek kalemi 665 milyon TL ile ilk madde ve malzeme giderleri oluşturmuş bunu 86 milyon TL ile genel üretim giderleri takip etmektedir. Oransal olarak bakıldığında ilk madde ve malzeme giderlerinin satışların maliyetine oranı 2022 yılında %55 oranındayken, şirketin mevsimsel olarak hammadde girişinin en yoğun olduğu dönem olan 3Ç23 döneminde %74 mertebesine ulaşmıştır. Yılın son çeyreğinde gözlemleyeceğimiz kısmi normalleşme ve azalan mevsimsellik ile bu oranın %70 seviyesine gerilemesini beklemekteyiz.

Grafik 6: Operasyonel Giderler (2022)



Kaynak: Şirket

Şirketin operasyonel giderleri incelendiğinde ise en yüksek gider kaleminin yaklaşık 7 milyon TL ile personel giderleri olup, operasyonel giderlerinin toplamının neredeyse yarısını oluşturduğu gözlenmektedir. Diğer giderler kalemi, sigorta giderleri, dava karşılıkları ve şüpheli alacak karşılıklarını içermektedir.

2023 yılın tahminlerimizde operasyonel giderlerdeki büyüme oranının %240 seviyesine ulaşacağını tahmin etmekteyiz. Bu artıştaki en önemli etken şirketin bir kereye mahsus halka arz giderlerinden kaynaklanmaktadır.

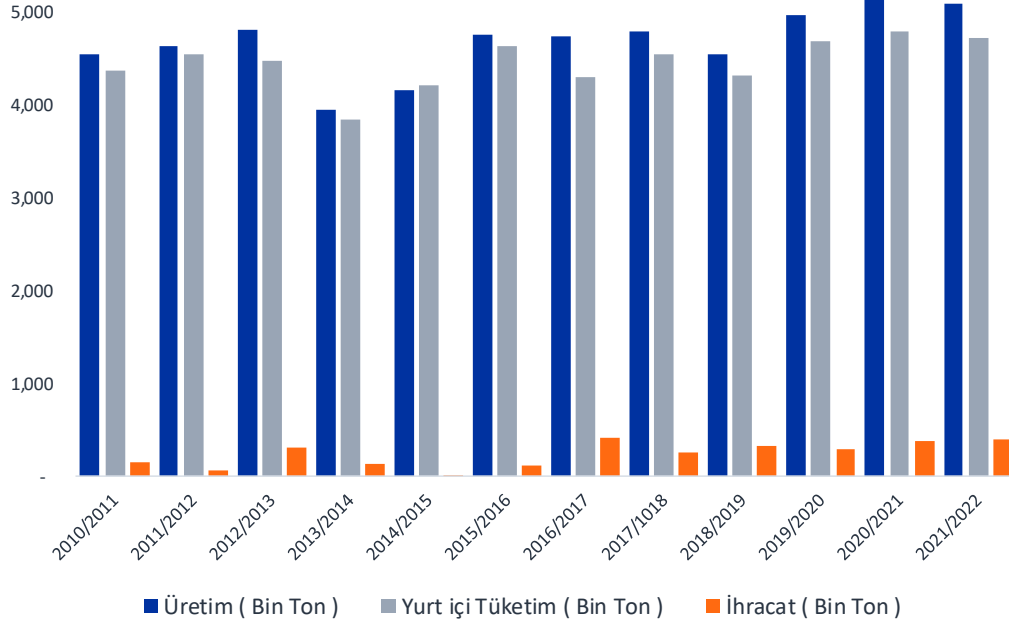
Atakey Patates

SEKTÖR
ÖZETİ

Ham Patates

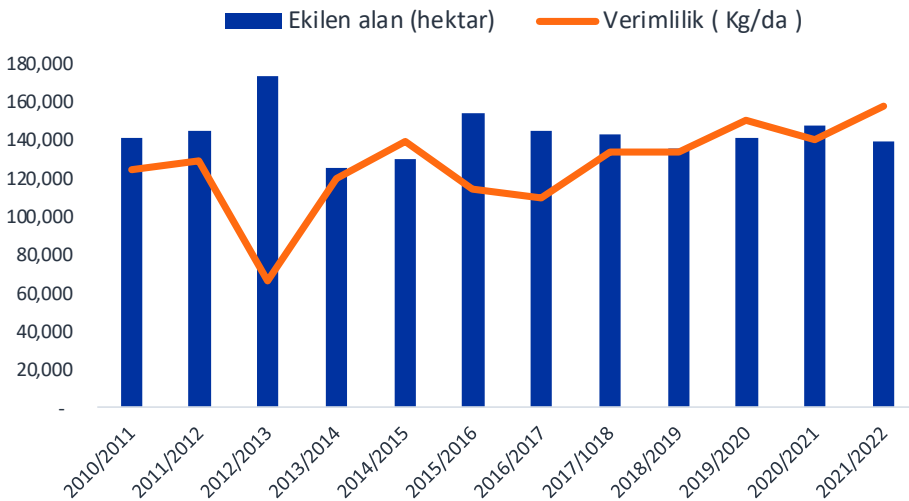
Patates, yüksek birim alandan verimliliği, yüksek besin değeri, kolay sindirimi ve her çeşit iklimde yetişmesi bakımından neredeyse tüm dünyada üretilmekte ve tüketilmektedir. Temel gıda ürünlerinden biri olan patatesin yaygın kullanım alanı ve artan dünya nüfusunun etkisiyle patatese olan talep ve tüketim hızlı bir şekilde artmaktadır. Bu bağlamda, dünyada en çok üretimi yapılan bitkisel ürünler sıralamasında şeker kamışı, mısır, pirinç ve buğdaydan sonra patates beşinci sırada gelmektedir (FAO, 2022).

Grafik 7: Türkiye’de Ham Patates Üretimi



Kaynak: TÜİK

Grafik 8: Ekilen Alan ve Verimlilik Kıyaslaması



Kaynak: TÜİK

Grafikten de anlaşılacağı üzere, patates ekim alanlarında son 10 yıla bakıldığında yıllar itibarıyla artış ve azalışlar olduğu görülmektedir. Azalışların en önemli sebepleri arasında patates siğili (*Synchytrium endobioticum*) hastalığının artması, yağışların düzensizliği, fiyat istikrarsızlığı ve girdi maliyetlerinin çok fazla artması gösterilebilmektedir. Yine de ekilen üründen alınan verimin artan bir trende sahip olduğu gözlemlenmektedir.

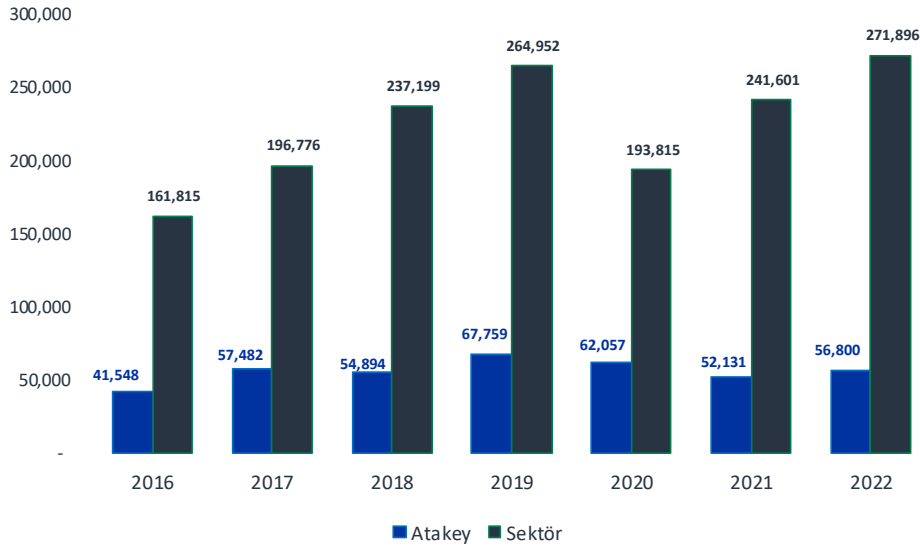
Atakey Patates

Dondurulmuş Patates Ürünleri

Dondurulmuş sebze ürünleri arasında dünyada tüketilen en önemli ve en yaygın ürün patatestir. Dünya’da dondurulmuş patates ürünleri tüketimi tek başına diğer dondurulmuş sebze kalemlerinin tüketiminden daha yüksektir. Batı Avrupa ülkelerinde diğer dondurulmuş sebze ürünleri tüketimi dondurulmuş patates ürünleri tüketiminden yüksek olsa da ABD’nin dondurulmuş patates ürünleri tüketimi diğer dondurulmuş sebze ürünleri tüketiminin hemen hemen iki katıdır ve bu da patates tüketiminin diğer sebzelerin üzerinde seyretmesine sebep olmaktadır. (Tarım Orman Bakanlığı, Dondurulmuş Gıda Sektör Potansiyeli, Nisan 2019)

