

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Deniz Yatırım) tarafından hazırlanan Altinkılıç Gıda ve Süt Sanayi ve Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Altinkılıç Gıda ve Süt Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Altinkılıç Gıda ve Süt Sanayi Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	ALKLC
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı
Halka Arz Şekli	Borsa'da Satış- Sabit Fiyatla Talep Toplama
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	29-30 Mayıs 2024
Halka Arz Öncesi Sermaye	78.115.000 TL
Sermaye Artırımı	33.885.000 TL
Ortak Satışı	0 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	112.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	30,25%
Talep Toplama Fiyatı	22,98 TL
Halka Arz Büyüklüğü	778.677.300 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	1.795.082.700 TL
Halka Arz Öncesi Net Borç (Net Nakit)	497.212.217 TL
Firma Değeri	2.292.294.917 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	2.573.760.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2023	32,43
FD/FAVÖK 2023	10,16
PD/DD 2023	2,71

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2023	46,50
FD/FAVÖK 2023	10,16
PD/DD 2023	1,79

Özet Bilgi

- Altıncılık, 1976 yılında Mehmet Kılınc'ın kendi iş yerini açarak toptan peynir satışına başlaması ile sektördeki ticari faaliyetlerine başlamıştır.
- Şirket, süt ürünleri üretimi ve toptan satışı, her türlü süt ve süt ürünlerinin alımı, satımı, toptan ve perakende pazarlaması, ithalatı, ihracatı, imalatı, ambalajlanması alanlarında faaliyet göstermektedir. Şirket'in faaliyet konusu çiğ süt temini, temin edilen sütün işlenerek ürün haline dönüştürülmesi, paketlenmesi, depolanması, taşınması, üretilen ürünlerin çeşitlendirilerek nihai tüketici ile buluşturulması ve yurt içi ve yurt dışında satışının yapılmasıdır. Şirket mevcut durum itibarıyla; kefir grubu ve peynir grubu ana ürün grupları altında sınıflanan çeşitli ürünlerin üretim, pazarlama ve satışını gerçekleştirmektedir.
- Şirket bünyesinde üretim faaliyetlerine devam eden Çanakkale Ezine Tesisi ve Balıkesir Gömeç Tesisi olmak üzere 2 fabrika bulunmaktadır. Ek olarak Ezine Tesisi'nde Ür-Ge merkezi, İstanbul'da Şirket merkezinde ve Ezine Tesisi'nde 2 adet lojistik merkezi bulunmaktadır. Söz konusu lojistik merkezleri üzerinden ürünlerin yurt içi ve yurt dışı noktalara satışı gerçekleştirilmektedir.
- Şirket, faaliyet gösterdiği süt ve süt ürünleri alanında Ür-Ge faaliyetleri yürütmektedir. Bu kapsamda; Ezine Tesisi'nde yer alan Ür-Ge merkezindeki çalışmaların 2004 yılında başarı ile sonuçlanması ile kefir üretimi için Ezine Tesisi büyütülerek, kefire özel hatlar kurmuş ve Türkiye'de ilk defa endüstriyel olarak kefir üreterek Altıncılık Kefir Türkiye süt ürünleri pazarına sunulmuştur.
- Şirket'in üretim ve satışını gerçekleştirdiği Kefir Grubu ürünleri; sade kefir, meyveli kefir, laktozsuz kefir ve kefirli yoğurt çeşitleridir. Peynir Grubu ürünleri altında sınıflanan başlıca peynir çeşitleri olgunlaştırılmış inek, keçi, koyun (Ezine) peynirleri, İzmir tulum peyniri eski ve taze kaşardır.
- Şirket, 2023 yılında Gömeç Tesisi'nde taze kaşar üretimine başlamıştır. Taze kaşar hattının günlük 24 ton süt işleme kapasitesi olup, günde yaklaşık 2,4 ton taze kaşar üretilmektedir. Kefir grubu ürün gamını genişletmek üzere Eylül 2023 itibarıyla "Kefirim" markası altında daha önce ürün portföyünde bulunmayan 1 lt meyveli kefir çeşitlerinin piyasaya sürülmesi için çalışmaları başlatmış. Aralık 2023'ten itibaren ise Kefirim markası ile söz konusu ürün grubunda düzenli satışlar başlamıştır.
- Ürettiği ürünlerin satışının büyük bir bölümünü iç piyasada gerçekleştirmektedir. Şirket'in pazarlama araçları oldukça geniş bir yelpazeye yayılmakta olup bu çerçevede pazarlamasının yine büyük bir bölümünü doğrudan satış kanalları üzerinden yaparak ürünlerinin nihai tüketiciye ulaşan raflarda yer almasını sağlamaktadır.
- Şirket'in iç piyasadaki ana müşteri grupları: ulusal zincir marketler, distribütörler ve yerel marketler/zincirleridir. Şirket ondan fazla ulusal zincir market ve İstanbul içi 20'den fazla yerel market ile doğrudan çalışmaktadır. Bayi ve toptancılar aracılığıyla satış yapılan kanallar ise; İstanbul dışı yerel market ve tekli noktalar ile İstanbul içi ev dışı tüketim kanalı (EDT), Hotel-Restaurant-Cafe (HORECA), hastane zincirleri gibi geleneksel kanalların yanında e-ticaret kanallarından oluşmaktadır.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket, sermaye artışı yoluyla ihraç edilecek yeni payların halka arzından elde edilecek gelirin,

