

Atakey Patates

18/04/2025

Takip Listesine tekrar ekleme

AL

Yükselme Potansiyeli 35%

Dalgalı Denizde Dengede Kalmak: Büyürken Riskleri Yönetmek

Atakey'i 12 aylık 51,8TL/hisse hedef fiyat ve AL tavsiyemizle takip listemize tekrardan ekliyoruz. Bu hedef, %35'lik artış potansiyeline işaret etmektedir. Şirketin öngörülebilir hacim büyümesi, ana ortağı TFI'ya (TAB Gıda) artan satışları, devam eden üçüncü taraf satışları ve verimli, tam entegre üretim modeli tarafından desteklenmektedir. Hisse, 2025T 4,3x FD/FAVÖK ve 2025T 5,6x F/K çarpanları ile işlem görmektedir (UMS29 öncesi).

İstikrar ve Bağımlılık Arasındaki Denge

Atakey, TFI TAB Gıda Yatırımları (TFI)'ın tek tedarikçisi olarak sözleşmeli satış modeli sayesinde üretim planlamasında öngörülebilirlik avantajına ek olarak TFI'nın Türkiye ve Çin'deki genişlemesine uyumlu bir büyüme göstermesini sağlamaktadır. Her ne kadar ayrıcalıklı iş modeli öngörülebilir gelir akışı yaratsa da, TFI'nın talebindeki dalgalanmalar veya pazardaki olası riskler nedeniyle bağımlılık riskini de beraberinde getirdiğinden dinamik bir risk yönetimi yaklaşımı Atakey için kritik öneme sahiptir. 2025 yılının Şubat ayında TFI'nın Çin'deki Burger King restoranlarındaki payını RBI'ya satmasına karşın, Atakey'in Burger King China'nın tedarikçisi konumunun devam etmesi beklenmekte ve yakın vadede bir risk unsuru olarak görülmemektedir.

Çeşitlendirilmiş Satış Kanalları ile Talep Dalgalanmalarına Karşı Dayanıklı

4Ç24 itibarıyla, şirketin satış hacminin %65'i Türkiye'deki TFI satışlarından, %12'si ihracattan ve %23'ü üçüncü taraf satışlarından oluşmaktadır. Zayıf tüketici talebiyle, TFI Türkiye restoranlarına yapılan satışlar 2024 yıl sonunda yıllık bazda yaklaşık %1 azalmıştır. Öte yandan, ihracat kısıtlamalarının kaldırılmasına rağmen, TFI'nın Çin operasyonlarını sürdürmekte yaşadığı zorluklar nedeniyle ihracat hacminde düşüş gözlemlenmiştir. Ancak, üçüncü taraf satış hacmi %37 artarak bir tampon görevi görerek potansiyel kayıpları minimize etmeye yardımcı olmuştur. Önümüzdeki dönemde, büyüme oranlarının iyileşmesi ve şirketin toplam donmuş ürün satışlarında 2025 için %20'lik bir artış beklentisiyle, satış ivmesinin yeniden hız kazanması öngörülmektedir.

Uzun Vadeli Finansal Görünüm: Büyüme, Karlılık ve Operasyonel Esneklik

UMS29 öncesi projeksiyon dönemimizde şirketin satışlarının (2024-2029) %34,2 YBBO ile, FAVÖK'ün ise %31,5 YBBO ile büyüyeceğini tahmin ediyoruz. 2022 yılında %46 ile zirve yapan brüt kâr marjının, (2025-2029) ortalama %29 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Yeni kaplamalı ürün satışları ve esnek satış kanallarıyla, ortalama %27'lik FAVÖK marjı öngörüyoruz.

Fiyat Bilgileri

	TL
Kapanış	38.46
12 Aylık Hedef Fiyat*	51.80
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	-
Piyasa Değeri (mn)	5,337
Halka Açık PD (mn)	1,085
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	31.2
Hisse sayısı (Adet mn)	139
Takas Saklama Oranı (%)	20
Yabancı Oranı (%)	0

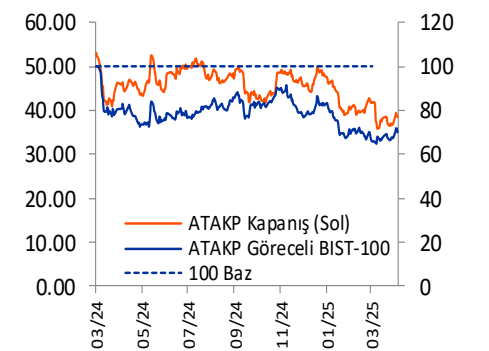
Fiyat Perf. (%)

	1 Ay	Yılı	12 Ay
TL	-6.8	-22.6	-14.9
ABD \$	-10.4	-28.2	-27.4
BIST-100 Relatif	7.2	-19.0	-13.6

Çarpanlar (\$)

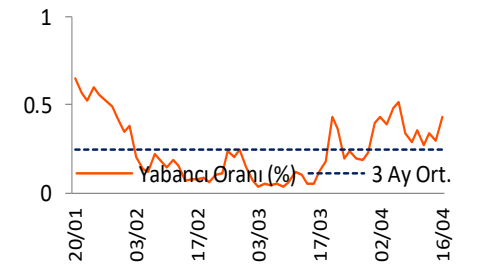
	2024	2025	2026
F/K	26.0	17.8	9.0
PD/DD	1.0	1.0	0.9
FD/FAVÖK	8.1	6.0	4.4

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 35.90 52.33

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 0.43



Can Kalecik

ckalecik@isyatirim.com.tr

+90 212 350 20 54

Emin Yetkin Ertürk

eyerturk@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 04

Atakey Patates

Ortaklık Yapısı (%)						Faaliyet Konusu					
Tfı Tab Gıda Yatırımları Anc						79.66	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.				
Other						20.34					

Gelir Tablosu (mn ?)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	Bilanço (mn ?)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T
Net Satış Gelirleri	4,783	4,230	4,777	5,396	5,929	Dönen Varlıklar	4,225	3,468	3,690	4,377	4,469
Brüt Kar (Zarar)	1,206	654	885	1,229	1,288	Nakit ve Nakit Benzerleri	1,644	291	991	1,445	1,216
Operasyonel Giderler	-154	-185	-191	-216	-237	Ticari Alacaklar	367	344	380	429	471
Esas Faaliyet Karı	1,051	469	694	1,013	1,051	Stoklar	1,967	2,132	1,989	2,130	2,371
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	57	-221	-230	-168	-126	Diğer Dönen Varlıklar	247	701	331	374	411
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	0	0	0	0	0	Duran Varlıklar	3,453	3,924	3,796	3,639	4,122
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	302	400	121	114	123	Maddi Duran Varlıklar	2,985	3,472	3,289	3,069	3,498
Net Finansman Gelir (Gideri)	-623	-504	-331	-200	-148	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2	3	2	2	2
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	749	333	451	888	983	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	459	438	495	559	614
Vergi Giderleri (Gelirleri)	194	96	104	204	226	Toplam Varlıklar	7,678	7,392	7,487	8,016	8,592
Net Kar	555	238	347	684	757	Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,747	1,127	1,069	1,138	1,260
Düzeltilmiş Net Kar	555	238	347	684	757	Finansal Borçlar	1,021	205	60	42	36
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	-69	167	193	130	141	Ticari Borçlar	680	678	738	790	880
FAVÖK	1,176	731	990	1,347	1,418	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	42	239	270	305	335

Büyümler & Opr. Perf.	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	Uzun Vadeli Yükümlülükler	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T
Büyümler						Finansal Borçlar	163	209	140	75	64
Net Satışlar	-	-11.5%	12.9%	13.0%	9.9%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	6	13	15	17	19
Faaliyet Karı	-	-55%	48%	46%	4%	Özkaynaklar	5,757	6,039	6,259	6,781	7,243
FAVÖK	-	-38%	35%	36%	5%	Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	5,757	6,039	6,259	6,781	7,243
Net Kar	-	-57%	46%	97%	11%	Rezerv ve Diğer Kalemler	3,730	4,028	5,773	5,981	6,387

Operasyonel Performans	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	Dönem Net Karı (Zararı)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T
Brüt Marj	25.2%	15.5%	18.5%	22.8%	21.7%	Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Faaliyet Kar Marjı	22.0%	11.1%	14.5%	18.8%	17.7%	Toplam Kaynaklar	7,677	7,392	7,487	8,016	8,592
FAVÖK Marjı	24.6%	17.3%	20.7%	25.0%	23.9%						
Efektif Vergi Oranı	-33.6%	-29.9%	-23.0%	-19.2%	-16.5%						
Net Kar Marjı	11.6%	5.6%	7.3%	12.7%	12.8%						
Özkaynak Karlılığı	-	4.0%	5.6%	10.5%	10.8%						
Aktif Karlılığı	-	3.2%	4.7%	8.8%	9.1%						
Yatırım Sermayesi Karlılığı	-	3.4%	3.8%	2.7%	2.7%						
Operasyonel Nakit Akışı / Satış	8.5%	22.1%	22.0%	25.1%	25.0%						
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	10.6%	19.8%	19.6%	22.8%	22.7%						

Rasyo Analizi	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	Nakit Akım (mn ?)	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T
Düzeltilmiş F / K (x)	11.1	26.0	17.8	9.0	8.2	İşletme Faal. Kay. Net Nakit	408	935	1,049	1,353	1,485
FD / FAVÖK (x)	5.0	8.1	6.0	4.4	4.2	Düzeltilme Öncesi Kar	384	238	347	684	757
FD / Satışlar (x)	1.2	1.4	1.2	1.1	1.0	Amortisman & İtfa Payları	124	262	296	335	368
PD / Defter Değeri (x)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	İşletme Sermayesindeki Değ.	-755	-144	-248	-404	-451
Hisse Başı Kazanç (?)	4.00	1.71	2.50	4.93	5.46	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	789	698	788	890	978
Hisse Başı Temettü (?)	n.m	1.14	0.55	1.10	2.59	Yatırım Faal. Kay. Nakit	99	-98	-111	-125	-138
Temettü Verimi	0.0%	2.199%	1.104%	2.117%	4.3%	Sabit Sermaye Yatırımları	-87	-262	-296	-335	-368
Net Borç (Nakit) (mn ?)	-460	123	-791	-1,328	-1,116	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	185	164	185	209	230

Rasyo Analizi	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T	Serbest Nakit Akım	2023G	2024G	2025T	2026T	2027T
Düzeltilmiş F / K (x)	11.1	26.0	17.8	9.0	8.2	Finansman Faal. Kay.Nakit	740	-1,011	-289	-284	-373
FD / FAVÖK (x)	5.0	8.1	6.0	4.4	4.2	Finansal Borçlardaki Değişim	-331	-770	-119	-50	0
FD / Satışlar (x)	1.2	1.4	1.2	1.1	1.0	Temettü Ödemeleri	0	-159	-76	-128	-257
PD / Defter Değeri (x)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	-390	-756	24	-435	-1,109
Hisse Başı Kazanç (?)	4.00	1.71	2.50	4.93	5.46	Net Nakit Değişimi	950	-848	767	616	-19
Hisse Başı Temettü (?)	n.m	1.14	0.55	1.10	2.59						
Temettü Verimi	0.0%	2.199%	1.104%	2.117%	4.3%						
Net Borç (Nakit) (mn ?)	-460	123	-791	-1,328	-1,116						

Kaynak: İş Yatırım

*Rasyo Analizleri aksi belirtilmedikçe dolar (USD) değerine göre ifade edilmiştir

Not: Tutarlar 31 Aralık 2025 tarihi itibarıyla TL'nin satın alma gücü esasına göre ifade edilmiştir

YATIRIM POZİTİFLERİ

TFI Ekosisteminin Önemli bir Parçası

Şirketin ana ortağı, TFI TAB Gıda Yatırımları (TFI), Türkiye’de pazar lideri konumunda olup, Çin’de en hızlı büyüyen HSR (hızlı servis restoran) zinciri işletmecileri arasında olmuştur. Atakey, TFI’nın uçtan uca tedarik zincirinin dondurulmuş kızartmalı patates üretiminden sorumlu halkasıdır. TFI’nın dünyaca bilinen markaları arasında Burger King, Popeyes, Sbarro, Arby’s ve Subway bulunurken, Usta Dönerci ve Usta Pideci gibi yerel markalarla da Türkiye ve yurt dışında faaliyet göstermektedir. TFI, dünya genelindeki yaklaşık olarak 19.789 Burger King restoranının 2.288’ini işlettiği dönemde, Çin operasyonlarını büyütmede önemli bir rol oynamış ancak 2025 itibarıyla Burger King China’daki tüm payını RBI’ya devretmiştir. Buna rağmen, Türkiye ve diğer uluslararası pazarlarda büyümesini sürdürmektedir. Pandemi öncesinde yılda 200-300 yeni restoran açan şirket, pandeminin ardından da ortalama 200 yeni restoran açmaya devam etmiştir ve tahminlerimize göre bu büyüme trendinin sürmesi beklenmektedir.