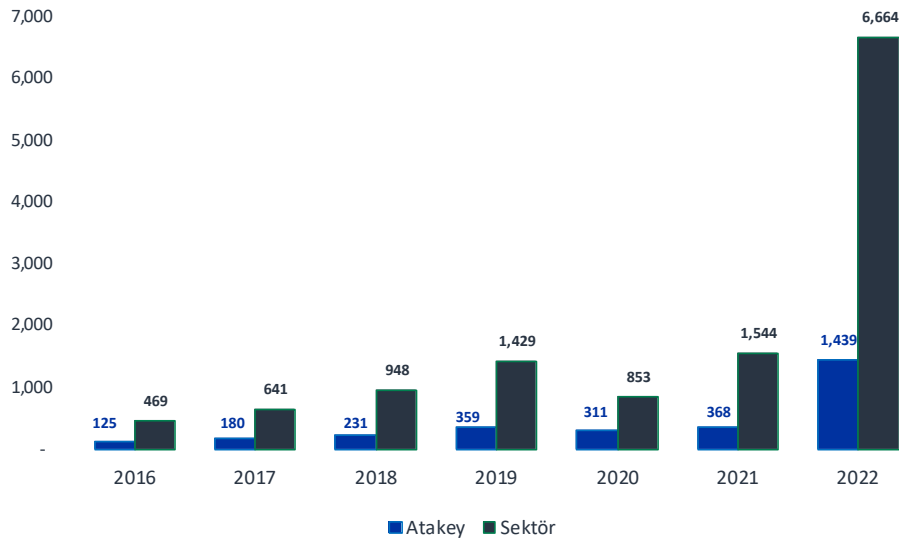
Türkiye’de dondurulmuş patates sektöründe üretime, ilk olarak ihracata yönelik başlanmıştır. Başlangıçta sadece bu amaca yönelik olarak çalışan sektördeki firmalar 1990 yılından itibaren yurt içi talebin oluşmasıyla iç pazara da mamul vermeye başlamışlardır. Uluslararası hızlı servis restoran zincirlerinin Türkiye’de faaliyete geçmesi yurti çinde talebin gelişmesinde en önemli dinamik olarak görülmektedir. Son olarak, ihracatta yaşanabilecek kısıtlayıcı uygulamalar firmaların yurt içi pazara yönelik üretim yapmalarını sağlamıştır. Bu durumun iç talebin gelişmesinde etkili olduğu ifade edilmektedir. 1997 yılında 17.500 ton olan ülkemizin dondurulmuş patates talebi, 2018 yılında 405.000 tona ulaşmıştır (tatso.org.tr).

Grafik 9: Dondurulmuş Patates Üretimi (Ton)



Kaynak: TÜİK, Şirket

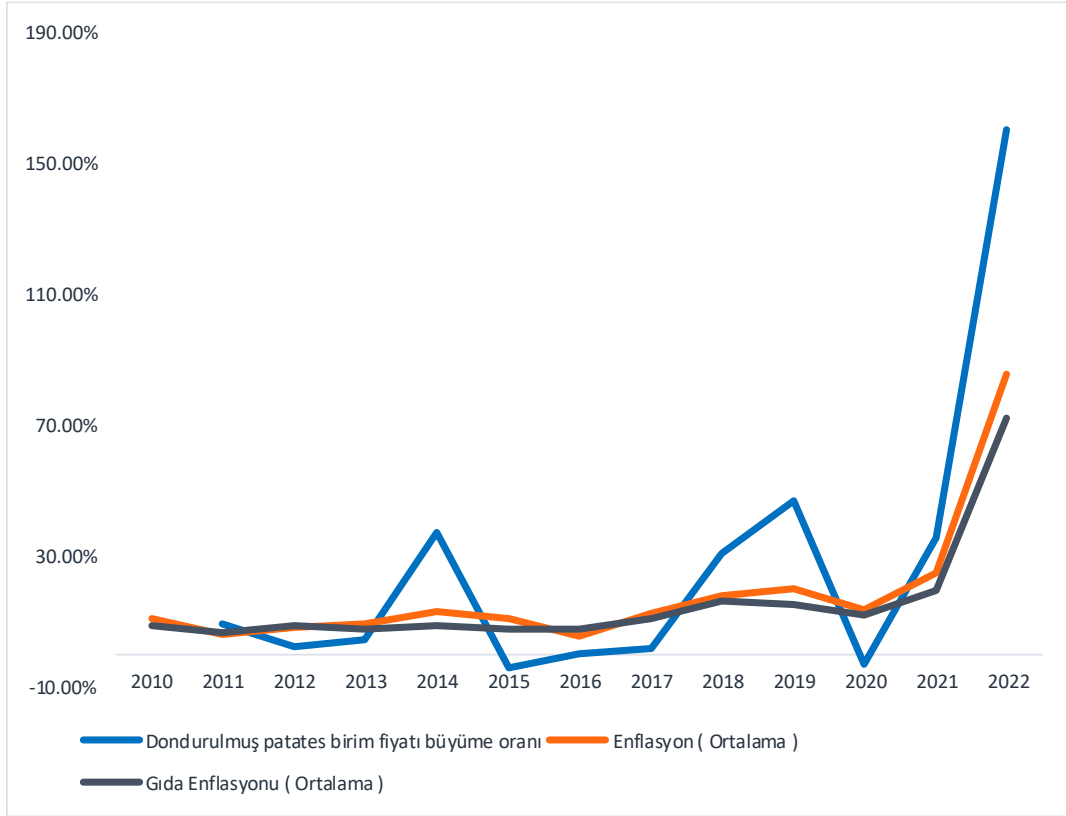
Grafik 10: Şirket ve Sektör Satışları (Milyon TL)



Kaynak: TÜİK, Şirket

Atakey Patates

Grafik 11: Dondurulmuş Patates Birim Fiyat Artışı



Kaynak: TCMB, TÜİK, Şirket

*2010-2020 yılları arası donmuş patates birim fiyatı büyüme oranı TÜİK verileri üzerinden, 2021 ve 2022 yılı verisi şirket verisi üzerinden hesaplanmıştır.

Girdi fiyatlarındaki artış ve olumsuz iklim koşullarının etkisi ile 2022 yılında fiyatlarda rekor bir artış gözlemlenmiştir.

RAKİPLER

Fine Food

Şirket 1994 yılında kurulmuş olsa da, kurucusu olan Göztepe ailesi 1960'lardan bu yana Bursa'da sebze meyve üretimi yapmaktadır. Fine Food, üretimin yaklaşık %45-50'sini ihraç ederken, %50-55'ini yurt içine satmaktadır.

İlk aşamada Bursa'da dondurulmuş gıda üretimine başlayan şirket, toplam hammadde ihtiyacının %60'lık bölümünü Yenişehir ve Bursa civarından temin etse de, 2021 yılında Afyon'un Emirdağ ilçesinde 170.000 m² alanda yaklaşık 60 milyon dolar yatırımla dondurulmuş patates üretim tesisi inşaatına başlamış ve 2022 yılında bu yatırımı tamamlamıştır. Fabrika Atakey'e benzer bir şekilde saatte 15 ton üretim yapabilir durumdadır. Fine Food, hammadde ihtiyacının %15'ini sahip olduğu verimli arazilerde üretip, tesislerinde mamul haline getirmektedir. Şirket, yıllık 200.000 ton patates ve 100.000 ton bitmiş mamul üretimi kapasitesine sahiptir.

700.000 m²'lik alan üzerinde kurulmuş iki ayrı fabrikadan oluşan Fine Food, 35.000 m²'lik kapalı alana sahiptir. Şirket 200.000 m³'lük hacme sahip depolarında, toplamda 40.000 ton ürünü depolayabilmektedir. Bu kapasite sektör ortalamalarının oldukça üzerindedir.

Fine Food, Organik Tarım projesini 1996 yılında başlatmış ve yıllık 1.500 tondan fazla organik meyve sebze üretimini iç piyasa ve yurt dışında müşterilerine sunmaktadır.

Kerevitaş

1970 yılında kurulan şirket, Türkiye ve dış pazara dondurulmuş gıda ve konserve üretmekte ve bu ürünlerin satış ve pazarlamasını yapmaktadır. Şirket, 1978 yılından bugüne Avrupa ülkeleri, Amerika, Türki Cumhuriyetler ve Arap yarımadası ülkelerine ihracat gerçekleştirmektedir. 1990 yılından bu yana "Superfresh" markasıyla tanınırlığını günden güne artıran şirket, 2017 yılında Besler Gıda'yı da bünyesine katarak yağ sektörüne de giriş yapmıştır.

Kerevitaş dondurulmuş gıda ürünlerini Bursa'da 131.000 m² açık, 43.000 m² kapalı alana sahip; 6 ana üretim tesisinden oluşan fabrikası ve Afyon'da bulunan 253.000 m² açık, 33.000 m² kapalı alanda kurulu iki fabrikasında üretmektedir. Yurt içinde 56 bayi, 195 dağıtım aracı, 25.500 dondurucu ve 61.000 noktada ürün bulunurluğuna sahip olan şirket, oldukça geniş bir satış ve pazarlama ağına sahiptir.

Şirketin 2022 yılı finansallarına göre, dondurulmuş gıda ve konserve bölümünün hasılatı 2,57 milyar TL'ye ulaşırken toplam satışlarının %21'ini oluşturmuştur. Bu bölümün FAVÖK marjı ise %22 olarak raporlanmıştır. Atakey'de yaklaşık %1 olan faaliyet giderlerinin ciroya oranı Kerevitaş'da %7 olup aradaki farkın büyük ölçüde Kerevitaş'ın markalı ve daha çeşitli ürünler satması dolayısıyla daha yüksek satış pazarlama ve dağıtım giderlerine katlanmasından kaynaklandığını düşünüyoruz. Dolayısıyla, şirketlerin FAVÖK marjları arasındaki farkın büyük ölçüde faaliyet giderlerinden kaynaklandığını düşünüyoruz.

Besler Gıda satın almasından sonra Kerevitaş, sıvı yağ ve margarin üretimine devam etmektedir. Şirket tesislerinde toplam 658.000 ton/yıl kapasiteye sahip olup tüketici kategorisi altında Bizim Yağ, Teremyağ, Luna başta olmak üzere toplam 50 marka altında üretim yapmaktadır.

Özgörkey Gıda

1951 yılında kurulan Özgörkey grup, 1968-1998 yılları arasında The Coca Cola Company'nin Ege ve Akdeniz bölgelerinde üretim, satış & pazarlama ve dağıtımını yapmıştır. Temellerini 1998 yılında İzmir Torbalı'da attığı entegre dondurulmuş gıda üretim tesisini 2000 yılında faaliyete geçiren şirket, ürünlerini "Feast" markasıyla tüketiciyle buluşturmuştur.