- %65-70'inin işletme sermayesi ihtiyacının finanse edilmesi,
- %12-15'inin finansal borçların kapatılması,
- %10-12'nin Burhaniye OSB tesisi yatırımlarının finansmanı,
- %4-5'inin mevcut ve yeni ürünlere ilişkin reklam ve pazarlama faaliyetleri,

- %3-4'ünün yeni makine alımı, mevcut makinelerin iyileştirme ve modernizasyon finansmanı için kullanılması planlanmaktadır. İhtiyaç duyulması halinde yukarıda ifade edilen fon kullanım kalemleri arasına %10'a kadar geçiş yapılabilmesine karar verilmiştir.

Ortaklık Yapısı

Altıncılık Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
Hissedar	Grubu	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Mehmet Ali Altıncılık	A	7.811.500	10,00%	7.811.500	6,97%
	B	31.246.000	40,00%	31.246.000	27,90%
Kemal Altıncılık	A	7.030.350	9,00%	7.030.350	6,28%
	B	28.121.400	36,00%	28.121.400	25,11%
Fatih Altıncılık	A	781.150	1,00%	781.150	0,70%
	B	3.124.600	4,00%	3.124.600	2,79%
Halka Açık	B			33.885.000	30,25%
Toplam	A	15.623.000	20,0%	15.623.000	13,9%
	B	62.492.000	80,0%	96.377.000	86,1%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mali Tablolar

Altıncılık Gıda ve Süt Sanayi Ticaret A.Ş. Bilanço, TL			
VARLIKLAR	2021	2022	2023
Dönen Varlıklar	851.650.585	836.912.266	1.092.204.268
Nakit ve Nakit Benzerleri	9.514.825	946.845	31.115.795
Ticari Alacaklar	201.362.802	320.292.292	296.513.326
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>13.505.947</i>	<i>26.530.755</i>	
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>187.856.855</i>	<i>293.761.537</i>	<i>296.513.326</i>
Diğer Alacaklar	50.267.393	51.925.707	18.439.092
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>50.258.314</i>	<i>44.812.701</i>	<i>8.874.190</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>9.079</i>	<i>7.113.006</i>	<i>9.564.902</i>
Stoklar	384.723.254	274.104.748	576.364.193
Peşin Ödenmiş Giderler	146.500.095	130.533.810	100.110.866
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar			42.666.268
Diğer Dönen Varlıklar	59.282.216	59.108.864	26.994.728
Duran Varlıklar	263.703.424	646.001.374	865.585.608
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller		8.635.749	8.481.560
Maddi Duran Varlıklar	258.280.306	587.503.422	646.189.040
Peşin Ödenmiş Giderler			109.786.141
Ertelenmiş Vergi Varlığı	5.423.118	5.593.487	64.256.753
Diğer Duran varlıklar		44.268.716	36.872.114
TOPLAM VARLIKLAR	1.115.354.009	1.482.913.640	1.957.789.876