Yeni restoran açılışlarına ve mevcut restoranların trafik artışlarına bağlı öngörülebilir büyüme

2014 yılında 90.000 tonluk dondurulmuş patates üretim kapasitesi ile faaliyetlerine başlayan Atakey, 2023 yılında 60.680 tonluk toplam satışının %82’sini TFI’nın Türkiye ve Çin’deki restoranlarına gerçekleştirmiştir. Bu nedenle Atakey’in büyümesi büyük ölçüde TFI’nın Türkiye’deki restoran açılışlarına ve aynı mağaza büyümesine paralel olarak şekillenmektedir. Çin pazarı açısından ise, şirketin Burger King China’ya tedarikçi olarak devam edeceği belirtilmiştir. 2016-2019 yılları arasında Atakey’in toplam satış hacmi yıllık ortalama %14 oranında büyüme göstermiştir. 2020’de pandeminin etkisiyle satışlar %32 daralsa da, 2022 sonunda 2019 seviyesine yaklaşmıştır. Ayrıca, Çin’de pandemi döneminde uygulanan patates ithalatı kısıtlamaları Atakey’in satışlarını 2022’de sınırlandırmıştır. 2023 yılında ihracat yasağı nedeniyle Çin’e yapılan satışlar 9.000 tonu aşamamıştır. Mevcut ihracat kapasitesi bu rakamın daha üzerini işaret etse de, 2024 yılında ihracat 7.548 ton seviyesinde kalmıştır. Çin’de beklenenden zayıf fiş büyüme görünümü nedeniyle, 2025 yılı ihracatının 4.843 ton seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Grup Dışı zincir markaların işletmeleri ve 3. taraflara potansiyel satışlar riskleri dengeleyebilir

Atakey, Çin pazarındaki belirsizlikleri dengelemek ve ihracat pazarlarını çeşitlendirmek amacıyla aktif olarak çalışmalar yürütmektedir. Şirket, Burger King China’ya tedarikçi olarak devam edeceğini belirtirken, uzun vadede Çin dışı pazarlarda büyümesini hızlandırmayı hedeflemektedir. Çin’deki restoranlarda azalan tüketici talebi nedeniyle yavaşlayan satışlar, şirket için önemli bir risk oluşturmaktadır. Bu doğrultuda, Atakey Irak, Brezilya ve BAE gibi yeni pazarlara açılma girişimlerini başlatmış olup, uzun vadede ihracat payını toplam satış hacminin dörtte birine çıkarmayı hedeflemektedir. Bu stratejik yönelim, Çin’de azalan talebin etkisini dengelemeyi amaçlarken, Atakey’in rekabetçi üretim modelini kullanarak yüksek potansiyele sahip pazarlarda büyümesini desteklemektedir. Ayrıca, üçüncü taraf restoran işletmecilerine ve diğer satış kanallarına yapılan satışlar geçmişte sınırlı kalmış olsa da, üretim ve maliyet verimliliğini artırmaya yönelik adımlar, şirketin grup ekosistemi dışındaki satışlarını daha dengeli ve sürdürülebilir bir büyüme rotasına oturtmasına yardımcı olacaktır.

Gıda fiyatlarındaki yüksek artışlar ciro büyümesini destekleyebilir

2018’de kg başına 3,9 TL olan dondurulmuş patates fiyatı, son dönemde 41 TL/kg seviyesini aşmıştır. Bu fiyat artışı, genel enflasyonun oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. İleriye dönük tahminlerimizde, ürün fiyatlarındaki ve maliyetlerdeki artışların TÜFE ile paralel seyredeceğini öngörüyoruz.

Türkiye’de kişi başı donmuş gıda tüketiminde artış eğilimi

Türkiye’de dondurulmuş gıda hane penetrasyonu, 2023’te %78 iken 3Ç24 itibarıyla %84’e ulaşmıştır (Kaynak: Kerevitaş Yatırımcı Sunumu). Pandemi yılında (2020) %9’luk büyüme ile en hızlı artış yaşanırken, 2021’de %4 artış ile penetrasyon %79’a ulaşmıştır. 2022’de hafif bir düşüşle %78’e gerilemesine rağmen, 2023’te dışarıda yeme-içme enflasyonunun yüksek seyretmesi nedeniyle evde dondurulmuş gıda tüketimi artmıştır. Türkiye’de toplam donmuş patates satışları, 2018’de 245.408 ton iken 2019’da 251.838 tona yükselmiştir. 2020’de 155.312 tona kadar gerileyen pazar, 2022 itibarıyla 292.088 ton ile yeniden toparlanmıştır. 2023’te Atakey, 60.700 tonluk satış hacmiyle ülke toplam satışının yaklaşık %19’unu karşılamıştır. 2024-2029 yılları arasında Türkiye’nin donmuş patates satışlarının yıllık ortalama %5 büyüme göstermesi beklenmektedir. Sektörde üretilen her 5 kg’lık ürünün yaklaşık 1 kg’ı Atakey tarafından üretilmektedir.

Düşük Borçluluk Seviyesi

2024 yıl sonu itibarıyla Atakey, toplam finansal borcunu 2023 yıl sonundaki 629 milyon TL seviyesinden 314 milyon TL’ye düşürerek önemli ölçüde azaltmıştır. Bu düşüş, kısa vadeli borçların ödenmesiyle gerçekleşmiş olup, 216 milyon TL net nakit pozisyonuna sahiptir. Atakey’in banka kredilerinin %97’si Euro, %3’ü ise USD cinsindedir. Ağırlıklı ortalama etkin faiz oranları Euro için %7,56, USD için %10,10 seviyesindedir. Şirket, Eximbank kredileri sayesinde düşük maliyetli finansmandan faydalanmaya devam etmektedir. Ayrıca, ihracat gelirleri nedeniyle finansal riskten korunma muhasebesi uygulayan şirket, döviz kuru kayıplarının büyük bir kısmını özkaynaklar altında muhasebeleştirilmektedir. Böylece, kur dalgalanmalarının gelir tablosuna etkisi oldukça sınırlı kalmaktadır.

Üst Kademe Tohum Üretimi ile Başlayan Dikey Entegre, Verimli ve Rekabetçi Üretim

Ham patates üretimi 3 yıllık bir süreci kapsamaktadır. Birinci yılda, yaklaşık %42’si yurt dışında, %58’i yurt içinde olmak üzere sözleşmeli olarak 2.100 ton üst kademe tohum üretilmektedir. İkinci yılda, bu üst kademe tohumlar ari (saf) toprağa sahip kiralanan TİGEM arazilerinde tohumluk patates üretimi için kullanılmaktadır. Üçüncü yılda, çiftçilerle yapılan sözleşme ile ekilen sertifikalı tohumlardan ham patates üretimi gerçekleştirilir. Üretim sürecinin sonunda, yaklaşık 1,83 ton ham patatesten 1 ton dondurulmuş patates elde edilmektedir. Atakey, saatte 15 ton dondurulmuş patates üretim kapasitesine sahiptir. Üretim tesisi, 14 gün boyunca kesintisiz çalışabilirken, yalnızca 1 gün temizlik için durdurulmaktadır. Toplam 226 kişinin çalıştığı tesis büyük ölçüde otomasyon ile yönetilmektedir.

Sürdürülebilirlik Girişimleri

2023 yılında Atakey, sürdürülebilir tarıma olan bağlılığı nedeniyle Çiftlik Sürdürülebilirlik Değerlendirmesi kapsamında "Altın" sertifikası almaya hak kazanmıştır. Şirket, ISO 50001 Enerji Yönetim Sistemlerini uygulayarak tüm elektrik tüketimini Uluslararası Yenilenebilir Enerji Sertifikaları (I-REC) satın alarak dengelemiş ve toplam enerjinin %19’u karşılanmıştır. Ayrıca, patates yıkama sürecinde çamur havuzlarıyla geri dönüştürülen su ile 2024 yılında 550 bin m³ su tasarrufu sağlanmıştır. Arıtılmış atık suyun %14’ü tekrar filtrelenerek üretim sürecinde yeniden kullanılmaktadır. Buna ek olarak, Paris Anlaşması ile uyumlu emisyon azaltım projeleri kapsamında, Science-Based Targets Initiative (SBTI) standartlarına uygun uzun vadeli sürdürülebilirlik hedefleri oluşturulup doğrulanacağına dair taahhüt verilmiştir. Bu girişimler, Atakey’in çevresel sürdürülebilirliğe olan bağlılığını pekiştirerek, şirketin daha geniş yatırımcılara ve kredi sağlayıcılarına erişim avantajı sağlamaktadır.

Yeni Yatırımlar ve Büyüme Projeksiyonları

2024 yılının dördüncü çeyreğinde devreye alınan yeni üretim hattı, soğan halkası ve peynir çubuğu üretimine başlamıştır. Tamamlanan kojenerasyon yatırımının yanı sıra, toplam 40.000 tonluk ilave üretim kapasitesinin 2028 itibarıyla tamamlanması öngörülmektedir. Yeni fabrikanın toplam yatırım maliyetinin yaklaşık 27 milyon Euro olacağını tahmin ediyoruz. Grup restoranlarının büyüme beklentileri göz önüne alındığında, ilave kapasitenin büyük ölçüde grup restoranlarına satılması beklenmektedir. Bu yatırımlarla 2024 yıl sonunda üretime başlayan kaplamalı ürün kapasitesi yıllık 9.600 ton seviyesine ulaşacaktır. Halihazırda grup restoranları, soğan halkası ve peynir çubukları gibi kaplamalı ürünleri üçüncü taraf tedarikçilerden temin etmektedir. Ancak, yeni tesisin faaliyete geçmesiyle birlikte, bu ürünlerin üretimi Atakey tarafından gerçekleştirilmeye başlanmıştır. Kaplamalı ürünlerin üretim maliyetleri dondurulmuş patates ile benzer olsa da, mevcut satış fiyatları dondurulmuş patatese kıyasla yaklaşık %60 daha yüksektir. Ayrıca, patates işleme sürecinde fire oranı %45 seviyesinde iken, 1 kg soğandan yaklaşık 1,1-1,2 kg soğan halkası üretilebilmektedir.

YATIRIM RİSKLERİ

Grubun hızlı servis restoranlarının büyümesine bağımlılık

Şirketin önümüzdeki yıllarda beklenen satış büyümesi, büyük ölçüde grubun Türkiye’de işlettiği hızlı servis restoranlarının genişlemesine, Burger King China’ya tedarikçi olarak devam etmesine ve diğer ihracatlara bağlıdır. 9A24 döneminde toplam satış hacminin yaklaşık %76’sı grup restoranlarına yapıldı. Bu yüksek yoğunlaşma, grup restoranlarının büyümesindeki yavaşlama, menü tercihlerinde patatesin payının azalması veya uzun vadede grubun bu marka zincirleriyle olan anlaşmalarının sona ermesi durumunda Atakey için önemli riskler doğurabilir. Bununla birlikte, bu riskler, yurt içi ve yurt dışı market zincirlerine, uluslararası restoran zincirlerine ve HoReCa (otel, restoran ve kafe gibi ev dışı tüketim noktaları) satış kanallarına yapılan satışların artırılmasıyla azaltılabilir.

Yüksek işletme sermayesi ihtiyacının nakit yaratımını sınırlaması

Patates hasadı yılda yalnızca 5 ay (Haziran-Ekim) boyunca gerçekleştirildiğinden, şirketin yılın geri kalanında satış yapabilmesi için ham madde ve/veya bitmiş ürün stoklaması gerekmektedir. Atakey’in 30.000 m²’lik ham madde deposu, 7.500 m²’lik tohum deposu ve 15.000 m²’lik soğuk hava deposu bulunmaktadır. Bu tesisler, 21.800 ton bitmiş ürün, 15.000 ton tohum ve 70.000 ton patates stoklama kapasitesine sahiptir. Tam kapasiteyle çalıştığında, şirketin stokları yılın 4 ayından fazla sürede talebi karşılayacak seviyededir. 2023 ve 2024 yılları sonunda operasyonel işletme sermayesi ihtiyacının ciroya oranı sırasıyla %39 ve %45 seviyesinde gerçekleşmiştir, bu da yüksek işletme sermayesi gereksiniminin nakit akışı yaratımını sınırlayabileceğine işaret etmektedir.

İhracata getirilen kısıtlamalar

2023 yılında dondurulmuş patates de dahil olmak üzere bazı ürün gruplarına ihracat kısıtlamaları uygulanmıştır. Dondurulmuş patates için kısıtlamalar Ocak sonu - Şubat başı itibarıyla yürürlüğe girmiştir. Mart ayında şirket, normal bir dönemin yalnızca üçte biri kadar ihracat yapabilmıştır. Haziran - Temmuz döneminde toplamda bir aylık ihracata izin verilmiştir. Bu sınırlamalar nedeniyle 2023 yılı toplam ihracat hacmi 8.666 ton seviyesinde kalmıştır. Her ne kadar mevcut ihracat yasağı kaldırılmış olsa da, Çin pazarındaki operasyonel zorluklar nedeniyle büyüme hızında bir yavaşlama gözlemlenmiştir.