Şirket İzmir Torbalı'daki 1.000.000 m² alan üzerine 100.000 m² kapalı alana sahip tesisinde, yılda 100.000 ton patates, meyve, sebze, kaplamalı ve unlu mamul işleme kapasitesine sahiptir. 2008 yılında şirketin sahip olduğu "Feast" markası perakende kanalına girmiştir. Soğuk hava depolarında 30.000 ton paketlenmiş ürün stoklanabilmekte. Şirket ürünlerini 6 kıtada 30'dan fazla ülkeye ihraç etmektedir.

Atakey Patates

Konya Şeker

1952 yılında kurulan Konya Şeker, 1954'te faaliyete geçmiş 46 bin üreticinin ortak olduğu Konya pancar üreticilerinin mensubu olduğu bir kooperatiftir. Şirket şeker, şekerleme, et ve süt ürünleri, atıştırmalık gıda, ve dondurulmuş ürün gibi birçok alanda üretim yapmaktadır. Dondurulmuş ürünlerini Torqu Pratico markası ile tüketiciyle buluşturan şirket; atıştırmalık, et ve süt ürünlerini ise Torqu çatı markası altında tüketiciye sunmaktadır.

Dondurulmuş gıda portföyü parmak patates çeşitleri, soğan halkası, patates kroket gibi ürünlerden oluşan şirket, 2008 yılında sadece 222.075 ton patates üretilen Konya'da 2019 yılında patates üretimini 611.000 tona ulaştırabilmiştir.

Güncel rakamlara göre Konya Şeker, yaklaşık 10.000 kişiye doğrudan istihdam sağlarken, neredeyse 1 milyon dekarlık alanda 40.000 çiftçi ile sözleşmeli tarım yapmaktadır.

DEĞERLEME İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi**Ana Varsayımlar**

Hacim büyümesi varsayımlarımız Türkiye ve Çin tarafında restoran sayısı artışı beklentimize bağlı iken, 3. taraf satışlarının tonaj olarak 2022 seviyesinde devam edeceğini varsayıyoruz. Şirketin satışlarındaki büyümenin ana sürükleyicisi Çin ve Türkiye'deki grup şirketlerinin restoran büyümesi olacaktır. Türkiye'de değerlendirme süremiz boyunca yıllık ortalama %15'lik bir hacim büyümesi beklerken, Çin tarafında ise ihracata yönelik kısıtlamalar sebebiyle %2023'te %17 mertebesinde bir satış hacim artışı bekliyor ve sonrasında ise grup şirketlerinin agresif büyüme stratejisini göz önüne alarak %20'lik büyümenin (2024 yılı için: %24) devam edeceğini varsayıyoruz. Grup, Türkiye ve Çin'de 2022 yıl sonu itibarıyla yaklaşık 2.800 olan mağaza sayısını 2027 yılına kadar yaklaşık 4.500'e çıkartmayı hedeflemektedir. Türkiye'de 2023 için yüksek patates fiyatını göz önüne alarak ton başı gelirlerin %94 oranında büyümesini sonrasında ise 3. taraf satışlarına benzer biçimde, ton başı gelirlerin ortalama enflasyon ile artacağını varsayıyoruz. Çin tarafında ton başı gelirlerde ise 2023 yılında dolar bazında %15'lik bir artış, sonrasında ise %4'lük sabit bir büyüme oranı kullanıyoruz. Net satışlarda 2023-2027 arası YBBO %38,6 büyüme beklerken, hacim ve fiyat artış varsayımlarımıza dayanarak Türkiye, Çin ve 3. taraf satışlarının sırasıyla YBBO %37, %45, %16 büyümesini bekliyoruz. Projeksiyon döneminde ürün maliyetlerinin ortalama enflasyon beklentimize paralel artacağını öngörüyoruz.

Şirket 2022 yılında önceki yıllarda biriktirdiği stoklar sayesinde oldukça güçlü şekilde %46'lık bir brüt kar marjı kaydetmiştir. 2023 yılından itibaren stok etkisinin azalmasını ve değerlendirme süremiz boyunca ortalama %39-%40 seviyesinde bir brüt kar marjı seviyesinin korunacağını öngörüyoruz. Düşük operasyonel giderler göz önüne alındığında FAVÖK marjının da benzer biçimde %38-41 aralığında gerçekleşeceğini öngörüyoruz.

Uzun vadede bakım/onarım maliyetleri sebebi ile yatırım maliyetlerinin satışlara oranının %1-2 seviyesinde olacağını varsaysak da 2027 yılında yapılacak dondurulmuş patates üretimi için kapasite artırımı ve 2025 yılında kaplamalı ürünler için yeni yatırımlar ve çevrim santrali yatırımları ve sebebi ile bakım/onarım maliyet tahminimize ek olarak 35 milyon Euro civarında ekstra bir nakit çıkışı bekliyoruz.

Şirketin önceki yıllarda ertelenmiş vergi gelirleri sebebi ile ciddi bir vergi yükümlülüğü olmasa da değerlememizde 2023 yılında %7 seviyesinde sonrasında %20 seviyesinde efektif vergi gider oranı kullanıyoruz.

Operasyonel giderlerin yaklaşık yarısını oluşturan personel giderinde yıl sonu enflasyon beklentilerimize paralel bir artışın devam edeceğini öngörürken, diğer maliyetlerin ortalama enflasyon ile artmasını bekliyoruz. Uzun vadede operasyonel giderlerin satışlara oranının %1 seviyesinde seyredeceğini öngörüyoruz. Yeni yapılacak yatırımların 10 yılda amorti edileceğini varsayarak amortisman giderlerinin 2024 sonrası satışlara oranının %3'e, 20245'te %4'e yükselmesini sonrasında %3'e düşmesini bekliyoruz.

İşletme sermayesi tarafında alacak ve borç günlerinin 2022 seviyesinde kalmasını beklerken stok günlerinin 2022 seviyesinin altında olacağını ve nakit çevrim döngüsünün ise 238 günden uzun vadede 232 gün seviyesine düşmesini bekliyoruz.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) varsayımımızda ise uzun vadede düşmesini beklediğimiz risksiz getiri oranı sebebi ile AOSM'nin %31,9'dan %19,7 seviyesine gerileyeceğini tahmin ediyoruz. AOSM hesabımızda beta değeri için Borsa İstanbul'da işlem gören yüksek piyasa değerine sahip gıda şirketlerinin uzun vadeli ortalaması olan 0,9'u kullanıyoruz. Şirketin ise risksiz getiri oranının %4 üstünde borçlanacağını ve borcun sermayedeki oranının %40 olacağını varsayıyoruz. Makro varsayımlarımıza göre projeksiyon döneminde ortalama AOSM yaklaşık %20 olurken +/-%2'lik bir değişimin etkisi hassasiyet tablosunda verilmiştir.

Şirketin büyüme hedefleri göz önüne alındığında yatırımlar tamamlanana kadar temettü ödemesi yapmasını beklemiyoruz. Ancak 2027 yılından itibaren net karın %40'ı kadar temettü dağıtımını yapacağını öngörüyoruz.

Atakey Patates

Uç değer hesaplamamızda varsayılan büyüme oranı kadar bir ciro artışı kullanırken FAVÖK marjının uzun vadede %33 seviyesinde kalacağını varsayıyoruz. Ayrıca, yine uç değer hesaplamamızda şirketin büyüme hedeflerini yakalaması için belli aralıklarla yeni yatırımlar yapacağını göz önüne alarak satışların %7'si civarı bir yatırım maliyeti eklerken satışların %3'ü kadar bir işletme sermayesi değişimi olacağını varsayıyoruz.

Atakey'ı değerlerken %50 İndirgenmiş Nakit Akışı ve %50 Çarpan Değerlemesi yöntemlerini kullandık. Çarpan analizi değerlememize yurt içi benzer şirketlerin son 12 ay FD/FAVÖK çarpanına göre hesapladığımız hedef piyasa değerini ve yurtdışı benzer şirketlerin 2024 FD/FAVÖK çarpanına göre hesapladığımız hedef piyasa değerini sırasıyla %70 ve %30 oranda ağırlandırarak ulaştık.

Tablo 1: İndirgenmiş Nakit Akışı Ve Çarpan Analizi

mn TL	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Satış Gelirleri	2,054	3,644	5,922	8,003	10,540
Brüt Kar	781	1,384	2,344	3,134	4,148
Brüt Kar Marjı	38%	38%	40%	39%	39%
Faaliyet Karı	733	1,328	2,257	3,025	4,002
FAVÖK	779	1,426	2,394	3,226	4,276
FAVÖK Marjı	38%	39%	40%	40%	41%
Vergi	110	332	564	756	1,000
İşletme Sermayesi Değişimi	250	993	721	1,155	1,120
<i>% satışlara oranı</i>	12%	27%	12%	14%	11%
Yatırım Harcamaları	-48	-451	-331	-592	-687
<i>% satışlara oranı</i>	-2%	-12%	-6%	-7%	-7%
Serbest Nakit Akışı	371	-349	778	723	1469
İskonto Oranı	1.07	1.37	1.70	2.05	2.45
AOSM	32%	27%	24%	21%	20%
İndirgenmiş Nakit Akışı	346	-256	459	353	600
Sonsuz Büyüme	7%				
Firma Değeri	7,157				
Net Nakit (3Ç23)-UFRS 16 Hariç	143				
Özsermaye Değeri	7,300				
Hedef Özsermaye Değeri İNA	9,556				
Hedef Özsermaye Değeri Çarpan Analizi	9,223				
12 aylık (%50-50 Ağırlıklandırılmış) Hedef Değer	9,389				
Hisse Adedi	139				
Hisse Başı Hedef Fiyat	68				
Piyasa Fiyatı	39				
Artış Potansiyeli	74%				