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2021	2022	2023
Kısa Vadeli Yükümlülükler	769.799.849	806.995.408	1.140.537.721
Kısa Vadeli Borçlanmalar	130.568.982	151.048.575	357.158.485
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	46.764.172	35.982.771	142.726.416
Ticari Borçlar	445.737.890	508.454.321	548.660.530
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	445.737.890	508.454.321	548.660.530
Çalışanlara Sağ.Faydalar Kısımında Borçlar	3.480.060	4.736.870	9.078.825
Diğer Borçlar	126.504.378	49.008.964	9.228.208
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	116.433.387	38.817.601	7.497.022
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	10.070.991	10.191.363	1.731.186
Ertelenmiş Gelirler	11.015.722	39.601.746	30.356.188
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	4.957.544	17.385.191	42.698.019
Kısa Vadeli Karşılıklar	771.101	776.970	631.050
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	771.101	776.970	631.050
Uzun Vadeli Yükümlülükler	74.090.387	144.109.187	155.119.495
Uzun Vadeli Borçlanmalar	37.061.570	12.633.576	19.183.152
Uzun Vadeli Karşılıklar	9.084.821	13.310.513	18.023.748
Çalışanlara Sağ.Fayd. İlişkin Uzun Vadeli Kar.	9.084.821	13.310.513	18.023.748
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	27.943.996	118.165.098	117.912.595
ÖZKAYNAKLAR	271.463.773	531.809.045	662.132.660
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	355.256.895	531.809.045	662.132.660
Ödenmiş Sermaye	31.560.000	78.115.000	78.115.000
Sermaye Düzeltmesi Farkları	117.735.993	122.410.897	122.410.897
Kar veya Zar. Yen. Sınıflandırılma. Diğer Kap. Gel. veya Gid.	-505.059	255.614.054	330.592.361
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler		19.255	2.607.207
Geçmiş Yıllar Kar	61.924.362	71.371.469	73.061.881
Net Dönem Karı	144.541.599	4.278.370	55.345.314
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-83.793.122		
TOPLAM KAYNAKLAR	1.115.354.009	1.482.913.640	1.957.789.876

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Altınkılıç Gıda ve Süt Sanayi Ticaret A.Ş. Gelir Tablosu			
TL	2021	2022	2023
Hasılat	1.289.215.746	1.549.975.027	1.856.929.861
Yıllık Değişim		20,2%	19,8%
Satışların Maliyeti (-)	-908.414.368	-1.127.342.971	-1.346.514.117
Yıllık Değişim		24,1%	19,4%
Brüt Kar/Zarar	380.801.378	422.632.056	510.415.744
Yıllık Değişim		11,0%	20,8%
Brüt Kar Marjı	29,5%	27,3%	27,5%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-194.948.404	-219.336.299	-273.493.872
Genel Yönetim Giderleri (-)	-18.250.306	-20.338.689	-46.614.867
Faaliyet Karı	167.602.668	182.957.068	190.307.005
Yıllık Değişim		9,2%	4,0%
Faaliyet Kar Marjı	13,0%	11,8%	10,2%
Amortisman	23.925.875	27.262.767	35.306.045
FAVÖK1	191.528.543	210.219.835	225.613.050
Yıllık Değişim		9,8%	7,3%
FAVÖK1 Marjı	14,9%	13,6%	12,1%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.683.938	5.233.544	4.980.296
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-8.641.980	-355.763	-709.636
Esas Faaliyet Karı	160.644.626	187.834.849	194.577.665
Yıllık Değişim		16,9%	3,6%
FAVÖK2	184.570.501	215.097.616	229.883.710
Yıllık Değişim		16,5%	6,9%
FAVÖK2 Marjı	14,3%	13,9%	12,4%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	7.637.769		
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)		-1.359.734	-161.046
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	168.282.395	186.475.115	194.416.619
Finansman Giderleri	-170.252.099	-213.371.561	-294.832.550
Parasal Kazanç/(Kayıp), Net	117.238.908	53.255.100	111.598.619
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / (Zararı)	115.269.204	26.358.654	11.182.688
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)	1.210.905	-22.080.285	44.162.626
Dönem Vergi Gelir / (Gideri)	-4.957.546	-17.385.191	-39.809.508
Ertelenmiş Vergi Gelir / (Gideri)	6.168.460	-4.695.103	83.972.134
Dönem Karı / (Zararı)	116.480.109	4.278.369	55.345.314
Dönem Karı / (Zararının) Dağılımı			
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-28.061.490		
Ana Ortaklık Payları	44.541.599	4.278.370	55.345.314