Atakey Patates

RBI'nın Burger King China'nın kontrolünü tamamen devralmasının ardından, Atakey'in bu pazardaki konumu korunmuş olup, şirket tedarikçi olarak faaliyet göstermeye devam edecektir. Ancak, uzun vadede RBI'nın yerel veya önceden çalıştığı tedarikçilere yönelme olasılığı bir risk faktörü olarak değerlendirilebilir.

Değişen tüketici tercihleri ve sağlık nedeniyle kızartılmış ürünlerden uzaklaşma

Tüketici tercihlerindeki değişim, kızartılmış ve karbonhidrat ağırlıklı ürünlerin talebini azaltabilir. Bu trend, restoran trafiği artmaya devam etse bile, patates kızartması tüketiminin menü tercihlerindeki payını olumsuz etkileyebilir.

Kuraklık, hastalık sebebiyle patates üretiminin düşmesi

Aşırı hava koşulları, özellikle kuraklık ve patates hastalıkları, şirketin üretim hacimlerini olumsuz etkileyebilir veya müşterilere yansıtmamayan maliyet artışlarına neden olabilir. Bununla birlikte, Atakey'in üretim alanlarının Türkiye genelinde 25'den fazla şehre yayılmış olması ve tarım alanlarının takibinin yapılarak ilaçlama süreçlerinde destek verilmesi bu riskleri azaltabilecek bir faktördür.

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

Dondurulmuş patates ve kaplamalı ürünler sektöründe birçok büyük gıda şirketi faaliyet göstermektedir. Atakey'in başlıca rakipleri arasında Superfresh (Yıldız Holding), Fine Food (donmuş sebze ve meyve üreticisi), Doğa Tohumculuk, Feast (Özgörkey) ve Torku bulunmaktadır. Fine Food, 2022 yılında 100.000 ton kapasiteli yeni bir dondurulmuş patates üretim tesisini devreye almıştır. 2021'de inşaatına başlanan tesisin toplam maliyeti 60 milyon USD olarak açıklanmıştır.

Her ne kadar Atakey'in satışlarının büyük ölçüde grup restoranlarına yapılması rekabet baskısını azaltsa da, sektöre yeni girişler ve kapasite artışları ürün fiyatları üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturabilir. Öte yandan, dondurulmuş patates üretim sürecinin uzun bir hazırlık dönemi gerektirmesi, yeni oyuncular için pazara giriş bariyeri oluşturmaktadır.

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. Dondurulmuş kızartmalık 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 hakim ortağıdır. TFI TAB Gıda Yatırımları, yaklaşık 3.319 restoranı ve 55.000'i aşkın çalışanıyla, Türkiye'de lider hızlı servis restoran (HSR) zinciri işletmecisidir. 2025 itibarıyla Çin'deki Burger King operasyonlarındaki tüm hisselerini RBI'a devretmiştir ancak Atakey, Burger King China için tedarikçi olarak faaliyet göstermeye devam etmektedir.

Şekil 1: Şirketin içinde Yer Aldığı Ekosistem



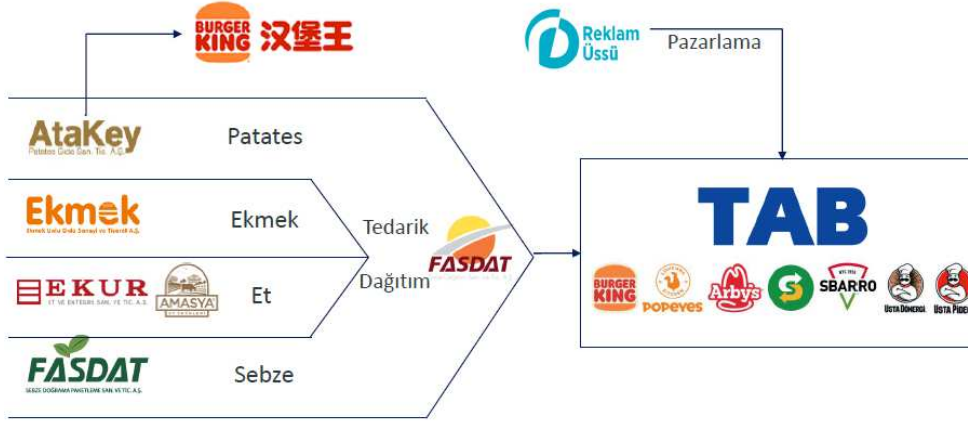
Kaynak: Şirket

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 patates, kaplamalı soğan halkası ve kaplamalı peynir çubuklarından 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 donmuş patates olarak düşünülebilir. Bunun yanında üretimine yeni başlanan kaplamalı soğan halkası ve peynir çubukları da yıllık 10.000 ton kapasite olarak düşünülebilir.

ŞİRKET
ÖZETİ

Şekil 2: Şirketin Ekosistemdeki Satış Ağı



Kaynak: Şirket

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. Şirketin halka arzı 2023 senesinde gerçekleşmiştir ve 2024 senesinin son çeyreğinde kaplamalı ürün üretimine başlamıştır.

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, 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 bulundurmak 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,

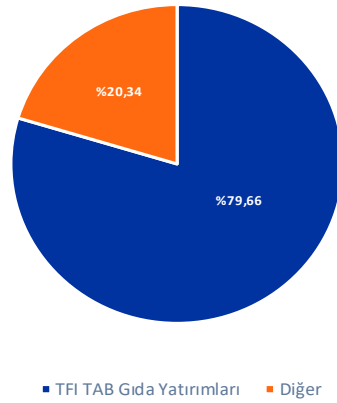
Atakey Patates

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, peynir çubukları ve soğan halkası ürünlerini de portföyüne dahil etmiştir.

Ortaklık Yapısı

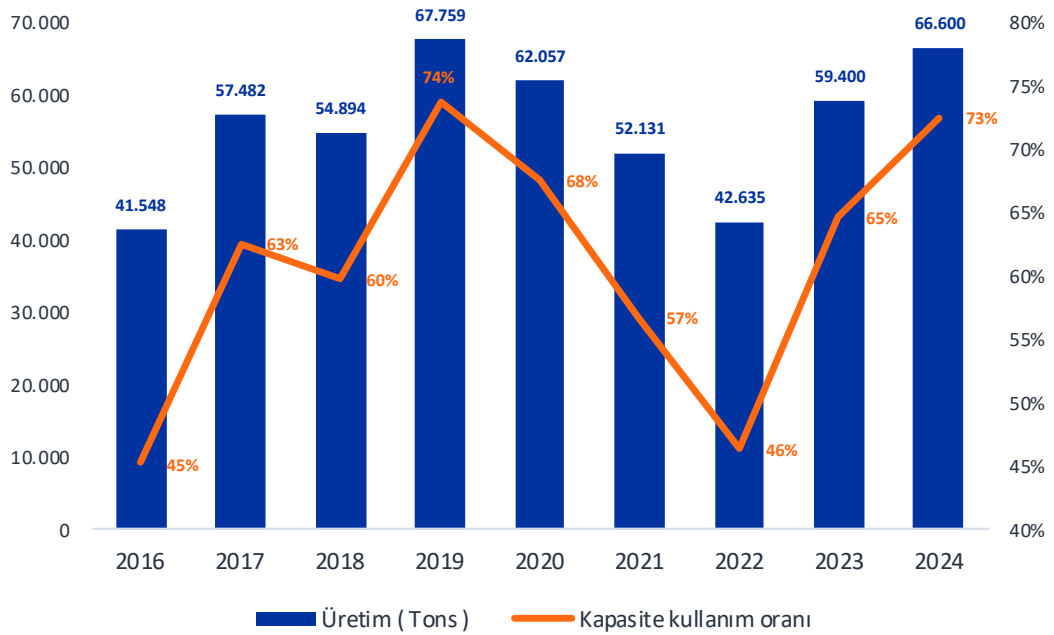
Şirketin %79,66'lık kısmı TFI TAB Gıda Yatırımlarına ait olup, geriye kalan kısmı BIST'te işlem görmektedir.

Grafik 3: Şirketin ortaklık yapısı



Kaynak: Şirket

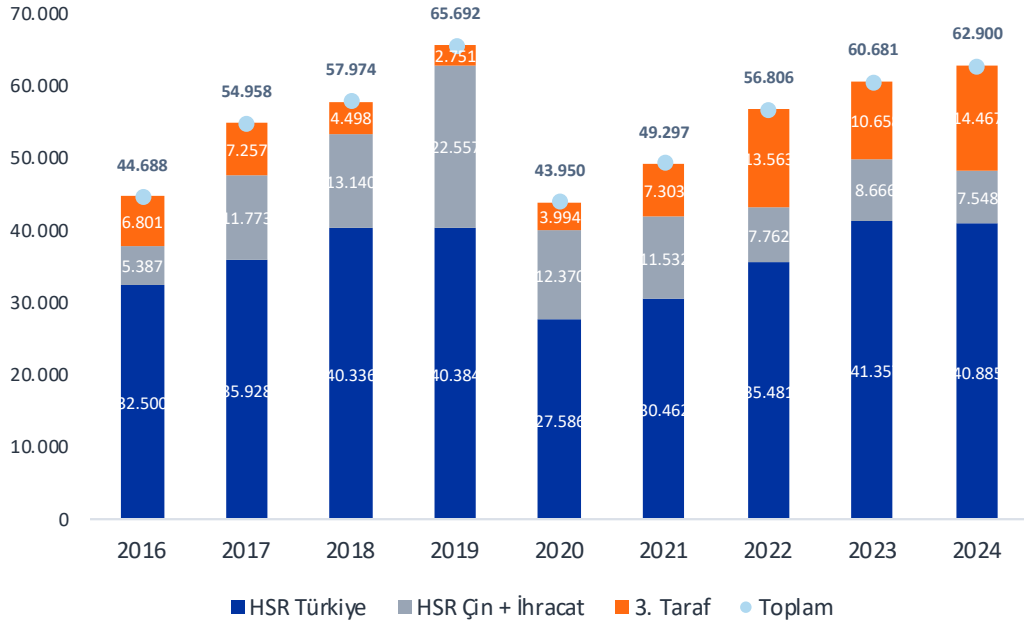
Grafik 4: Üretim (Ton)



Kaynak: Şirket

Grafikten, 2020-2022 döneminde COVID-19 pandemisinin etkisiyle şirketin üretim miktarında ve kapasite kullanım oranında bir düşüş yaşandığı gözlemlenmektedir. Ancak, 2023 yılında bu düşüş eğilimi kırılarak üretim büyüme oranlarında bir toparlanma gerçekleşmiştir.

Grafik 5: Satışların Alt Kırılımı (Ton)

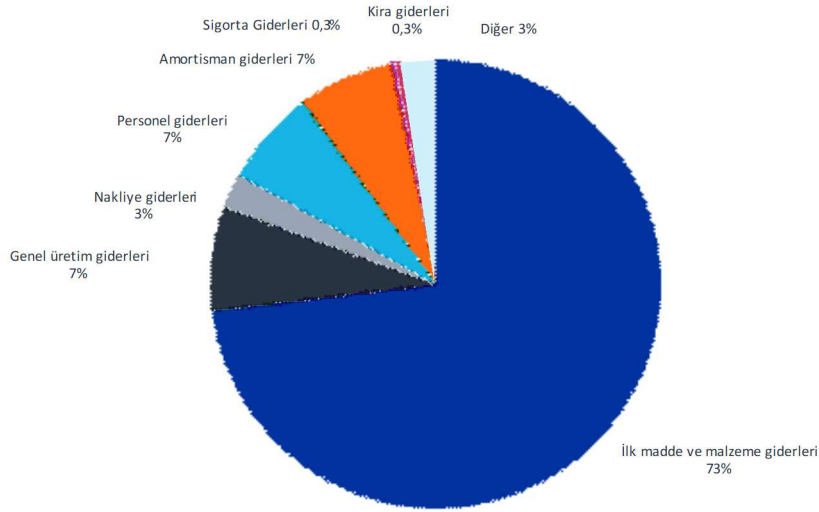


Kaynak: İş Yatırım

*2022 sonrası, Fasdat'a yapılan satışlar HSR Türkiye + HoReCa kanalından çıkarılarak üçüncü taraf satış kanalına dahil edilmiştir.

2016-2024 yılları arasındaki satışları incelendiğinde, COVID-19 pandemisinin etkisiyle 2020'den itibaren Türkiye ve Çin'deki hızlı servis restoranlarının kapanması nedeniyle grup içi satışların azaldığı görülmektedir. Buna karşın, üçüncü taraflara yapılan satışlar artarak, restoran kapanmaları nedeniyle yaşanan hacim kayıplarının bir kısmını telafi etmiştir. Ek olarak, 2022-2024 yılları arasında Çin'e ve diğer ülkelere yönelik ihracat önceki yılların seviyelerinin gerisinde kalmaya devam etmiştir. Bu durum, Çin'de zayıf tüketici talebi ve ihracat kısıtlamalarının etkisiyle satış hacimlerinin toparlanmasının beklenenden yavaş gerçekleşmesine yol açmıştır.