Kaynak: İş Yatırım

Atakey Patates

Tablo 2: AOSM Varsayımları

AOSM	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Risksiz Getiri Oranı	29.0%	25.5%	22.0%	18.0%	17.0%
Risk Primi	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Beta	0.90	0.90	0.90	0.90	0.90
Sermaye Maliyeti	34.4%	30.9%	27.4%	23.4%	22.4%
Borçlanma Maliyeti	33.0%	29.5%	26.0%	22.0%	21.0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	28.1%	22.1%	19.5%	16.5%	15.8%
Borç / (Borç+Özsermaye)	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
AOSM	31.9%	27.4%	24.2%	20.6%	19.7%

Kaynak: İş Yatırım

Tablo 3: Makroekonomik Varsayımlar

Makro Veriler	2019	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Enflasyon (yıl sonu)	12%	15%	36%	64%	65%	42%	22%	17%	17%
Enflasyon (ortalama)	15%	12%	20%	72%	54%	56%	28%	19%	17%
TL/Dolar (yıl sonu)	5.94	7.34	12.98	18.70	29.60	41.50	48.25	56.20	64.64
TL/Dolar (ortalama)	5.67	7.01	8.89	16.56	24.00	35.80	45.07	52.40	60.42
TL/Euro (yıl sonu)	6.65	9.01	14.68	19.88	31.67	43.58	50.66	59.01	67.87
TL/Euro (ortalama)	6.35	8.03	10.47	17.38	25.69	37.62	47.12	54.84	63.44
Gösterge 10 Yıllık TL Tahvil Faizi	12%	13%	23%	9%	29%	26%	22%	18%	17%

Kaynak: İş Yatırım

Hassasiyet Analizi

Tablo 4: Özsermaye Değerinin Sonsuz Büyüme ve AOSM Hassasiyeti (TL)

		Sonsuz Büyüme Oranı				
		5%	6%	7%	8%	9%
Ortalama AOSM	22.8%	8,971	9,547	10,210	10,980	11,889
	23.8%	8,680	9,236	9,876	10,620	11,497
	24.8%	8,401	8,938	9,556	10,275	11,122
	25.8%	8,133	8,652	9,249	9,944	10,762
	26.8%	7,876	8,377	8,954	9,626	10,417

Kaynak: İş Yatırım

Tablo 5: İşaret Edilen 2024T FD/FAVÖK Çarpanı

		Sonsuz Büyüme Oranı				
		5%	6%	7%	8%	9%
Ortalama AOSM	22.8%	6.2x	6.6x	7.1x	7.6x	8.2x
	23.8%	6.0x	6.4x	6.8x	7.3x	8.0x
	24.8%	5.8x	6.2x	6.6x	7.1x	7.7x
	25.8%	5.6x	6.0x	6.4x	6.9x	7.4x
	26.8%	5.4x	5.8x	6.2x	6.6x	7.2x

Kaynak: İş Yatırım

Tablo 6: İşaret Edilen 2024T F/KÇarpanı

		Sonsuz Büyüme Oranı				
		5%	6%	7%	8%	9%
Ortalama AOSM	22.8%	6.8x	7.2x	7.7x	8.3x	9.0x
	23.8%	6.6x	7.0x	7.5x	8.0x	8.7x
	24.8%	6.4x	6.8x	7.2x	7.8x	8.4x
	25.8%	6.1x	6.5x	7.0x	7.5x	8.1x
	26.8%	6.0x	6.3x	6.8x	7.3x	7.9x

Kaynak: İş Yatırım

Tablo 7: İşaret Edilen 2024T FD/Satışlar Çarpanı

		Sonsuz Büyüme Oranı				
		5%	6%	7%	8%	9%
Ortalama AOSM	22.8%	2.4x	2.6x	2.8x	3.0x	3.2x
	23.8%	2.3x	2.5x	2.7x	2.9x	3.1x
	24.8%	2.3x	2.4x	2.6x	2.8x	3.0x
	25.8%	2.2x	2.3x	2.5x	2.7x	2.9x
	26.8%	2.1x	2.3x	2.4x	2.6x	2.8x

Kaynak: İş Yatırım

Atakey Patates

Tablo 8: Uluslararası Benzer Şirketler

Şirketler	Ülke	Piyasa Değeri mn USD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
			Son 12 Ay	Son 12 Ay	Son 12 Ay	2023	2023	2023	2024	2024	2024
SBEC Sugar Ltd	Hindistan	23.5	u/d	14.7	0.5	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d
Sociedad Agricola La Rosa Sofruco S.A	Şili	25.4	22.9	14.0	1.2	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d
Ham Len Corporation Bhd	Malezya	103.9	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d
PT ANDIRA AGRO Tbk	Endonezya	30.4	u/d	u/d	2.6	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d
Freshrop Fruits Ltd	Hindistan	16.9	17.7	7.0	0.5	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d
Hob Co Ltd	Japonya	55.6	20.0	9.3	1.0	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d
Sin Heng Chan (Malaya) Berhad	Malezya	21.4	13.1	32.0	5.8	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d
Summi Group Holdings Ltd	Hong Kong	182.6	u/d	66.2	12.3	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d
The Peria Karamalai Tea & Produce Company Limited	Hindistan	10.2	u/d	80.25	1.9	u/d	u/d	0.3	u/d	u/d	u/d
Orsero SpA	İtalya	325.9	6.0	4.38	0.3	5.6	3.9	2.5	8.0	4.8	0.3
Limoneira Company	A.B.D	275.3	u/d	13.59	1.9	u/d	u/d	0.4	95.8	25.8	2.0
Del Monte Fresh Produce Company	A.B.D	1,120.9	11.1	6.15	0.4	11.9	6.0	u/d	10.9	6.5	0.4
Molinos Agro S.A.	Arjantin	2,212.6	92.4	31.45	0.2	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d
T&G Global Limited	Yeni Zelanda	141.2	u/d	11.73	0.4	u/d	u/d	2.6	u/d	u/d	u/d
Costa Group Holdings Limited	Avustralya	957.8	67.3	10.12	1.6	91.8	10.8	2.4	28.4	8.8	2.6
Eagle High Plantations	Endonezya	112.6	10.8	5.96	1.6	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d	u/d
Medyan		108.2	17.7	12.7	1.2	11.9	6.0	2.4	19.7	7.6	1.2
Ortalama		351.0	29.0	21.9	2.1	36.4	6.9	1.6	35.8	11.5	1.3

Kaynak: Bloomberg

Tablo 9: Yerli Benzer Şirketler

Şirketler	Piyasa Değeri mn TL	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	PD/DD
		Son 12 Ay	Son 12 Ay	Son 12 Ay	Son 12 Ay
Yayla Agro Gıda	12,479	8.5	13.1	1.3	3.4
Göknur Gıda	6,262	7.3	12.2	1.5	2.4
Kereviş	5,786	6.9	4.4	0.5	1.7
Söke Değirmencilik	5,759	16.2	17	1.5	3.3
Frijo Pak Gıda	732	14.6	6.4	1.5	2.2
Ulusoy Un	4,835	u/d	8.9	0.2	1.3
Tat Gıda	4,420	16.8	12.2	1.6	3.7
Penguen Gıda	931	19.7	13.2	1.3	0.6
Avod Kurutulmuş Gıda	791	9.9	11.6	1.2	1.7
Pınar Et ve Un	2,701	8.6	10	0.9	0.9
Merko Gıda	638	u/d	5.1	1.0	2.1
Dardanel	2,848	u/d	8.6	1.0	1.4
Elite Organik Gıda	5,840	23.9	18.8	8.1	9.5
Kervan Gıda	4,766	11.8	7.0	1.1	2.3
Kütahya Şeker	2,806	5.7	9.8	2.6	1.7
Selva Gıda	817	9.8	10.4	1.1	1.6
Tukaş	9,276	6.9	7.3	1.9	3.0
Ülker	26,883	16.4	5.2	1.1	3.0
Pınar Süt	2,821	8.7	14.4	0.6	0.7
Oylum Sınai Yatırımlar	575	5.4	6.9	1.4	1.7
Selçuk Gıda	416	26.2	u/d	11.1	5.0
Medyan	2,848	9.9	9.9	1.3	2.1
Ortalama	4,875	12.4	10.1	2.0	2.5

Kaynak: İş Yatırım

u/d: Uygun değil ifadesinin kısaltmasıdır.

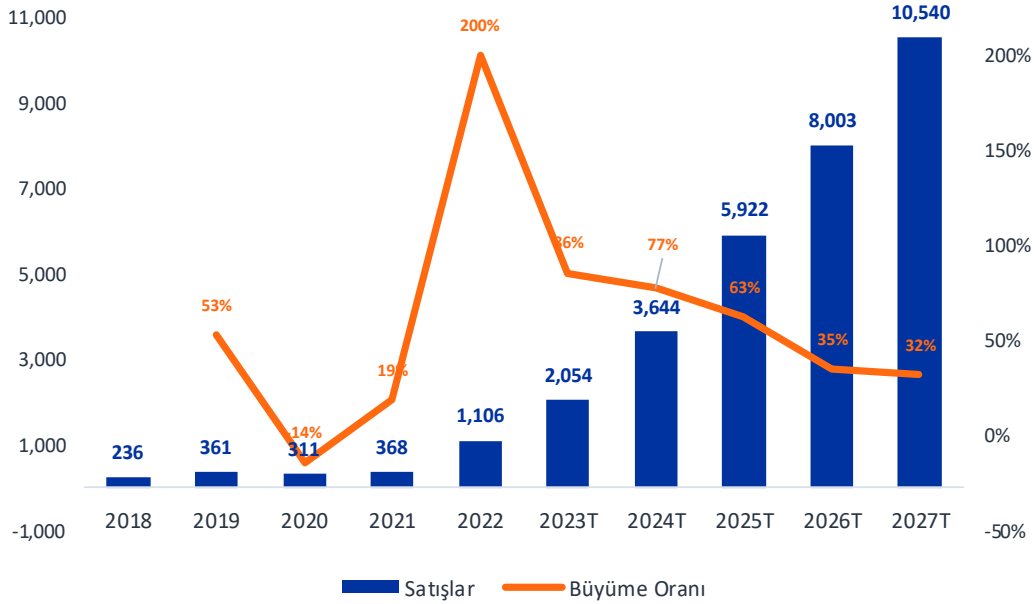
Atakey'in son on iki aylık Net Satış, FAVÖK ve Net Kar rakamları sırasıyla 1.848mn TL, 749mn TL ve 446mn TL'dir. Şirket'in Eylül 2023 itibarıyla Defter Değeri 1.942mn TL'dir.