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- Deniz Yatırım, Altıncılık Gıda'nın halka arz fiyatının tespitinde indirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, İNA %50 ve Çarpan Analizi %50 ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Altıncılık özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Deniz Yatırım tarafından Altıncılık'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içinde BİST Sınai Endeks ve BİST Gıda Endeksi'nde işlem gören şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanının ve FD/Satışlar çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanının faaliyetleri normalize olmuş şirketler için sıklıkla kullanılan bir çarpan olmakla birlikte FD/Satışlar çarpanı şirketlerin FAVÖK marjlarının birbirinden çok farklı olması nedeniyle faaliyetleri normalize olan şirketlerin genellikle kullanılmamaktadır. FD/FAVÖK çarpanından daha yüksek şirket değerine işaret eden FD/Satışlar çarpanının kullanılmaması gerektiğini düşünmekteyiz.
- Piyasa çarpanları analizinde, FAVÖK tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten, FD/Satış çarpanı ise 5,0'ten büyük olan şirketler uç değer kabul edilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Deniz Yatırım tarafından FD/FAVÖK çarpanları hesaplanırken şirketlerin 29 Nisan 2024 tarihli piyasa verileri ile 31.12.2023 tarihinde sona eren 12 aylık finansal verileri kullanılmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi

BİST Gıda ve İçecek Endeksi Şirketleri

- BİST Gıda benzer şirketler çarpan analizinde, Borsa İstanbul'da Gıda Endeksi'nde işlem gören şirketler incelenmiş olup Anadolu Efes, şirketin sahip olduğu bağlı ortaklık ve iştirakler ile holding yapısında olması değerlendirilerek değerlendirme dışında bırakılmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler - BİST Gıda		
Şirket	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
AEFES	4,7	0,8
ATAKP	9,6	2,5
BANVT	9,1	0,9
CCOLA	11,1	2
ERSU	113,6	24,5
FADE	45,9	4,9
KRVGD	10,9	1,1
OBAMS	26,8	0,9

ORCAY	9,3	2,2
SELGD	87,6	20,8
TATGD	AD	1,2
TETMT	AD	265,3
ULKER	5,8	1,1
Medyan	9,5	1,2

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

BİST Sınai Endeksi Şirketleri

- BİST Sınai Endeksi şirketleri çarpan analizinde Altıncılık'ın temelde bir üretim şirketi olması dikkate alınarak BİST-Sınai Endeksi kapsamında yer alan ve 2023 yıl sonu mali tabloları açıklanmış olan şirketlerin dikkate alınmış olup XGIDA endeksi kapsamında yer alan şirketlere bu grupta yer verilmemiştir.
- Yurt içi benzer sınai şirket analizinde, 94 şirket incelenmiş olup FD/FAVÖK çarpanında 29 şirket ve FD/Satışlar çarpanında 16 şirket hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Yurt İçi Benzer Şirketler - BİST Sınai					
Şirket	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	Şirket	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
ADEL	40,2	8,3	ISSEN	8,3	1,8
AFYON	7,4	2,2	IZFAS	36,1	4,5
AKCNS	7,2	1,5	JANTS	22,4	3,6
AKSA	9,4	1,6	KARSN	21,9	2,1
ALCAR	244,8	2,9	KBORU	20,9	2,5
ALKA	11,1	2,1	KCAER	18,4	5,0
ALKIM	8,7	1,4	KLKIM	11,3	2,7
ASTOR	16,2	5,5	KLMSN	47,2	1,3
ASUZU	21,9	2,1	KMPUR	12,3	1,6
ATEKS	AD	2,5	KONYA	85,2	12,6
AYGAZ	34,1	0,6	KOPOL	15,2	2,9
BAGFS	AD	1,8	KORDS	15,5	1,3
BAYRK	148,6	10,4	KRTEK	8,4	1,3
BMSTL	19,2	1,9	LUKSK	49,7	10,2
BOBET	6,2	1,6	MARBL	17,4	2,7
BOSSA	19,8	1,9	MEDTR	9,2	2,3
BRISA	9,4	1,5	MEGAP	3,1	0,6
BRSAN	15,5	2,2	MEGMT	15,1	1,1
BSOKE	24,1	3,0	MEKAG	19,6	2,3
BUCIM	4,8	1,2	NUHCM	15,1	3,4
CEMTS	6,2	1,0	ONCSM	AD	16,9
CIMSA	9,0	1,6	OTKAR	42,5	2,6
CMBTN	37,7	2,4	OYAKC	7,8	2,4
DAGI	10,4	1,3	PARSN	15,0	3,1
DESA	8,7	2,9	PETKM	AD	1,3
DITAS	AD	1,4	PNLSN	10,9	2,1
DNISI	45,9	6,3	POLTK	783,3	143,1
DOGUB	AD	14,9	PRKAB	22,7	0,6
DOKTA	12,1	1,7	PRKME	13,4	9,4