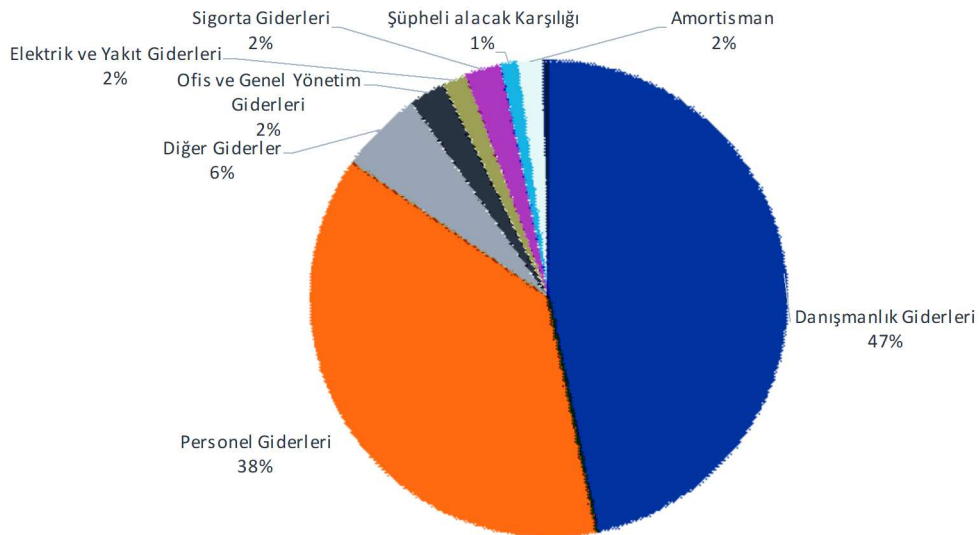
Şirketin 2021 yılından itibaren geniş şube satış ağına sahip kurumsal alıcıları portföyüne eklediği, aynı zamanda Türkiye'de ihracat ile TFI restoranları arasında bir tampon bölge görevi gördüğü için mevcut portföyüne yönelik satışlarını hem miktar hem de değer bazında artırdığı gözlemlenmektedir. Yabancı ülkelere gelen talebin zayıf olduğu dönemlerde üçüncü taraflara satış yapabilme esnekliği, satışlardaki dalgalanmaların dengelenmesine yardımcı olmuştur.

Grafik 6: UMS29 Satılan Malın Maliyeti Kırılımı (2024)

Kaynak: Şirket

Şirketin 2024 yılı satışların maliyeti kalemlerine bakıldığında, en büyük bileşenin 2.013 milyon TL ile ham madde maliyeti olduğu, bunu 202 milyon TL ile genel üretim giderlerinin takip ettiği, ardından ise personel giderleri ve amortismanın geldiği görülmektedir. Toplam satışların maliyeti 2.751 milyon TL'ye ulaşırken, en büyük kalem ham madde ve malzeme giderleri olmuştur.

Oransal olarak bakıldığında, ham madde maliyetlerinin toplam satışların maliyetine oranı 2023'te %76 seviyesindeyken, 2024'te %73'e gerilemiştir.

Grafik 7: UMS29 Operasyonel Giderler (2024)

Kaynak: Şirket

Şirketin operasyonel giderleri incelendiğinde, en büyük gider kaleminin halka arz süreciyle ilgili danışmanlık giderleri olduğu ve yaklaşık 67 milyon TL ile toplam operasyonel giderlerin %47'sini oluşturduğu görülmektedir. Diğer gider kalemleri arasında personel giderleri, ofis ve genel yönetim giderleri ile elektrik ve yakıt giderleri yer almaktadır.

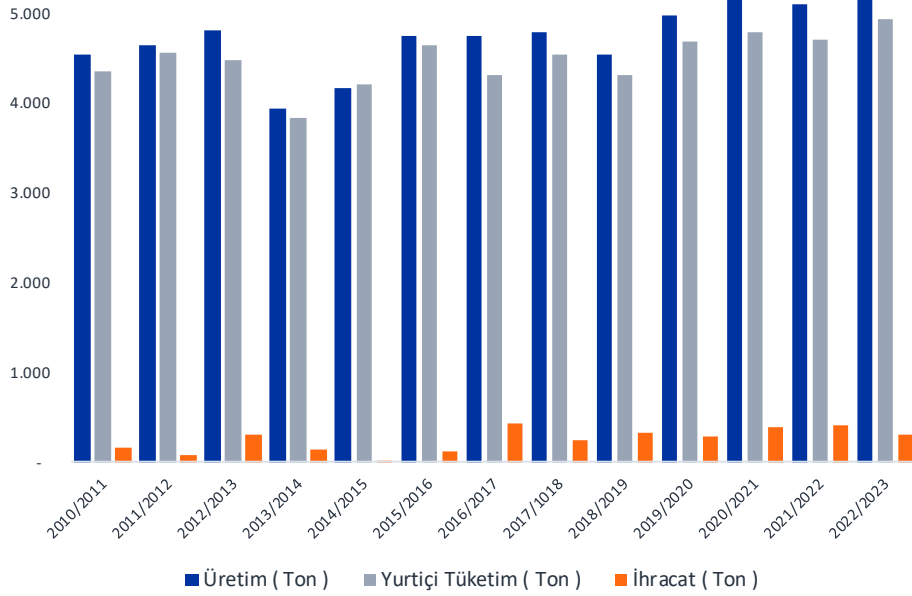
Kaynak: Şirket

SEKTÖR
ÖZETİ

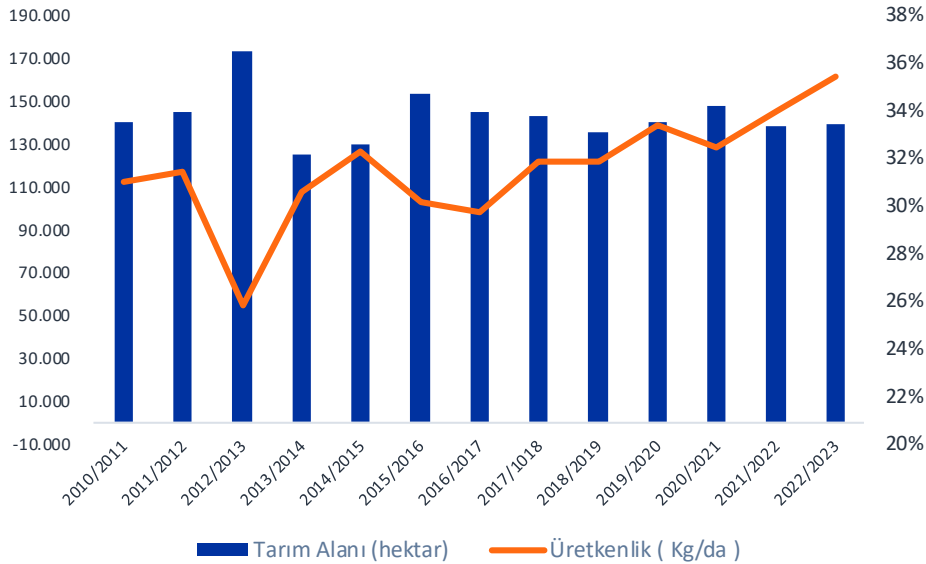
Ham Patates

Patates, yüksek verimliliği, yüksek besin değeri, kolay sindirilebilirliği ve tüm iklim koşullarında yetişebilmesi nedeniyle dünyanın hemen her yerinde üretilen ve tüketilen bir üründür. Temel gıda ürünlerinden biri olan patatese olan talep, geniş kullanım alanı ve artan dünya nüfusu ile birlikte hızla yükselmektedir. Bu kapsamda, patates dünya genelinde en fazla üretilen tarım ürünleri arasında yer almakta olup, şeker kamışı, mısır, pirinç ve buğdaydan sonra beşinci sırada bulunmaktadır (FAO, 2022).

Grafik 8: Türkiye’de Ham Patates Üretimi



Grafik 9: Ekilen Alan ve Verimlilik Kıyaslaması



Kaynak: TÜİK

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 volatilitesi ve girdi maliyetlerinin çok fazla artması gösterilebilmektedir. Yine de ekilen üründen alınan verimin artan bir trende sahip olduğu gözlemlenmektedir.

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)

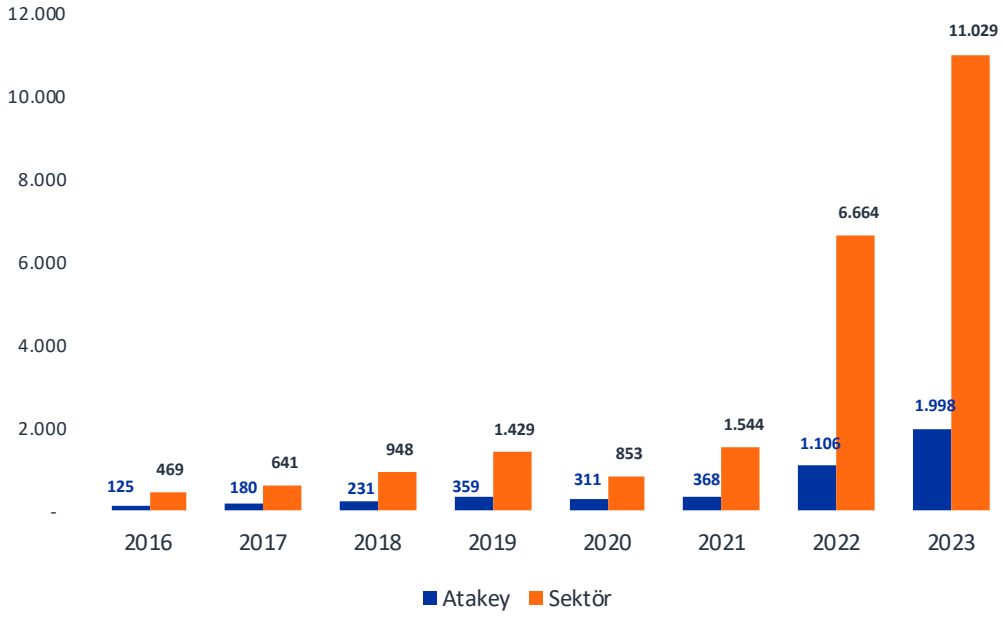
Türkiye’de dondurulmuş patates sektöründe üretime, ilk olarak ihracata yönelik başlanmıştır. Başlangıçta sadece bu amaca yönelik olarak çalışan sektördeki firmalar 1990 yılından itibaren yurt içi talebin oluşmasıyla iç pazara da mamul vermeye başlamışlardır. Uluslararası hızlı servis restoran zincirlerinin Türkiye’de faaliyete geçmesi yurt içinde 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 10: Dondurulmuş Patates Üretimi (Ton)



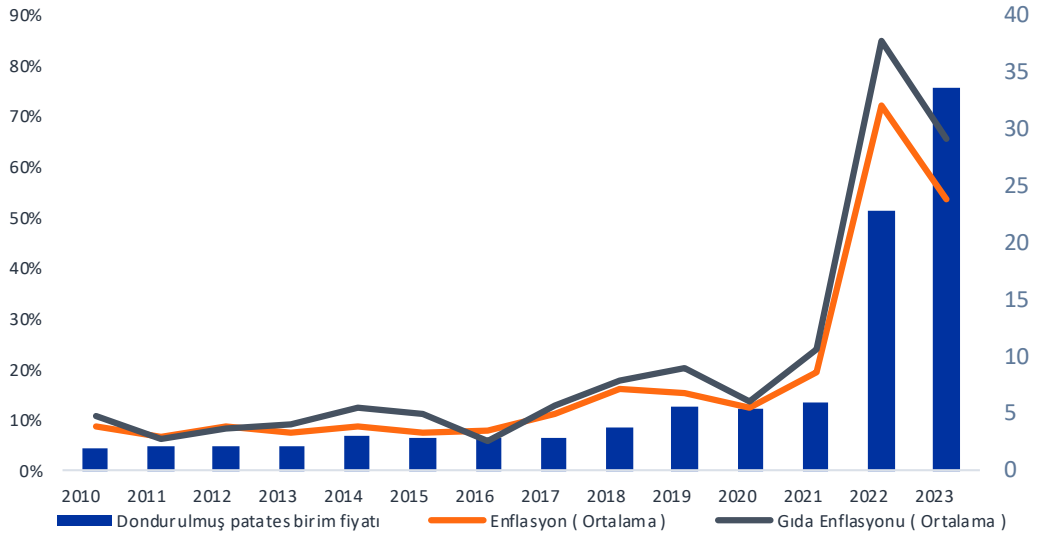
Kaynak: TÜİK, Şirket

Grafik 11: Şirket ve Sektör Satışları (Milyon TL)



Kaynak: TÜİK, Şirket

Grafik 12: Dondurulmuş Patates Birim Fiyat Artışı (Sektör)



Kaynak: TCMB, TÜİK

*2010-2020 yılları arası donmuş patates birim fiyatı büyüme oranı TÜİK verilerine dayanarak hesaplanmıştır.

2022 yılında, girdi maliyetlerindeki artış ve olumsuz iklim koşulları nedeniyle dondurulmuş patates fiyatlarında rekor seviyede bir yükseliş gözlemlenmiştir. Genel olarak, fiyatlar gıda enflasyonu ile paralel bir dalgalanma göstermektedir.