FİNANSAL ANALİZ

Satışlar

Net satışlar son 3 yılda %45 YBBO ile büyürken 2020 ve 2021’de pandeminin olumsuz etkisi ciddi şekilde hissedilmiştir. 2022 yılından itibaren normalleşme ve hızlı servis restoranlarının tekrar açılmasıyla beraber güçlü büyüme devam etmiştir. Gıda fiyatlarının güçlü seyretmesi ve özellikle dondurulmuş patates fiyatlarındaki artış ciro büyümesini destekleyen bir faktör olmuştur. Nitekim ortalama ürün satış fiyatı son 3 yılda kümülatif olarak %254 artarak, hem tüketici fiyat endeksi hem de gıda fiyat endeksinin üzerinde artış göstermiştir. Pandemi döneminde hızlı servis restoranlarının kapanması kaynaklı satış hacimlerindeki daralma kısmen yurt içi ve yurt dışına yapılan 3. taraf satışları ile telafi edilmiştir. 2022 yılında toplam satış hacmi 2019 yılının %14 altında kalmıştır.

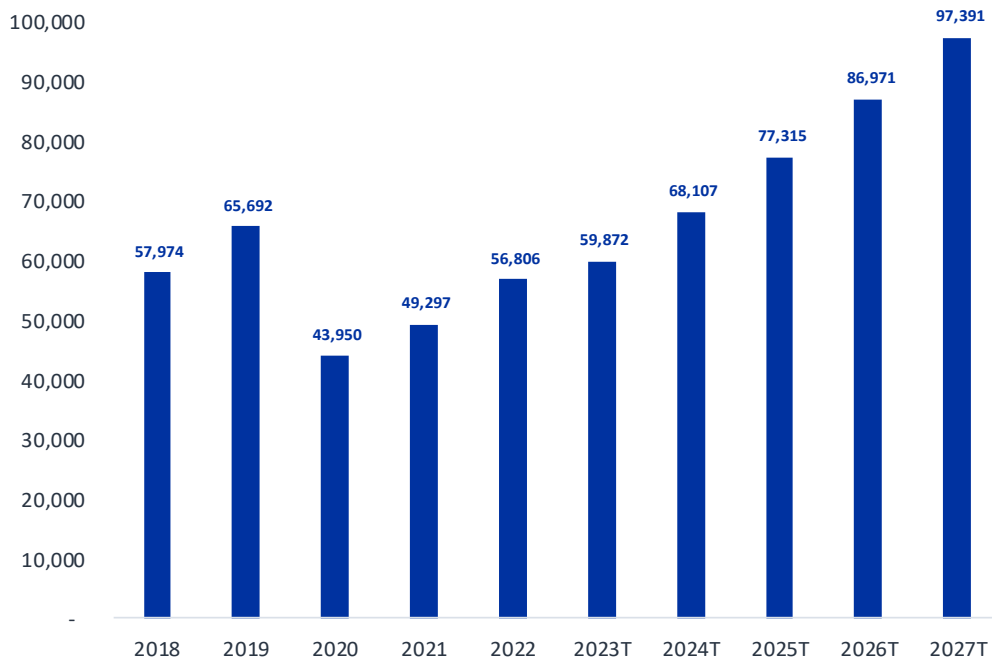
Grafik 12: Satışlar * (Milyon TL)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

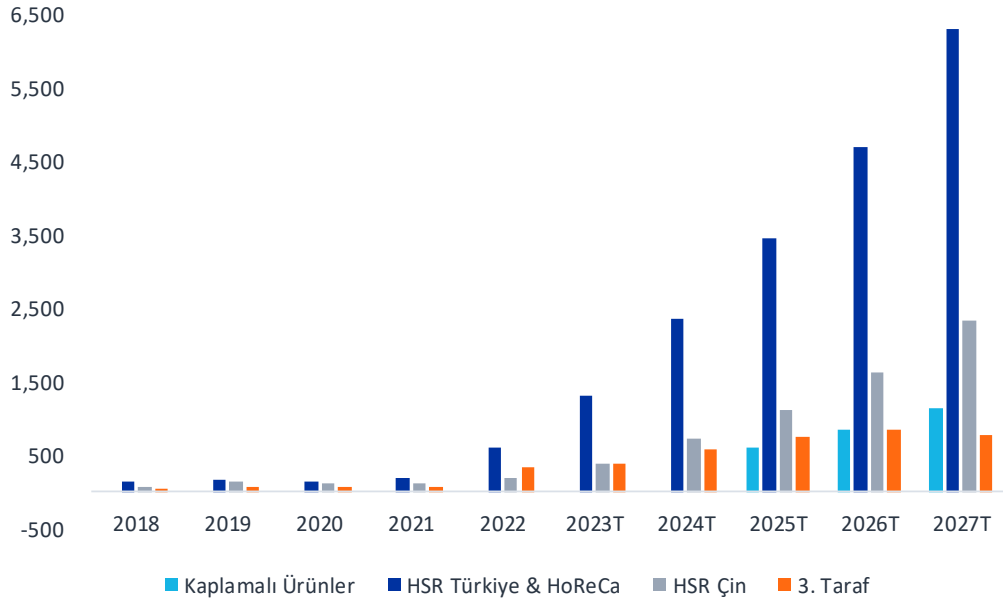
Satışlar, tüm ürünlerin toplam satış değerini kapsamaktadır.

Grafik 13: Satış Miktarı (Ton)



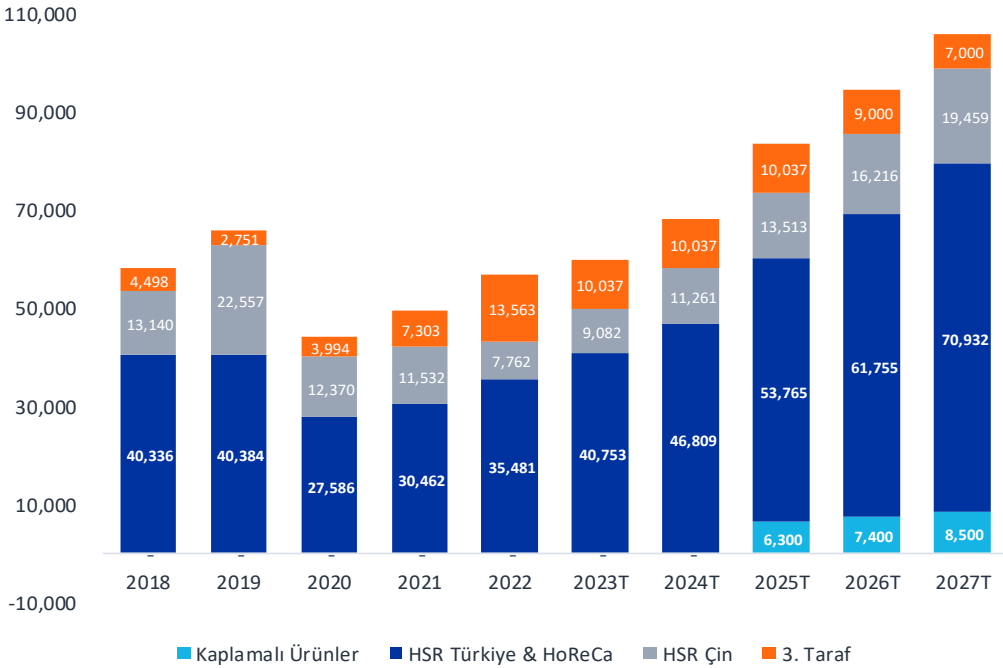
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Grafik 14: Satışların Kırılımı (Milyon TL)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

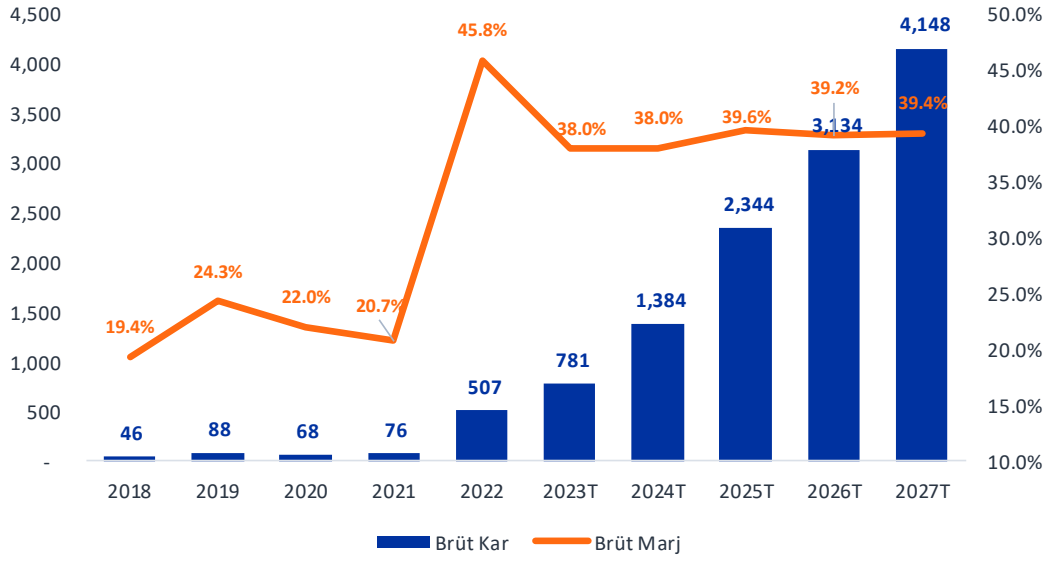
Grafik 15: Satış Miktarı* (Ton)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