EGGUB	7,1	1,8	PRZMA	286,6	15,2
EGPRO	6,7	1,7	RNPOL	15,1	1,8
EMKEL	162,7	5,3	RODRG	55,5	14,7
ENSRI	40,8	10,6	RUBNS	6,2	1,3
ERBOS	10,9	1,3	SAFKR	9,1	1,7
ERCB	23,8	1,7	SANFM	19,7	2,8
EREGL	12,6	1,3	SASA	36,7	6,3
FMIZP	101,8	9,8	SNICA	8,2	2,3
FORMT	35,7	3,3	TARKM	33,0	11,9
FROTO	10,5	1,1	TMPOL	22,7	2,3
GENTS	4,6	0,9	TOASO	6,3	1,0
GEREL	169,6	2,5	TRILC	14,4	2,3
GOLTS	8,6	2,0	TTRAK	6,3	1,4
GOODY	3,2	0,3	TUPRS	3,3	0,5
GUBRF	23,7	1,6	USAK	5,8	1,2
HEKTS	AD	8,0	VESBE	4,9	0,6
IMASM	21,4	3,7	VESTL	5,5	0,5
ISDMR	16,5	1,4	YUNSA	8,8	2,0
Medyan			10,9	1,8	

Kaynak: FTR

1. FD/FAVÖK Çarpan Analizi

- FD/FAVÖK çarpan analizinden şirket için 1.805 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt İçi XGIDA ve XUSIN Şirketleri FD/FAVÖK Çarpan Değeri		
mn TL	Şirket Değeri	Ağırlık
BİST-XGIDA	1.637	50%
BİST-XUSIN	1.972	50%
FD/FAVÖK	1.805	100%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

2. FD/Satış Çarpan Analizi

- FD/Satış çarpan analizinden şirket için 2.267 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt İçi XGIDA ve XUSIN Şirketleri FD/Satış Çarpan Değeri		
mn TL	Şirket Değeri	Ağırlık
BİST-XGIDA	1.663	50%
BİST-XUSIN	2.870	50%
FD/Satış	2.267	100%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpan analizinden elde edilen şirket değerleri eşit ağırlıklandırılarak yurt içi benzer şirketler çarpan analizinden şirket için 2.036 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Çarpan Analiz Sonucu		
mn TL	Ağırlık Şirket Değeri	
FD/FAVÖK	50%	1.805
FD/Satış	50%	2.267
Ağırlıklandırılmış Çarpan Değeri	100%	2.036