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 üretilen 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 2023 finansallarına göre, dondurulmuş patates ve kroket gelirleri 3,49 milyar TL'ye ulaşarak TMS29 öncesi toplam satışların %23'ünü oluşturmuştur. Bu segmentin FAVÖK marjı %26,2 olarak gerçekleşmiştir Faaliyet giderlerinin gelire oranı Kerevitaş'ta %11 seviyesindeyken, Atakey'de %3,2 olarak hesaplanmıştır. Bu farkın temel olarak Kerevitaş'ın markalı ve daha çeşitli ürünler satması nedeniyle daha yüksek satış, pazarlama ve dağıtım giderlerine katlanmasından 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

Atakey Patates

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.

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 Torku Pratiko markası ile tüketiciyle buluşturan şirket; atıştırmalık, et ve süt ürünlerini ise Torku 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.

Doğa Tohumculuk

1995 yılında kurulan ve merkezi Nevşehir, Türkiye olan Doğa Tohumculuk, Türkiye’deki dondurulmuş patates sektörünün önde gelen oyuncularından biri haline gelmiştir. 30.000 dönüm arazide, yıllık 150.000 ton üretim kapasitesine sahip olan şirket, hem ham madde hem de tohum tedariki ile küresel markalara hizmet vermektedir.

Doğa Tohumculuk, sanayi tipi patates işleme alanına POMKING markası altında yıllık 22.000 ton üretim kapasiteli dondurulmuş patates fabrikasını kurarak giriş yapmıştır. Son yıllarda üretim kapasitesini daha da genişleten şirket, günümüzde yıllık 60.000 ton dondurulmuş patates üretim kapasitesine ulaşmıştır. Doğa Frost, Pomking ve Pomqueen markaları altında pazarlanan ürünleri, Türkiye iç pazarının yanı sıra Avrupa, Güney Amerika ve Orta Doğu’ya da ihraç edilmektedir.

DEĞERLEME İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi: Ana Varsayımlar

Atakey'in değerlemesinde, %50 ağırlıkla UMS29 öncesi İndirgenmiş Nakit Akışı (İNA) analizi ve %50 ağırlıkla benzer şirket çarpanları yöntemini kullandık. Yurt içi ve uluslararası benzer şirketlerin geçmişe dönük FD/FAVÖK medyan çarpanlarını kullanarak ve aykırı değerleri çıkararak hesapladığımız piyasa değerinde, değerlemeye gelen katkısı sırasıyla %70 ve %30 oranında ağırlıklandırdık.

Hacim büyümesi varsayımlarımız, Türkiye'de TFI restoranlarının genişleme beklentisi, yeni kaplamalı ürün hatlarının eklenmesi ve Burger King China'ya yapılan ihracatın devamı ile diğer ihracat pazarlarındaki büyüme görünümüne dayanmaktadır. Bu kapsamda Türkiye için 2025'te %18'lik bir hacim artışı beklenirken, sonrasında değerlendirme süremiz boyunca yıllık ortalama %10'luk bir büyüme öngörülmektedir.

Türkiye'de TFI tarafından işletilen hızlı servis restoranlarının (QSR) sayısındaki artış ve iç talep, büyümenin temel nedenleri olarak öne çıkmaktadır. Öte yandan, Çin tarafındaki düşük tüketici talebi ve ekonomik yavaşlama sebebiyle 2025 yılında bu pazar ve diğer ihracat pazarlarında %36'lık bir daralma öngörüyoruz.

Türkiye'de, TFI restoranlarına (QSR Türkiye + HoReCa) yapılan satışların ton başına net satış gelirinin 2025 senesinde yıllık %24 artış göstermesini bekliyoruz. 2025 sonrası net satış gelirinin (NSR) enflasyona paralel olarak artmasını ve artış oranının 2029'a kadar kademeli olarak %16 seviyelerine gerilemesini öngörüyoruz.

2024 yılında, TFI restoranlarında fiş artış hızının yavaşlaması nedeniyle satış hacminin geçici olarak 40.885 tona düşerken, 2025 sonrası yıllık %10'luk sürdürülebilir bir büyüme ile 2029'da 70.460 tona ulaşacağını tahmin ediyoruz. Çin ve diğer ihracat pazarlarında ise ton başına net satış gelirinin (TRY), 2025'te %26'ya yakın yükselmesini ve sonrasında USD bazında yıllık %4 oranında artış göstermesini bekliyoruz. Ancak, RBI'nin Burger King China'nın kontrolünü devralmasıyla birlikte, uzun vadede yerel tedarikçilere yönelme ihtimali bir risk faktörü olarak değerlendirilebilir. Bu artış beklentisi, uluslararası talep ve fiyatlandırmadaki istikrarlı yükselişi yansıtırken, 2025 yılı hariç ihracat pazarlarının hacmen yıllık %15 büyüme göstermesi beklenmektedir. Kısa dönemdeki sınırlı büyüme görünümü, ihracat hacminin artırılması, yeni restoran açılışları ve Irak, BAE, Brezilya gibi yeni pazar penetrasyonları ile yeniden ivme kazanabilir.

2024 Aralık ayında kaplamalı ürün hatlarının devreye alınmasıyla, 2025 yılı için yüksek sayıda soğan halkası ve peynir çubukları satışı bekliyoruz. Üretimin tam kapasitesine ulaşmasıyla birlikte, 2026'da %40 ve 2027'de %14 büyüme ile yıllık üretim kapasitesine ulaşacağını öngörüyoruz. Kaplamalı ürünlerin ağırlıklı ortalama fiyatı olarak dondurulmuş patates fiyatının yaklaşık iki katı olacağını öngörmekteyiz ve ilerleyen yıllarda bu rakamın enflasyona paralel olarak artmasını bekliyoruz.

2025 sonrası için şirketin brüt kar marjının ortalama %29 seviyelerinde dengelenmesi beklenmektedir. Bu marj görünümü, ana satış hacmi sağlayıcısı olan ve ton başına en düşük NSR'ye sahip TFI restoranlarının ağırlığı ile Çin'de beklenenden yavaş toparlanan satışların etkisiyle şekillenmiştir. Ancak, maliyet verimlilikleri ve enflasyon bağlantılı fiyat ayarlamalarının uzun vadede marjların istikrarını desteklemesi beklenmektedir.

FAVÖK marjının ise 27% seviyesine dengeli bir seyir izlemesi öngörülmektedir. TFI restoran satışlarının marjlar üzerindeki baskısı devam ederken, ihracat ve kaplamalı ürünler gibi daha yüksek marjlı segmentlerin kademeli artışı ile marj baskısının hafiflemesi beklenmektedir.

Atakey Patates

Bakım ve onarım maliyetlerinin uzun vadede satışların %1-2'si seviyesinde seyretmesi beklenirken, 2027 ve 2028 yıllarında yapılacağını tahmin ettiğimiz toplam 27 milyon Euro'luk fabrika yatırımı nedeniyle bu yıllarda ek harcamalar öngörülmektedir. Bu kapasite artırımını, büyümenin sürdürülebilirliği açısından kritik bir yatırım olarak değerlendirilmektedir.

Şirket, önceki yıllarda ertelenmiş vergi gelirleri sayesinde önemli bir vergi yükümlülüğü taşımamış olsa da, 2025 itibarıyla efektif vergi gider oranının %23 seviyesinde gerçekleşmesini bekliyoruz.

Operasyonel giderlerin satışlara oranının uzun vadede %4,4-%4,6 seviyelerinde dengelenmesi beklenirken, bu tahminler enflasyonist baskılar ve operasyonların ölçeklenmesi göz önüne alınarak yapılmıştır.

Amortisman giderlerinin satışlara oranı ise 2024'te %2,3'ten başlayarak, 2028'de %3,3'e yükselmesi, ardından 2029'da %2,8 seviyesinde dengeye oturması beklenmektedir. Bu değişimler, büyük ölçekli sermaye yatırımlarının 10 yıllık bir süre içinde amortize edilmesinin etkisini yansıtmaktadır.

Şirketin alacak ve borç devir hızlarının sırasıyla 41 gün ve 104 gün seviyesinde sabit kalması, stok devir süresinin ise 2025 sonrası 287 gün seviyesinde seyretmesi beklenmektedir. Böylece, nakit dönüşüm döngüsünün uzun vadede 224 gün seviyesinde dengelenmesi ve satış büyümesiyle uyumlu hale gelmesi öngörülmektedir.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) varsayımlarımıza göre, 2025'te %31 seviyesinde olan AOSM'nin, 2029 itibarıyla %19'a gerilemesi beklenmektedir. Bu düşüş, risksiz getiri oranının 2025'te %29 seviyesinden 2029'a kadar %16'ya gerilemesi yönündeki beklentimize dayanmaktadır ve uzun vadeli makroekonomik öngörülerimizle uyumludur.

AOSM hesaplamamızda, Borsa İstanbul'da işlem gören yüksek piyasa değerli gıda şirketlerinin uzun vadeli ortalama beta değeri olan 1.0'ı kullanıyoruz. Şirketin risksiz getiri oranının %4 üzerinde borçlanacağı ve sermaye yapısında borç/özsermaye oranının %40 seviyesinde korunacağı varsayılmaktadır. Projeksiyon döneminde ortalama AOSM'nin %24 seviyesinde olması ve hassasiyet analizimizde +/- %2'lik bir değişime duyarlı olması beklenmektedir.

Şirketin olgunlaşan operasyonel nakit akışı ve karlılık seviyelerini yansıtacak şekilde, dağıtılabilir net karının %45'ini temettü olarak dağıtmasını bekliyoruz.

Sonsuz değer hesaplamalarında, FAVÖK marjının uzun vadede %26.4 seviyesinde dengeleneceğini ve maliyet yönetimi, ölçek ekonomileri ve operasyonel optimizasyonun sürdürüleceğini varsayıyoruz. Şirketin büyüme hedeflerini gerçekleştirmek için düzenli yatırımlar yapacağı ve terminal dönemde yatırım harcamalarının satışların yaklaşık %1,7'sine denk gelmesi beklenmektedir. Net işletme sermayesi değişiminin satışlara oranını da yaklaşık %9.4 olarak öngörüyoruz.

Tablo 1: UMS29 Öncesi İndirgenmiş Nakit Akışı ve Çarpan Analizi

mn TL	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Satış Gelirleri	4.265	5.916	7.675	9.675	12.091
Brüt Kar	1.281	1.842	2.250	2.761	3.447
<i>Brüt Kar Marjı, %</i>	<i>30%</i>	<i>31%</i>	<i>29%</i>	<i>29%</i>	<i>29%</i>
Faaliyet Karı	1.083	1.571	1.903	2.327	2.909
FAVÖK	1.165	1.672	2.113	2.642	3.251
<i>FAVÖK Marjı, %</i>	<i>27%</i>	<i>28%</i>	<i>28%</i>	<i>27%</i>	<i>27%</i>
Vergi (-)	(249)	(361)	(438)	(535)	(669)
İşletme Sermayesi Değişimi	(712)	(735)	(837)	(935)	(1133)
<i>% satışlara oranı</i>	<i>17%</i>	<i>12%</i>	<i>11%</i>	<i>10%</i>	<i>9%</i>
Yatırım Harcamaları	(102)	(125)	(1032)	(979)	(200)
<i>% satışlara oranı</i>	<i>2%</i>	<i>2%</i>	<i>13%</i>	<i>10%</i>	<i>2%</i>
Serbest Nakit Akışı	103	450	-194	192	1249
<i>İskonto Oranı</i>	<i>1,29</i>	<i>1,61</i>	<i>1,93</i>	<i>2,28</i>	<i>2,67</i>
İndirgenmiş Nakit Akışı	80	280	-101	84	468
Sonsuz Büyüme	8%				
Firma Değeri	5.042				
Net Nakit (4Ç24)-UFRS 16 Hariç	216				
Özsermaye Değeri	5.258				
Hedef Özsermaye Değeri İNA	7.098				
Hedef Özsermaye Değeri Çarpan	7.278				
12 aylık (%50-50 Ağırlıklandırılmış)	7.188				
Hisse Adedi, mn	139				
Hisse Başı Hedef Fiyat	52				
Piyasa Fiyatı	38,5				
Artış Potansiyeli	35%				

Kaynak: İş Yatırım

Tablo 2: AOSM Varsayımları

AOSM	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Risksiz Getiri Oranı	29,5%	29,0%	24,0%	19,0%	17,0%	16,0%
Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Sermaye Maliyeti	35,5%	35,0%	30,0%	25,0%	23,0%	22,0%
Borçlanma Maliyeti	32,5%	32,0%	27,0%	22,0%	20,0%	19,0%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	25,0%	24,6%	20,8%	16,9%	15,4%	14,6%
Borç / (Borç+Özsermaye)	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
AOSM	31,3%	30,9%	26,3%	21,8%	20,0%	19,1%

Tablo 3: Makroekonomik Varsayımlar

Makro Veriler	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Enflasyon (yıl sonu)	65%	44%	30%	20%	17%	17%	15%
Enflasyon (ortalama)	54%	59%	34%	23%	18%	17%	16%
TL/Dolar (yıl sonu)	29,4	35,2	44,1	51,5	59,3	68,2	76,7
TL/Dolar (ortalama)	23,7	32,8	39,7	47,7	55,4	63,7	72,4
TL/Euro (yıl sonu)	32,7	36,7	48,1	55,1	62,8	71,6	80,5
TL/Euro (ortalama)	25,7	35,5	42,4	51,6	59,0	67,2	76,1
Gösterge 10 Yıllık TL Tahvil Faizi	25%	30%	29%	24%	19%	17%	16%

Kaynak: İş Yatırım

HASSASİYET
ANALİZİ*

*UMS-29 öncesi.