*Patatesin kırılımı kanal bazında tahmin edilmiş olup, kaplamalı ürünler ayrı bir kategori olarak gösterilmiştir. 2022 yılında satış hacminin %56'sını Türkiye, %14'ünü Çin, kalan kısmı ise 3. taraf satışları oluşturmuştur. 3. taraflara yapılan satışlar mevcut seviyelerini korurken hacim büyümesinin ağırlıklı olarak Türkiye ve Çin'deki hızlı servis restoranlarına yapılan satışlardaki artıştan kaynaklanması beklenmektedir. Her iki ülkede de yeni restoran açılışlarının devam etmesi beklenirken mevcut restoranlardaki trafik büyümesinin de satış hacimlerini desteklemesi beklenmektedir. 2024 yılında planlanan kaplamalı ürün yatırımı ve 2026 yılında devreye girmesi planlanan kapasite artışının da hacim büyümeleri ve karlılığı desteklemesi beklenmektedir.

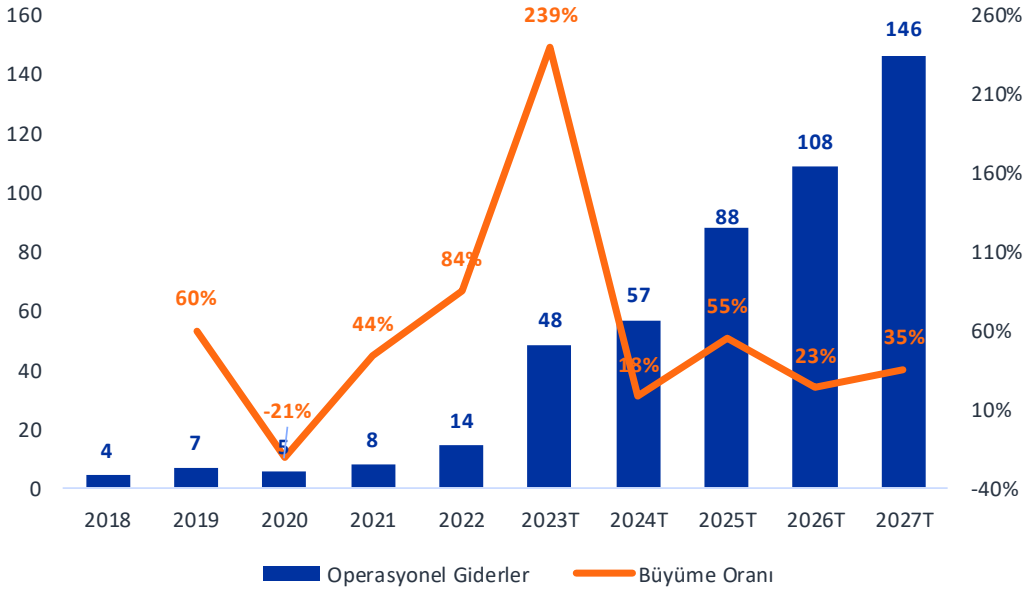
Grafik 16: Brüt Kar (Milyon TL) ve Brüt Kar Marjı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Brüt kar son 3 yılda YBBO %79 büyürken, özellikle geçtiğimiz sene elde tutulan düşük maliyetli stokların olumlu etkisi oldukça güçlü bir brüt marj (%46) kaydedilmesini sağlamıştır. Enflasyonun hız kesmesinin de etkisi ile brüt kar marjının 2023 yılında %38 seviyesinde normalleşeceğini tahmin etmekle beraber, soğan halkası üretiminin düşük maliyet ve yüksek getiri potansiyelinin ilerleyen yıllarda brüt karlılığı desteklemesini bekleriz.

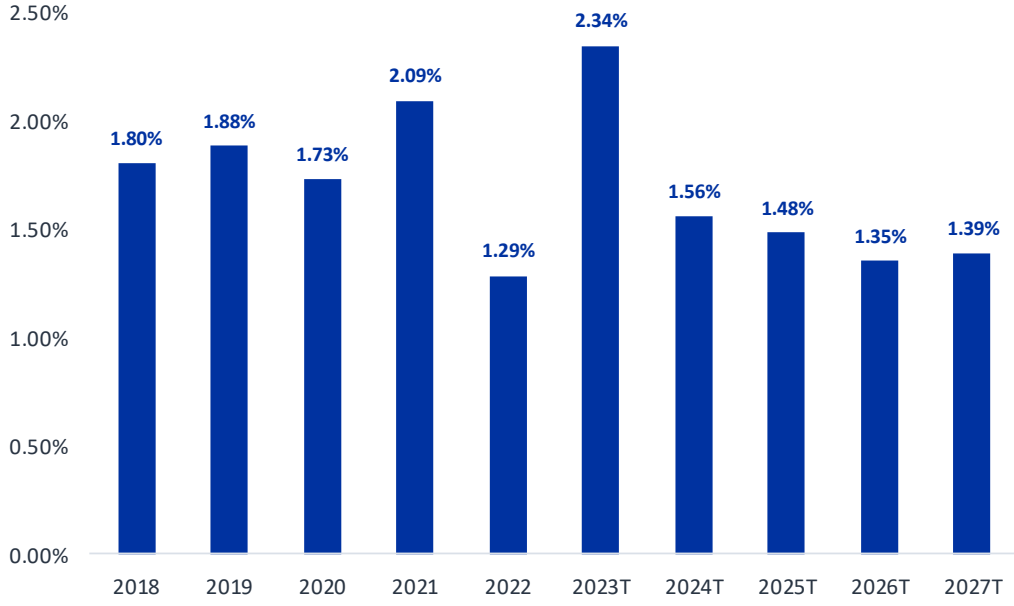
Grafik 17: Operasyonel Giderler (Milyon TL)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

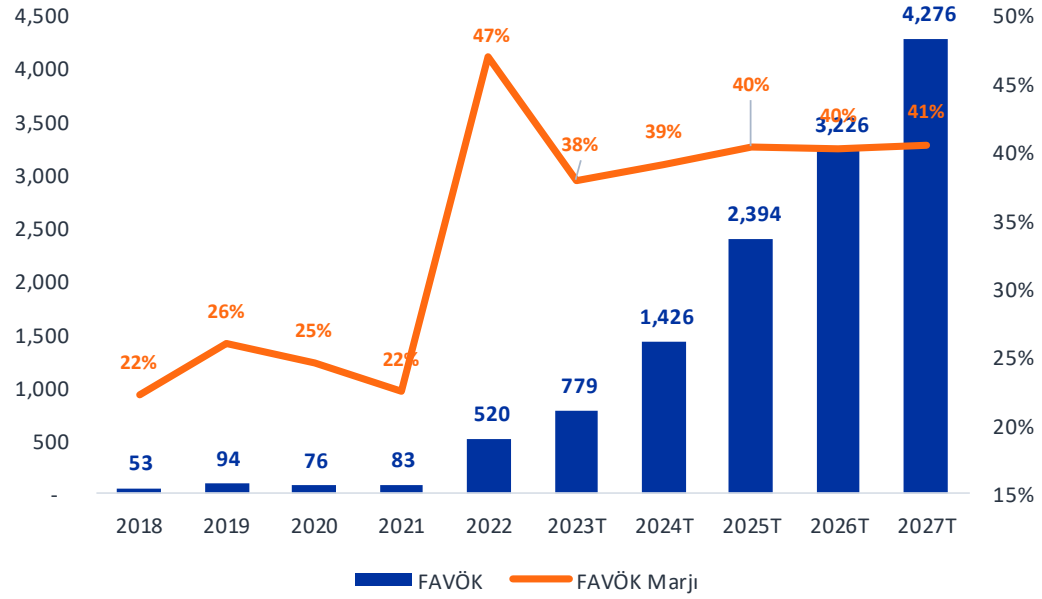
Şirketin operasyonel giderleri son 3 senede yıllık %28 büyürken personel giderleri %50 pay ile operasyonel giderlerindeki en büyük paya sahiptir. Operasyonel giderlerin satışlara oranı ise 2019 yılındaki %1,9 seviyesinden 2022 yılında %1,3'e düşmüş durumdadır.