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2024-2030 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** Şirket'in satış projeksiyonları kefir grubu ve peynir grubu olmak üzere 2 başlıkta tahmin edilmiştir.
- Kefir grubu satışları kapsamında, 2023 yılında 2022 yılına göre satışlarını artırarak 18,4 bin ton satış gerçekleştirmiştir. 2023 yılında deprem etkilerinin ortadan kalkmasından sonraki satış miktarları önceki yılın aynı dönemlerinin üzerinde seyretmiş ve bu seyir 2024 yılında da devam etmiştir. Şirket, 2024 yılına ilişkin olarak; mevcut satış miktarları, satışa sunduğu yeni ürüne gelen talepler, satış kanalları bazındaki sipariş ve bağlantılarını değerlendirilerek 2024 yılı toplam satış miktarının 19,5 bin ton seviyesinde gerçekleşeceğini öngörmektedir. 2024-2027 dönemlerinde her yıl %6,0 büyüyeceği, 2028 ve sonrasında ise satış miktarının 2027 yılı seviyesinde sabit kalacağı öngörülmektedir. 2024 ve 2025 yılı Kefir Grubu satış miktarları 2021 yılı satış miktarlarının sırasıyla %11,2 ve %5,9 altında öngörülmüştür.
- Peynir grubu kapsamında Şirket, İnek Peyniri, Eski Kaşar, Tulum Peyniri, Ezine Peyniri ve Keçi Peyniri ürünlerinin üretim ve satışını gerçekleştirmiştir. Taze Kaşar ürününün 2023 yılında gösterdiği yüksek performans 2024 yılında da devam etmektedir. 2023 yılında yaklaşık 4 ay satışta olması nedeniyle oluşan baz etkisi de değerlendirilerek 2024 ve 2025 yıllarında Taze Kaşar ürününde diğer ürünlere nazaran daha yüksek miktar artışı öngörülmüştür. 2024 yılı toplam satış miktarının geçen yıla göre %8,0 artış ile 5,5 bin ton seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir. Söz konusu artışın önemli kısmı Taze Kaşar satışlarından oluşmaktadır. 2023 yılının Şubat ayında yaşanan deprem ve dönemsel olarak enflasyon kaynaklı hızlı artan satış fiyatları, kısa dönemde talepte bir miktar yavaşlama meydana getirmiş olsa 2024 ve sonrasında devamı öngörülen normalleşme ile birlikte talebin olağan seyrinde devam edeceği öngörülmektedir. Sonuç olarak 2024 ve 2025 yıllarında toplam peynir grubu satış miktarlarında sırasıyla; %8,03 ve %9,21 artış öngörülmüştür. İlgili dönemlerde Taze Kaşar ürün grubu dışında kalan ürünlerde miktar artışı, Kefir Grubu ürünlerine nazaran 100 baz puan düşük öngörülerek %5,0 olarak belirlenmiştir. 2028 ve sonrasında ise Peynir Grubu ürünlerinde satış miktarlarının 2027 seviyesinde sabit kalacağı varsayılmıştır.
- **Giderler:** Şirket'in faaliyet giderleri genel yönetim giderleri ve pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinden oluşmaktadır. Şirket'in mevcut dağıtım kanalı yapısı itibarıyla pazarlama giderlerinin önemli kısmı promosyon ve ciro primi giderlerinden oluşmaktadır. Söz konusu gideri: kargo nakliye giderleri ve personel giderleri takip etmektedir. Projeksiyon dönemleri boyunca pazarlama, satış ve dağıtım gideri-satışlar oranının 2023'te %14,7 olan seviyesinden 2030'a kadar kademeli olarak sınırlı düzeyde azalarak %14,3 seviyesine ulaşacağı öngörülmüştür.
- Şirket'in genel yönetim giderleri ağırlıklı olarak beyaz yaka personele ödenen ücretlerden meydana gelmektedir. 2021-2022 ve 2023 dönemleri itibarıyla genel yönetim giderlerinin satışlara oranı sırasıyla %1,4, %1,3 ve %2,5 olarak gerçekleşmiştir. 2023'te tek seferlik gelirler dışarıda bırakıldığında hesaplanan %1,6, 2024 ve sonrası için ise geçmiş dönemlerle uyumlu olarak %1,39 ile başlayarak kademeli olarak 2030'da %1,15 seviyesine ulaşacağı varsayılmıştır.
- **İşletme Sermayesi:** İşletme sermayesi hesaplaması için ticari alacaklar, stoklar, ticari borçlar, alınan avanslar ve verilen sipariş avansları kalemleri kullanılmıştır. Alacak gün süresinin 94 gün, stok ve verilen avans gün süresinin 252 gün, borç gün süresinin 190 gün olacağı ve alınan avans

gün süresinin 7 gün olacağı tahmin edilmiş olup her bir kalem 2024 yılı ve sonrasında da aynı şekilde devam edeceği varsayılmıştır.

- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından 2023 yılının ikinci yarısından itibaren politika faizinde artırımlar gerçekleşmektedir. Söz konusu artışlar ve izlenen para politikası dikkate alındığında, geçmiş dönemde; enflasyon, politika faizi, devlet tahvili getirisi ve borçlanma faizleri arasında zayıflayan bağlantının yeniden olağan seyrine gireceği varsayılmıştır. 2024 ve sonrasında Risksiz Getiri oranı belirlenirken, her yıl için öngörülen TÜFE üzerinden hesaplanan %10,0 seviyesinde ek getiri (reel faiz) öngörüsü yapılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** Beta 1 olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.
 - **Özsermaye Maliyeti:** 2024 yılı için %55,00, 2025 yılı için %44,00, 2026 yılı için %33,00, 2027 yılı için %29,7, 2028 yılı için %27,50, 2029 yılı için %25,30 ve 2030 yılı için %23,10 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** 2024 yılı için %56,9, 2025 yılı için %44,3, 2026 yılı için %31,6, 2027 yılı için %27,8, 2028 yılı için %25,3, 2029 yılı için %22,8 ve 2030 için %20,2 olarak varsayılmıştır.
 - **Borç Oranı:** %56,6 kullanılmıştır.
- AOSM, 2024 yılı için %48,36, 2025 yılı için %38,14, 2026 yılı için %27,93, 2027 yılı için %24,86, 2028 yılı için %22,82, 2029 yılı için %20,78 ve 2030 için %18,73 olarak hesaplanmış olup tarafımızca makuldür.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmış olup tarafımızca makuldür.