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

Ortalama AOSM	Sonsuz Değer Büyüme Oranı					
		5%	6%	8%	9%	10%
20,0%		7.648	8.030	8.985	9.593	10.323
21,0%		7.382	7.749	8.666	9.249	9.951
22,0%		7.129	7.481	8.361	8.922	9.595
23,0%		6.887	7.225	8.071	8.610	9.257
24,0%		6.656	6.981	7.794	8.312	8.933

Kaynak: İş Yatırım

Tablo 5: İşaret Edilen 2025T FD/FAVÖK Çarpanı

Ortalama AOSM	Sonsuz Değer Büyüme Oranı					
		6%	7%	8%	9%	10%
20,0%		9,2x	9,8x	10,4x	11,1x	12,0x
21,0%		8,9x	9,4x	10,0x	10,7x	11,6x
22,0%		8,6x	9,0x	9,6x	10,3x	11,1x
23,0%		8,2x	8,7x	9,3x	9,9x	10,7x
24,0%		8,0x	8,4x	8,9x	9,6x	10,3x

Kaynak: İş Yatırım

Tablo 6: İşaret Edilen 2025T F/K Çarpanı

Ortalama AOSM	Sonsuz Değer Büyüme Oranı					
		6%	7%	8%	9%	10%
20,0%		24,3x	25,7x	27,2x	29,1x	31,3x
21,0%		23,5x	24,8x	26,3x	28,0x	30,2x
22,0%		22,7x	23,9x	25,3x	27,0x	29,1x
23,0%		21,9x	23,1x	24,5x	26,1x	28,1x
24,0%		21,2x	22,3x	23,6x	25,2x	27,1x

Kaynak: İş Yatırım

Tablo 7: İşaret Edilen 2025T FD/Satışlar Çarpanı

Ortalama AOSM	Sonsuz Değer Büyüme Oranı					
		6%	7%	8%	9%	10%
20,0%		1,7x	1,8x	1,9x	2,0x	2,2x
21,0%		1,6x	1,7x	1,8x	2,0x	2,1x
22,0%		1,6x	1,7x	1,8x	1,9x	2,0x
23,0%		1,5x	1,6x	1,7x	1,8x	2,0x
24,0%		1,5x	1,5x	1,6x	1,8x	1,9x

Kaynak: İş Yatırım

Atakey Patates

Tablo 8: Uluslararası Benzer Şirketler

Şirketler	Ülke	Piyasa Değeri	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
Şirket		mn USD	Son 12 Ay	Son 12 Ay	Son 12 Ay	Son 12 Ay	2025	2025	2025
SBEC Sugar Ltd	Hindistan	22,0	u/d	9,2	0,6	u/d	u/d	u/d	u/d
Sociedad Agricola La Rosa Sofruco S.A	Şili	22,7	14,9	5,4	1,1	0,5	u/d	u/d	u/d
Harn Len Corporation Bhd	Malezya	79,0	u/d	u/d	u/d	1,0	u/d	u/d	u/d
PT ANDIRA AGRO Tbk	Endonezya	5,0	u/d	u/d	1,0	0,5	u/d	u/d	u/d
Freshrop Fruits Ltd	Hindistan	11,3	u/d	u/d	0,9	0,8	u/d	u/d	u/d
Hob Co Ltd	Japonya	9,2	56,3	20,2	0,4	1,7	u/d	u/d	u/d
Sin Heng Chan (Malaya) Berhad	Malezya	16,5	8,1	19,3	4,3	0,3	u/d	u/d	u/d
The Peria Karamalai Tea & Produce Company Limited	Hindistan	25,0	40,0	18,1	2,0	1,1	u/d	u/d	u/d
Orsero SpA	İtalya	253,1	7,8	5,5	0,2	0,9	8,1	4,2	0,2
Limoneira Company	A.B.D	287,3	14,1	51,8	2,7	1,8	75,8	25,7	2,0
Del Monte Fresh Produce Company	A.B.D	1523,5	12,4	7,2	0,5	0,8	11,8	6,7	0,4
Molinos Agro S.A.	Arjantin	682,3	37,8	u/d	1,4	2,6	u/d	11,5	u/d
T&G Global Limited	Yeni Zelanda	119,8	u/d	8,1	0,4	0,4	u/d	u/d	u/d
Medyan		39,5	12,4	9,2	1,0	0,9	11,8	9,1	0,4
Ortalama		213,3	14,8	12,7	1,3	0,8	31,9	12,0	0,9

Kaynak: Bloomberg

Tablo 9: Yerli Benzer Şirketler

Şirketler	Piyasa Değeri	Cari F/K	Cari FD/FAVÖK	FD/Satışlar	PD/DD
	mn TL	Son 12 Ay	Son 12 Ay	Son 12 Ay	Son 12 Ay
Yayla Agro Gıda	9.924	u/d	17,6	1,4	1,1
Göknur Gıda	7.959	6,7	4,7	0,8	1,1
Kerevitaş	10.466	6,9	4,2	0,5	0,9
Söke Değirmencilik	4.224	u/d	13,1	0,8	1,2
Frigo Pak Gıda	1.089	10,0	5,0	1,2	0,9
Ulusoy Un	4.523	u/d	2,8	0,1	0,4
Tat Gıda	2.889	u/d	u/d	1,0	0,9
Penguen Gıda	1.197	u/d	u/d	0,9	0,4
Avod Kurutulmuş Gıda	932	u/d	29,1	1,1	0,9
Dardanel	3.042	u/d	4,1	0,5	0,5
Elite Organik Gıda	5.039	12,8	8,4	2,9	3,3
Kervan Gıda	4.471	u/d	7,9	0,7	0,9
Kütahya Şeker	2.716	7,1	10,4	0,7	0,6
Selva Gıda	805	23,4	27,9	0,8	0,5
Tukaş	11.070	14,2	8,5	2,0	1,0
Ülker	39.476	5,3	3,9	0,7	1,3
Pınar Süt	2.637	u/d	u/d	0,6	0,3
Oylum Sınai Yatırımlar	609	u/d	6,1	0,9	0,8
Selçuk Gıda	1.070	258,7	u/d	11,3	7,9
Medyan	3.042	8,6	7,9	0,8	0,9
Ortalama	6.007	10,8	10,2	1,5	1,3

Kaynak: İş Yatırım

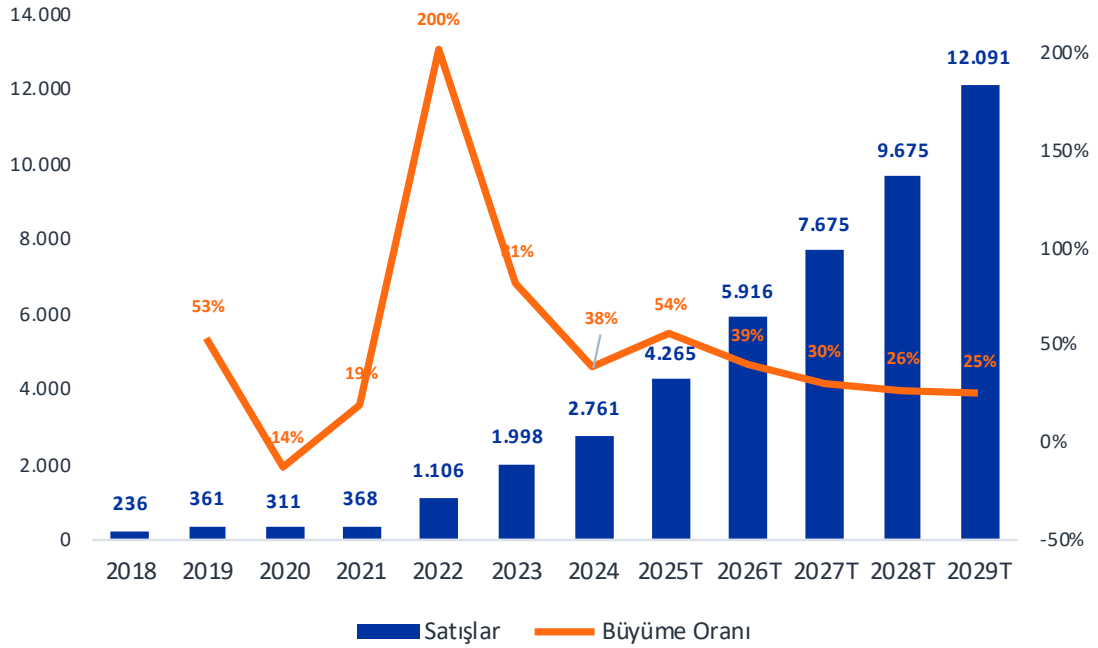
u/d: Uygun değil ifadesinin kısaltmasıdır.

FİNANSAL
ANALİZ

Satışlar

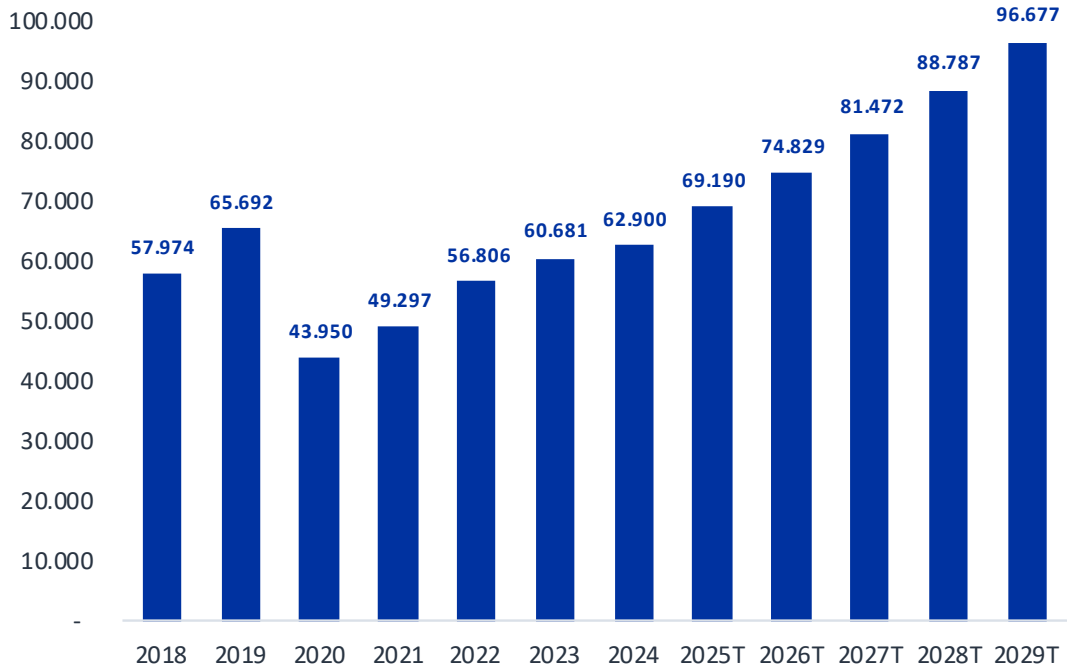
Net satışlar, 2021-2023 döneminde %73 YBBO ile artarak pandemi sonrası güçlü bir toparlanma göstermiştir. 2022'de net satışlar, gıda fiyatlarındaki artış ve yükselen satış fiyatlarıyla %200 artarak 1,106 milyon TL'ye ulaşmıştır. 2023'te büyüme ivmesi sürmüştür, satışlar %81 artışla 1,998 milyon TL olmuştur. Bu artış, dondurulmuş patates ihracatındaki kısıtlamalara rağmen Türkiye'deki TFI restoranlarından gelen güçlü taleple desteklenmiştir. 2024'te net satışların %38 artışla 2,761 milyon TL olarak gerçekleşerek, 2029'a kadar %34,4 YBBO ile 12.091 milyon TL'ye yükselmesi öngörülmektedir.