Grafik 18: Operasyonel Giderlerin Satışlara Oranı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

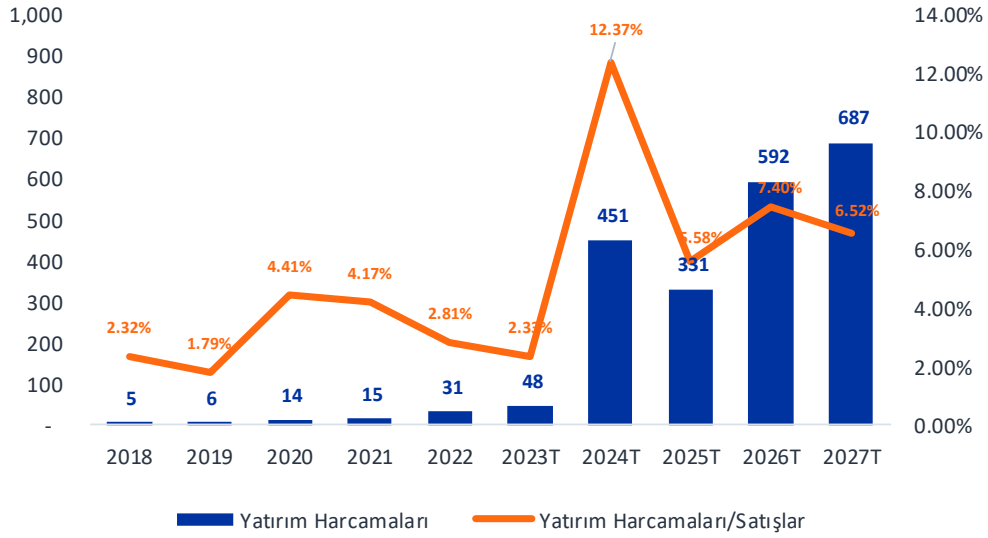
Grafik 19: FAVÖK (Milyon TL) ve FAVÖK Marjı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

FAVÖK marjı 2019'daki %26 seviyesine kıyasla 2022'de %47 seviyesine yükselirken, brüt kar marjındaki iyileşme, güçlü FAVÖK marjının ana sürükleyicisi olarak öne çıkmaktadır.

Grafik 20: Yatırım Harcamaları (Milyon TL)



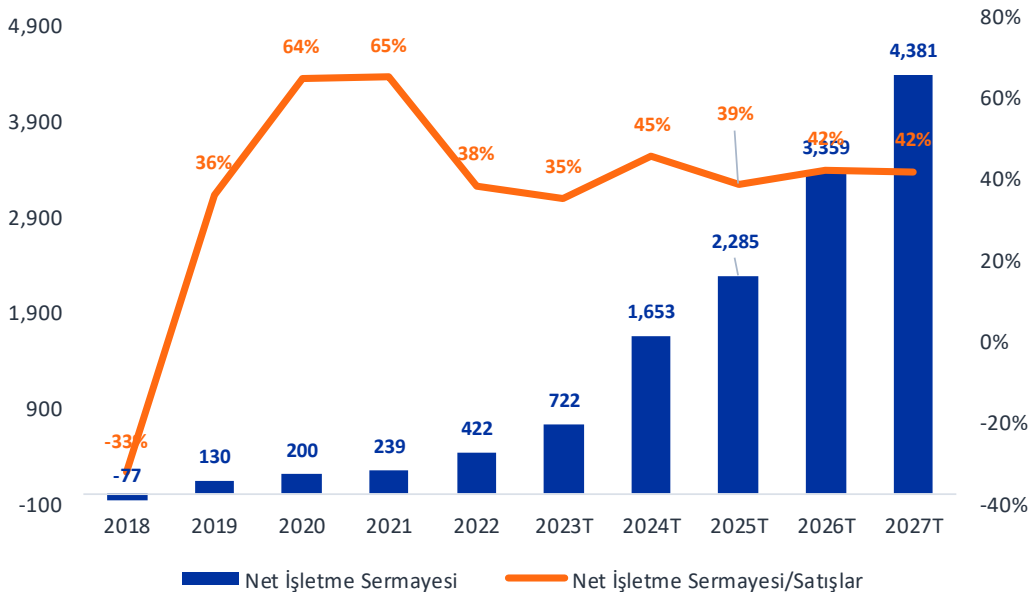
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

2027 yılında devreye girmesi planlanan ilave donmuş patates (40.000 ton), 2024 yılında yatırım harcaması yapılan kaplamalı ürünler kapasitesi (8.800 ton) ve doğalgazdan elektrikle üretecek olan çevrim santrali yatırımları olacaktır. Bu yatırımlar için toplam 35 milyon Euro tutarında bir harcama yapılması planlanmaktadır.

İşletme Sermayesi

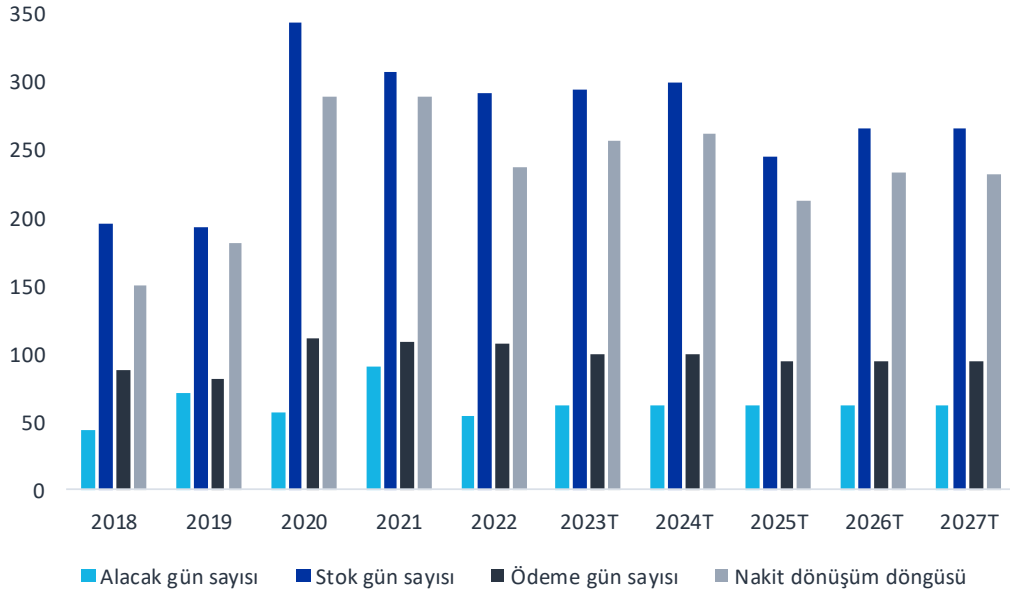
Şirketin işletme sermayesi 2019 yılında 130 milyon TL iken 2022 yıl sonunda 422 milyon TL'ye yükselmiş durumdadır. Alacak günlerindeki düşüşe rağmen işletme sermayesindeki artış sebebinin artan stok günleri olduğu görülmektedir. Borç günleri ise 2019 seviyesine göre artış gösterse de son 3 yıldır 111 gün seviyesinde seyretmektedir. Nakit çevrim gün sayısı ise 182 günden 238 güne yükselmiş durumdadır. Pandeminin etkilerinin azalması ise stok gün sayılarının dolayısıyla nakit çevrim gün sayısının da önümüzdeki dönemde normalleşmesini bekliyoruz. 2022 yıl sonu itibarı ile işletme sermayesi ihtiyacının ciroya oranı %38 seviyesindedir.

Grafik 21: Net İşletme Sermayesi (Milyon TL)



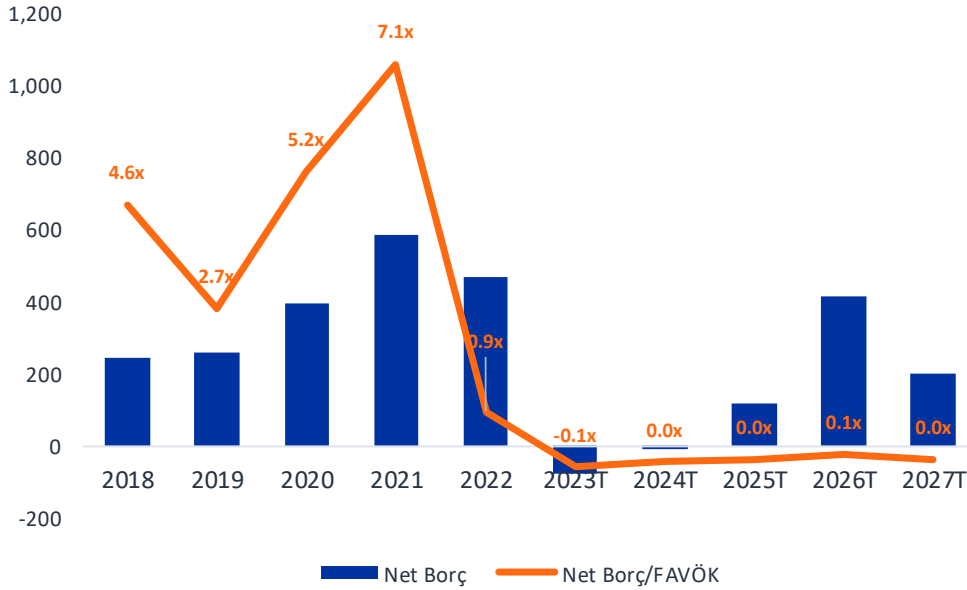
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Grafik 22: Nakit Dönüşüm Döngüsü ve Gün Sayıları



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Grafik 23: Net Finansal Borç Pozisyonu (Milyon TL)