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu		
Mn TL	Ağırlık	Değer
İNA Değeri	50,00%	2.452
Çarpan Değeri	50,00%	2.036
FD/FAVÖK	50,00%	1.805
FD/Satış	50,00%	2.267
Ağırlıklı Şirket Değeri		2.244
Ödenmiş Sermaye		78
Pay Başı Değer, TL		28,73
Halka Arz İskontosu		20,00%
Halka Arz Fiyatı, TL		22,98

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA ve Çarpan Analizi eşit ağırlıklandırılmış olup %20,00 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 22,98 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %20'lik iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- İNA metodunda şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2024-2030 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Altıncılık'ın fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Altıncılık özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Çarpan Analizi'nde yurt içi benzer şirket çarpan analizi yapılırken yurt dışı benzer şirket analizi yapılmamış olup değerlemede yurt dışı benzer şirket çarpan analizine de yer verilmesi gerektiği kanaatindeyiz.
- Deniz Yatırım tarafından Altıncılık'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içinde BİST Gıda Endeksi'nde ve BİST Sınai işlem gören şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve FD/Satış çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK ve FD/Satış çarpanlarının medyanının kullanılmasını makul karşılamakla birlikte Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da değerlemeye dahil edilmese de raporda yer verilmesi gerektiği kanaatindeyiz.
- Piyasa çarpanları analizinde, FAVÖK tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten, FD/Satış çarpanı ise 5,0'ten büyük olan şirketler kabul edilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından 2023 yılının ikinci yarısından itibaren politika faizinde artırımlar gerçekleştirilmektedir. Söz konusu artışlar ve izlenen para politikası dikkate alındığında, geçmiş dönemde; enflasyon, politika faizi, devlet tahvili getirisi ve borçlanma faizleri arasında zayıflayan bağlantının yeniden olağan seyrine gireceği öngörülmüştür. Bu itibarla, 2024 ve sonrasında Risksiz Getiri oranı belirlenirken, her yıl için öngörülen TÜFE üzerinden hesaplanan %10,0 seviyesinde ek getiri (reel faiz) varsayılmıştır. Bu çerçevede, projeksiyon döneminde risksiz getiri oranında düşüş görüleceği varsayımı kabul edilmiş olup, 2024 yılında %49,5, 2025 yılında %38,5, 2026 yılında %27,5, 2027 yılında %24,2, 2028 yılında %22,0, 2029 yılında %19,8 ve 2030 yılında ise %17,6 seviyesinde olacağı varsayılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır. Risksiz getiri oranında değişime paralel olarak AOSM yılları göre değişkenlik göstererek 2024 yılı için %48,36, 2025 yılı için %38,14, 2026 yılı için %27,93, 2027 yılı için %24,86, 2028 yılı için %22,82, 2029 yılı için %20,78 ve 2030 için %18,73 olarak hesaplanmış olup tarafımızca makuldür.
- İNA'da öngörülen 2024 FAVÖK marjı %21,4 olup son 3 yılın ortalaması %13,5 seviyesindedir. 2024 FAVÖK büyümesi %179 olup miktarda bu denli yüksek büyüme öngörülmekle birlikte FAVÖK'teki büyümenin biraz iyimser kaldığı kanaatindeyiz.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA ve Çarpan Analizi eşit şekilde ağırlıklandırılmış olup tarafımızca makul bulunmuştur.
- Uygulanan %20'lik iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Altıncılık için halka arz fiyatının tespit edilmesinde Deniz Yatırım'ın kullanmış olduğu varsayımlar dahilinde %20 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 22,98 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz. Farklı varsayımlarla farklı değere ulaşılacağı göz önünde bulundurulmalıdır.

Halka arz fiyatı ve 2023 yıl sonu finansallarına göre hesaplanan halka arz çarpanları aşağıdadır.

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2023	32,43
FD/FAVÖK 2023	10,16
PD/DD 2023	2,71

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2023	46,50
FD/FAVÖK 2023	10,16
PD/DD 2023	1,79