Grafik 13: Satışlar (Milyon TL)



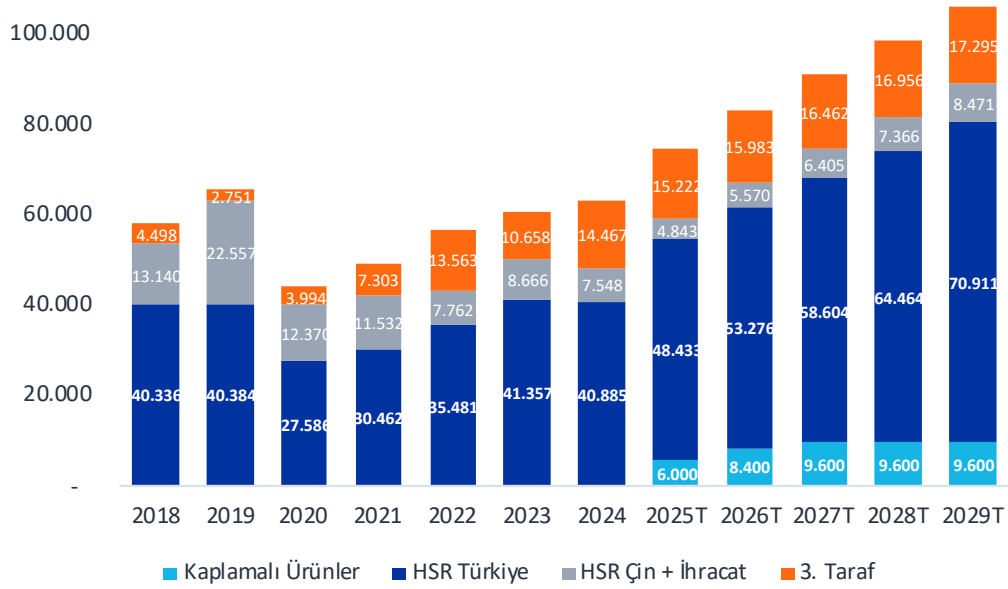
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Grafik 14: Dondurulmuş Patates Satış Miktarı (Ton)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Grafik 15: Satış Miktarı* (Ton)

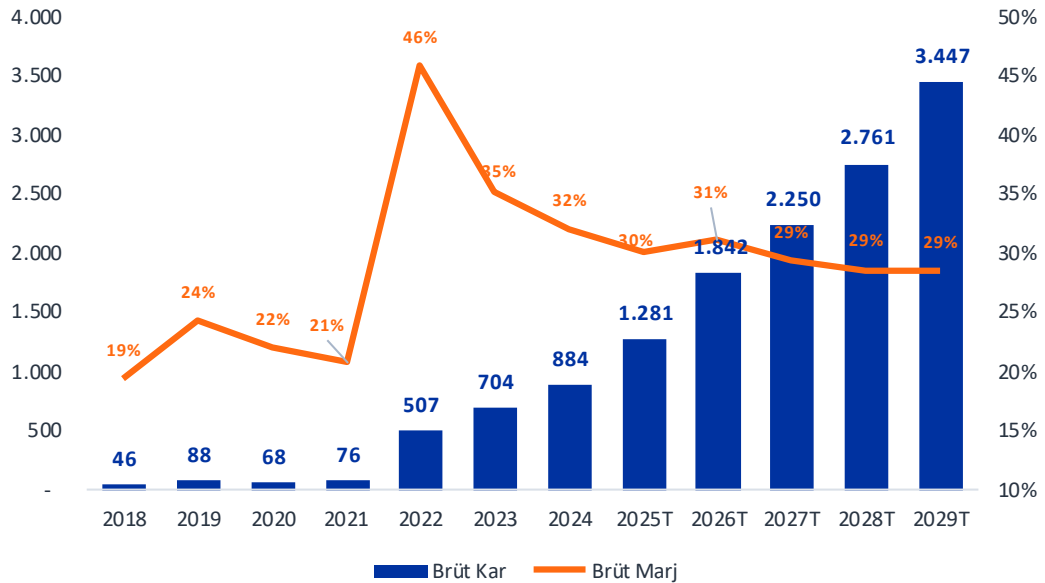


*Patatesin kırılımı kanal bazında tahmin edilmiş olup, kaplamalı ürünler ayrı bir kategori olarak gösterilmiştir.

Kaynak: Şirket, İş Yatırım

2025 yılında dondurulmuş patates satış hacminin %71'inin Türkiye'deki TFI faaliyetlerinden gelmesi beklenirken, önümüzdeki yıllarda da büyümenin ana faktörü olmaya devam edeceği öngörülmektedir. Çin ve diğer ihracat pazarlarının toplam satış hacminin %7'sini, üçüncü taraf satışlarının ise %22'sini oluşturması beklenmektedir. Büyümenin, Türkiye'deki TFI restoran ağının genişlemesine ek olarak potansiyel ihracat talebiyle desteklenmesi öngörülmektedir. 2029'da Türkiye'deki TFI restoranlarına yapılan satışların 70,911 tona, Çin ve diğer ülkelere yapılan satışların 8,471 tona ve üçüncü taraf satışlarının 17,295 tona ulaşması beklenirken, toplam satış hacmi içindeki dağılımın sırasıyla %73, %9 ve %18 olması öngörülmektedir.

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

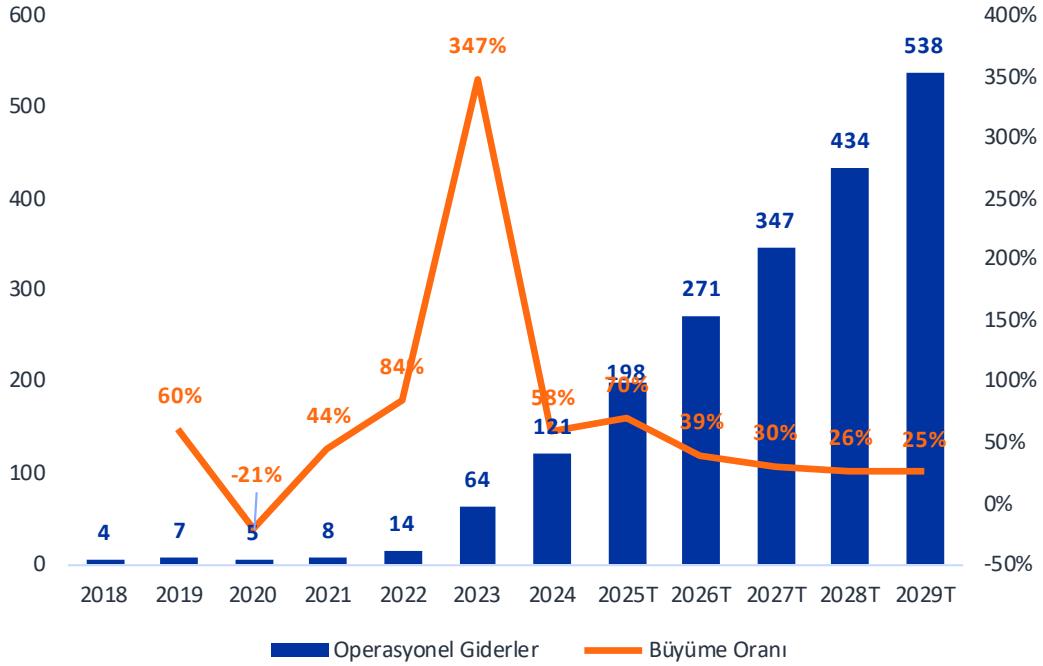


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Atakey Patates

Brüt kâr, 2019-2024 yılları arasında %59 YBBO ile artarak, 2024 yılında %33 brüt kâr marjı ile 884 milyon TL'ye ulaşmıştır. Büyümenin 2029'a kadar %31,1 YBBO ile devam etmesi ve brüt kârın 3,447 milyon TL'ye ulaşması beklenmektedir. 2022'deki keskin artışın ardından, brüt kâr marjlarının %28-%29 seviyelerinde dengelenmesi öngörülmektedir. Düşük maliyetli kaplamalı ürün satışları ve 2028'de beklenen kapasite artışı, marj istikrarını destekleyen temel faktörler olacaktır. Ayrıca, ihracat ve üçüncü taraf satışlarının toplam satışlardaki payının artması marjların iyileşmesine katkı sağlayabilir.

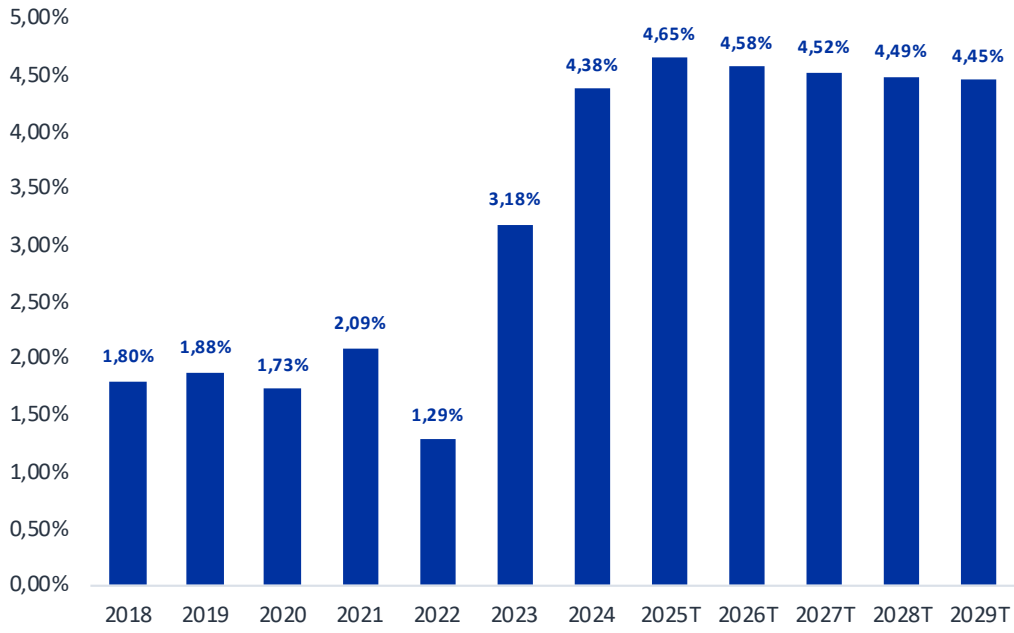
Grafik 17: Operasyonel Giderler (Milyon TL)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

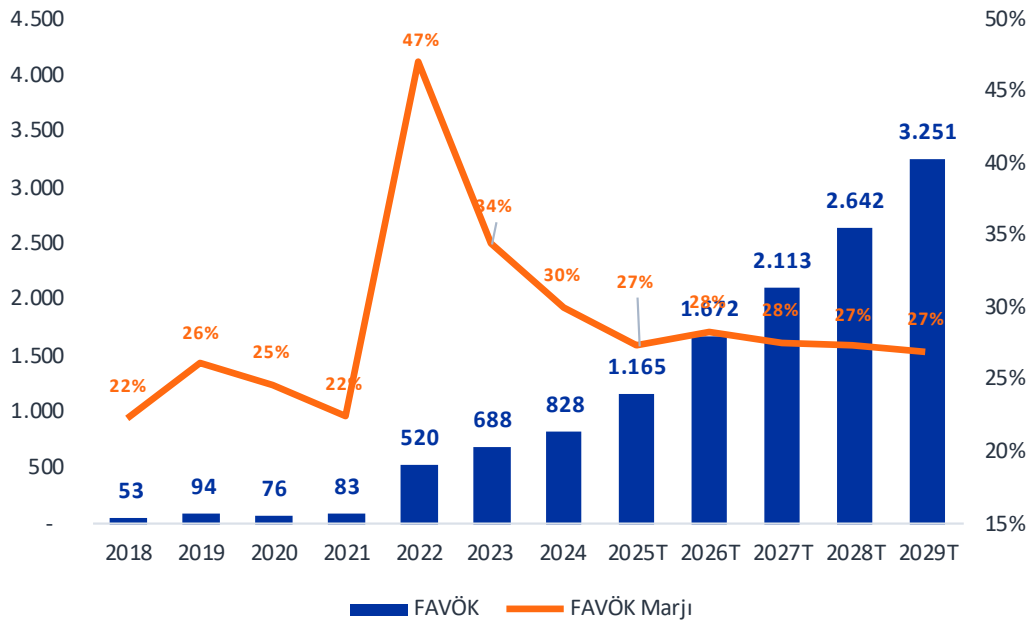
Operasyonel giderler, 2019-2022 yılları arasında ortalama %42 büyüme göstermiş ve yıllar arasında yüksek dalgalanmalar yaşanmıştır. 2023 yılında, halka arz ile ilgili danışmanlık giderleri ve artan personel giderleri nedeniyle %347 oranında bir artış kaydetmiştir. 2025 yılı için %60'lık büyüme beklentimizin ardından artışta yavaşlama bekliyoruz.