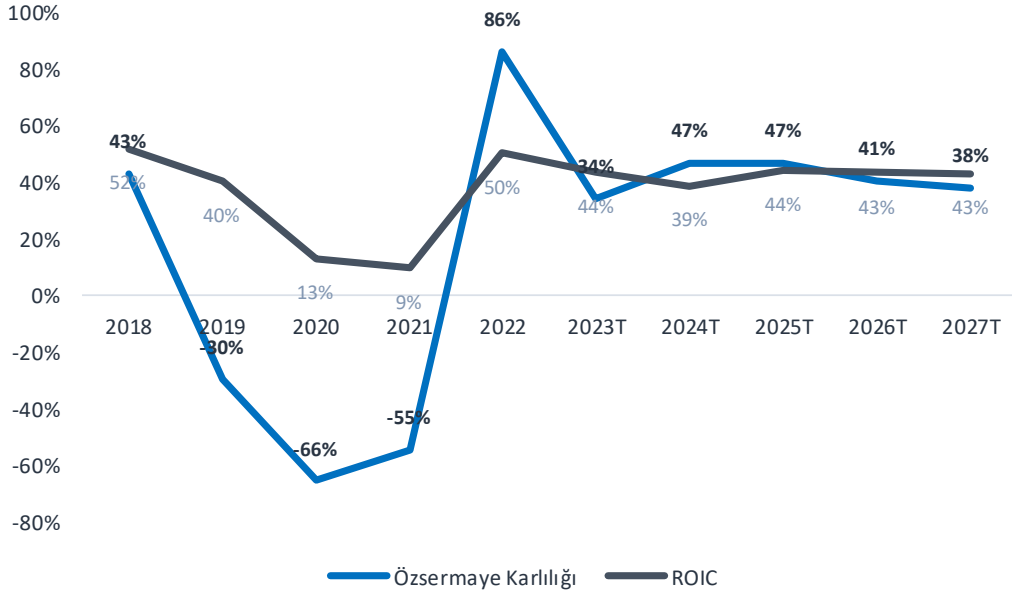


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Net Finansal Borç Pozisyonu

Şirketin net finansal borcu 2019 sonundaki 255 milyon TL'den 2022 sonunda 466 milyon TL'ye yükselse de, Net Finansal Borç/FAVÖK oranı 2,7x'den 0,9x'e düşmüş durumdadır. Şirketin 2027 yılından itibaren %40 oranında temettü dağıtacağını tahmin ediyoruz. Yaklaşık **1,16 milyar TL'ye (35 milyon Euro)** mal olması beklenen yatırımların %50'sinin borçlanma ile geri kalan yarısının ise iç kaynaklardan finanse edileceğini öngörüyoruz.

Grafik 24: Özsermaye Karlılığı ve ROIC*

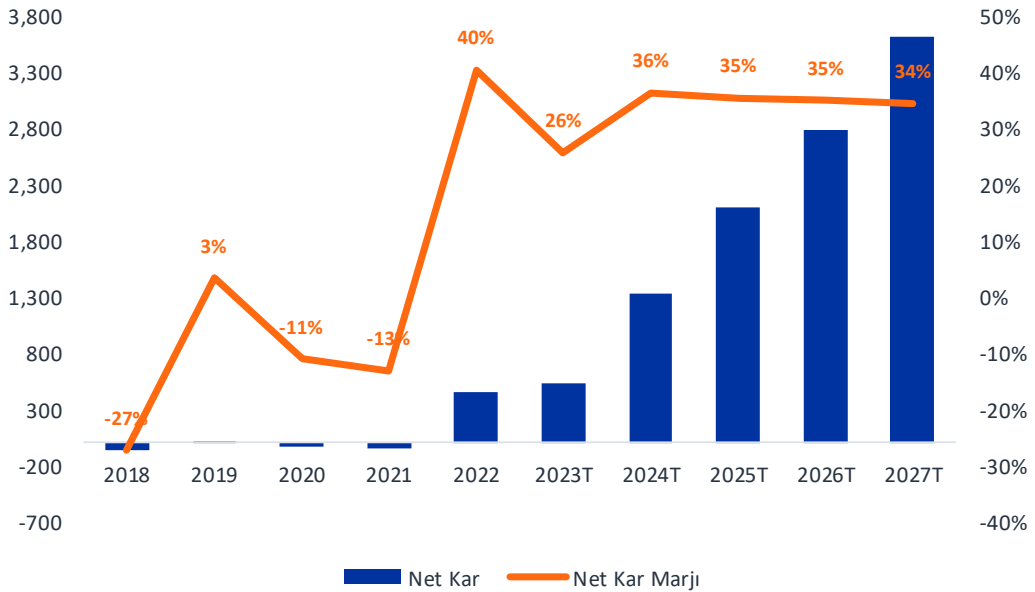


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

*Yatırımlardan elde edilen getiri oranını ifade etmektedir. Vergi sonrası faaliyet karının faaliyetler için yatırılan sermayeye bölünmesi formülü ile hesaplanmaktadır.

Özsermaye karlılığının güçlü operasyonel sonuçlar, düşük finansman gideri ve ertelenmiş vergi gelirleri sebebi ile 2019 senesindeki -%30 seviyesinden 2022 yılında %86 seviyesine ulaştığını görmekteyiz. ROIC, 2019 yılındaki %40 seviyesinden %50'ye yükselmiş durumdadır. Özellikle 2022'deki yüksek karlılık ROIC'deki artışa büyük destek sağlamıştır. Projeksiyon döneminde de ROIC ve Özsermaye karlılığının ortalama %43 seviyesine yakın korunacağını tahmin ediyoruz.

Grafik 25: Net Kar (Milyon TL) ve Net Kar Marjı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

2019'da kaydedilen 12 milyon TL'lik net kara kıyasla, güçlü operasyonel marjlar ve düşük finansman giderleri sayesinde 2022 yılında net kar 446 milyon TL'ye yükselmiştir.

Atakey Patates**3Ç23 Finansal Sonuçları: Güçlü Büyüme**

Şirket 3Ç23 sunumunda son 12 aylık üretim miktarının 59 bin ton olduğunu açıklamıştır. Patates üretiminde sezon başlangıcı Temmuz ayı olduğundan son 12 aylık rakam paylaşılmıştır. Satışlar 9A23 döneminde yıllık bazda %13'lük bir artış ile 45 bin tona ulaşmıştır. Yılın ilk yarısında etkisini gösteren ihracat yasakları sebebiyle satışlar 26 bin ton seviyesinde iken, sadece 3.çeyrekte şirket ihracatın desteği ile 19 bin ton satış yapmıştır.

Yüksek enflasyonun etkisiyle şirketin 3Ç23 dönemine ait net satış gelirleri 3Ç22 dönemine kıyasla % 103'lük bir büyüme göstererek, 326 milyon TL'den 661 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirketin brüt karı 3Ç23'te 3Ç22 ile karşılaştırıldığında yaklaşık %48'lik bir artışla 249 milyon TL olarak gerçekleşirken, brüt kar marjı da %37,6 seviyesine ulaşmıştır. Şirket 3Ç23 finansallarında, geçtiğimiz yılın ilk çeyreğine kıyasla %44 oranında bir artışla 245 milyon TL FAVÖK açıklamış ve FAVÖK marjı %37.1 oranına ulaşmıştır. Şirket yılın üçüncü çeyreğini 187 milyon TL net kar ile kapatmıştır. Bu geçen yılın aynı dönemine göre %15'lik bir büyümeye işaret etmektedir. Net kar marjı ise 3Ç23 döneminde %28,3 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Son olarak, şirketin 2022 yıl sonunda net finansal borcu 466 milyon TL iken, 2023 yılı üçüncü çeyreği itibarıyla 138 milyon TL net nakite geçmiştir. 2022 yıl sonunda 0,9x olan Net Finansal Borç/ FAVÖK rasyosu 2023 üçüncü çeyrek sonu itibarıyla ve son 12 aylık verilerle hesaplandığında -0,2x oranına seviyesindedir.

Atakey Patates

Tablo 10: 3Ç23 Finansal sonuçları

UFRS Gelir Tablosu (TL mn)	3Ç22	3Ç23	UFRS Nakim Akım (TL mn)	3Ç22	3Ç23
Net Satışlar	326	661	İşletme Faal. Kay. Net Nakit	73	-10
Brüt Kar	168	249	Düzeltilme Öncesi Kar	162	187
Faaliyet Giderleri	4	18	Amortisman & İtfa Payları	7	15
Esas Faaliyet Karı	164	230	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	-4	25
FAVÖK	171	245	İşletme Sermayesindeki Değ.	-91	-236
Faaliyet Dışı Gelirler (Gider)	-6	-24	Yatırım Faal. Kay. Nakit	-5	33
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	158	207	Sabit Sermaye Yatırımları	-6	-17
Vergi Giderleri (Gelirleri)	4	-20	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	1	50
Net Kar	162	187	Serbest Nakit Akım	68	23
Büyümler & Opr. Perf.		3Ç23	Finansman Faal. Kay. Nakit	-43	678
Büyüme			Finansal Borçlardaki Değişim	-32	-95
Net Satışlar (yıllık)		103%	Temettü Ödemeleri	0	0
Faaliyet Gideri (yıllık)		418%	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-11	773
Esas Faaliyet Karı (yıllık)		40%	Yabancı Para Çevrim Farkları Etkisi	0	0
FAVÖK (yıllık)		43%	Net Nakit Değişimi	25	701
Net Kar (yıllık)		15%			
Marjlar			UFRS Bilanço (TL mn)	31/12/2022	30/09/2023
Brüt Marj	51.4%	37.6%	Dönen Varlıklar	793	2,033
Faaliyet Gideri / Ciro	1.1%	2.8%	Nakit ve Nakit Benzerleri	88	897
Faaliyet Kar Marjı	50.4%	34.9%	Ticari Alacaklar	163	344
FAVÖK Marjı	52.4%	37.1%	Stoklar	478	701
Net Kar Marjı	49.7%	28.3%	Diğer Dönen Varlıklar	65	91
Effektif Vergi Oranı	-2.8%	9.6%	Duran Varlıklar	944	991
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	22.5%	-1.4%	Finansal Yatırımlar	0	0
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	20.8%	3.5%	Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	978	0
Operasyonel Nakit Akışı / FAVÖK	43%	-4%	Maddi Duran Varlıklar	158	775
			Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5	0
			Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	1	210
			Toplam Varlıklar	1,737	3,024
			Kısa Vadeli Yükümlülükler	675	906
			Finansal Borçlar	390	587
			Ticari Borçlar	176	293
			Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	109	25
			Uzun Vadeli Yükümlülükler	165	177
			Finansal Borçlar	161	172
			Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4	5
			Özkaynaklar	897	1,942
			Toplam Kaynaklar	1,737	3,024