Grafik 18: Operasyonel Giderlerin Satışlara Oranı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

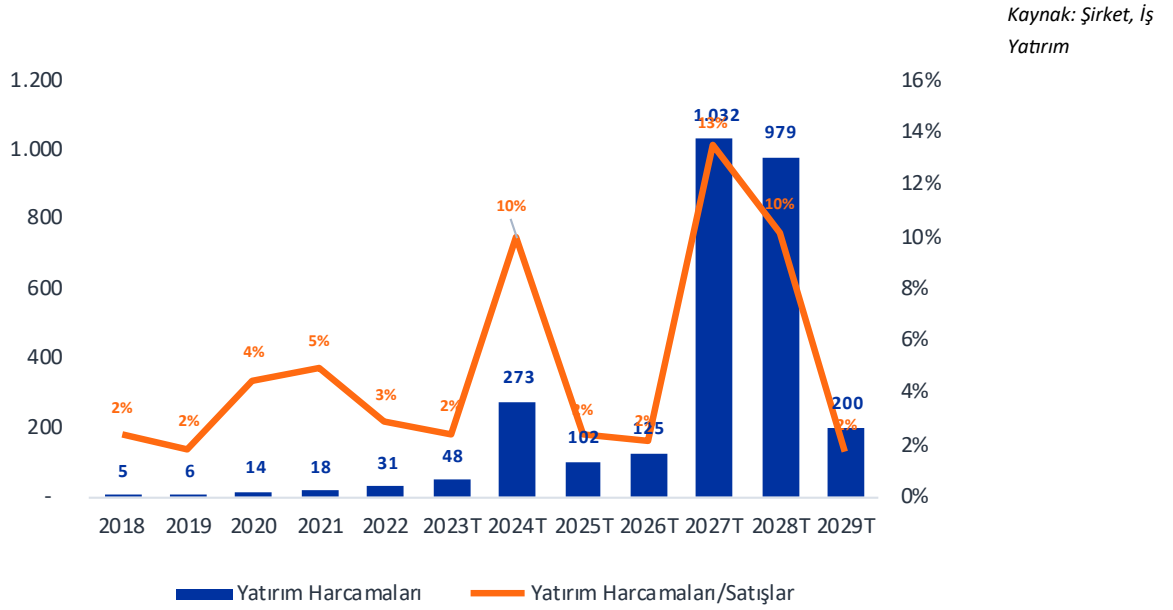
Grafik 19: FAVÖK (Milyon TL) ve FAVÖK Marjı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

FAVÖK'ün 2025 yılında %27 marjla 1,165 milyon TL'ye ulaşması beklenmektedir. Bu durum, 2022 sonrası normalleşmeyi ve ihracat tarafında büyümenin yavaşlamasını yansıtmaktadır. Öngörülen dönemde, FAVÖK'ün % 31,4 YBBO ile 2029 itibarıyla 3.251 milyon TL'ye ulaşması beklenirken, marjların %27 seviyesinde dengeleneceği öngörülmektedir.

Grafik 20: Yatırım Harcamaları (Milyon TL)

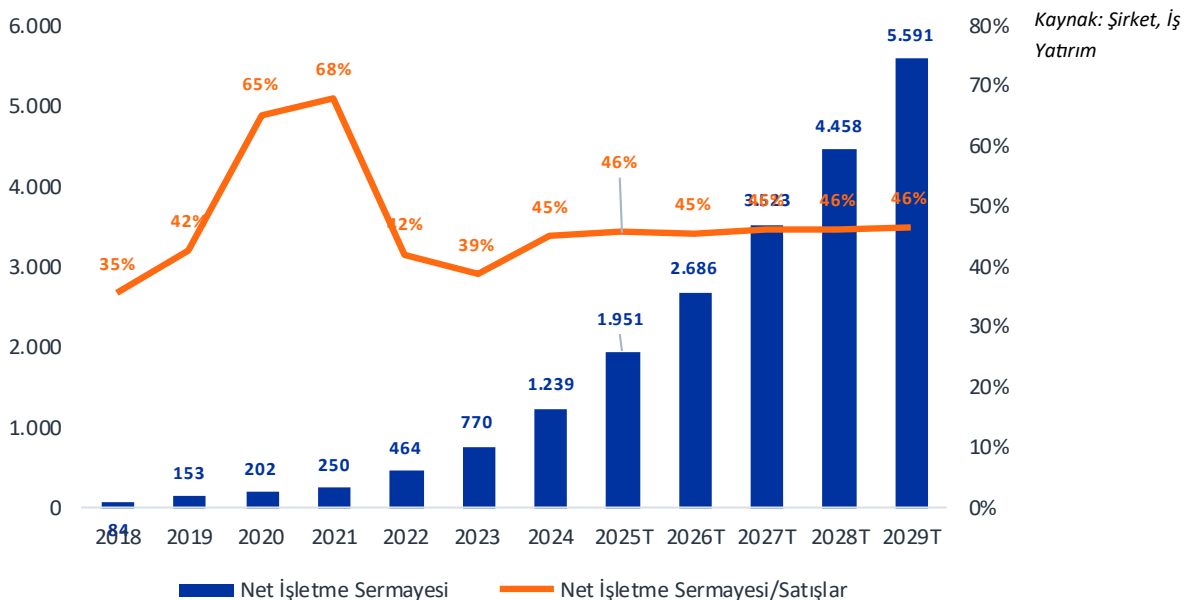


Kaplamalı ürün üretim hattı yatırımının ardından, 2025 yılında yatırım harcamalarının 102 milyon TL'ye düşerek satışların %2,4'üne denk gelmesi beklenmektedir. Tahminlerimize göre, 2027 ve 2028'de 40.000 tonluk dondurulmuş patates kapasitesi için toplam 27 milyon Euro yatırım yapılmasıyla, Capex'in sırasıyla 1.032 milyon TL ve 979 milyon TL'ye ulaşmasını öngörüyoruz.

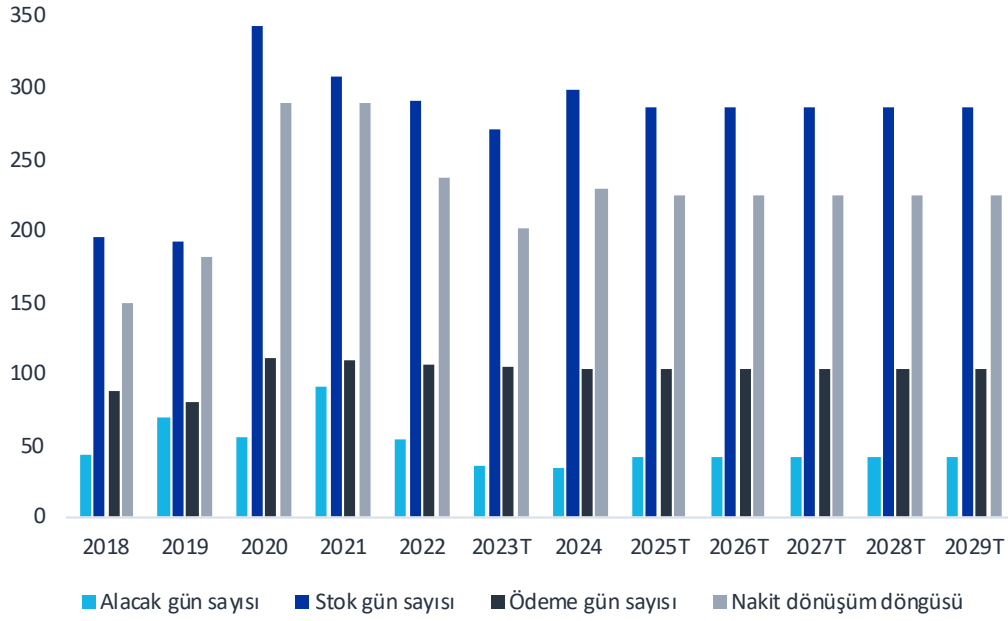
İşletme Sermayesi

Şirketin net işletme sermayesi (NİŞ) ihtiyacı, 2023'te 770 milyon TL'den 2024'te 1.239 milyon TL'ye yükselmiştir. Alacak vadeleri 36 güne düşerken, stok devir süresinin 271 günden 298 güne çıkması bu artışta etkili olmuştur. Borç ödeme süresi 104 gün seviyesinde kalırken, nakit dönüşüm döngüsü 229 gün ile sabit kalmıştır. 2025'te NİŞ'in 1.951 milyon TL'ye ulaşması, stok devir süresinin 287 güne düşmesiyle NİŞ/satış oranının %46 olması beklenmektedir. 2025 itibarıyla stok seviyelerinin 287 günde, nakit dönüşüm döngüsünün ise 224 gün civarında sabit kalması öngörülmektedir.

Grafik 21: Net İşletme Sermayesi (Milyon TL)

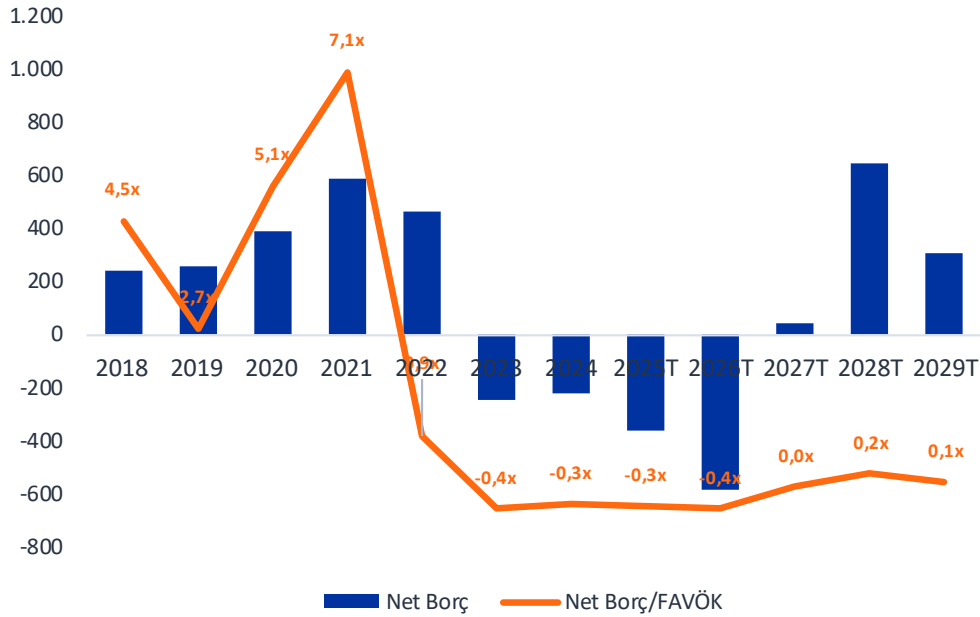


Grafik 22: Nakit Dönüşüm Döngüsü ve Gün Sayıları



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Grafik 23: Net Borç Pozisyonu (Milyon TL)



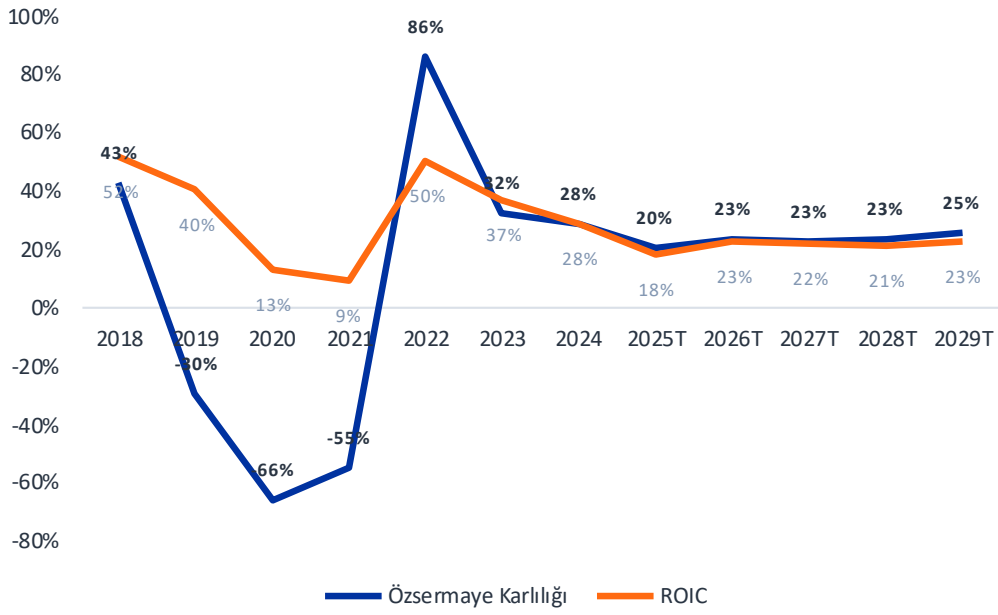
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Net Borç Pozisyonu

Şirketin net finansal borcu, halka arzdan kalan gelirlerin desteğiyle 4Ç24 itibarıyla 217 milyon TL net nakit pozisyonunda kalmıştır. Halka arz fonlarının yarısı, 2027 ve 2028'de planlanan fabrika yatırımı için ayrılmış olup, bu süreye kadar vadeli mevduatlarda tutulacaktır. 2024 yılında Net Borç/FAVÖK oranı -0,3x seviyesinde olup, önümüzdeki senelerde de düşük seviyelerde kalması beklenmektedir. 2027 ve 2028'de gerçekleşeceğini tahmin ettiğimiz büyük yatırımlar nedeniyle net borcun geçici olarak 644 milyon TL'ye yükselmesi, ancak 2029 itibarıyla 312 milyon TL net borç pozisyonuna düşmesi öngörülmektedir. Bu durum, disiplinli finansal yönetimi ve istikrarlı satış büyümesini yansıtmaktadır.

Atakey Patates

Grafik 24: Özsermaye Karlılığı ve ROIC*

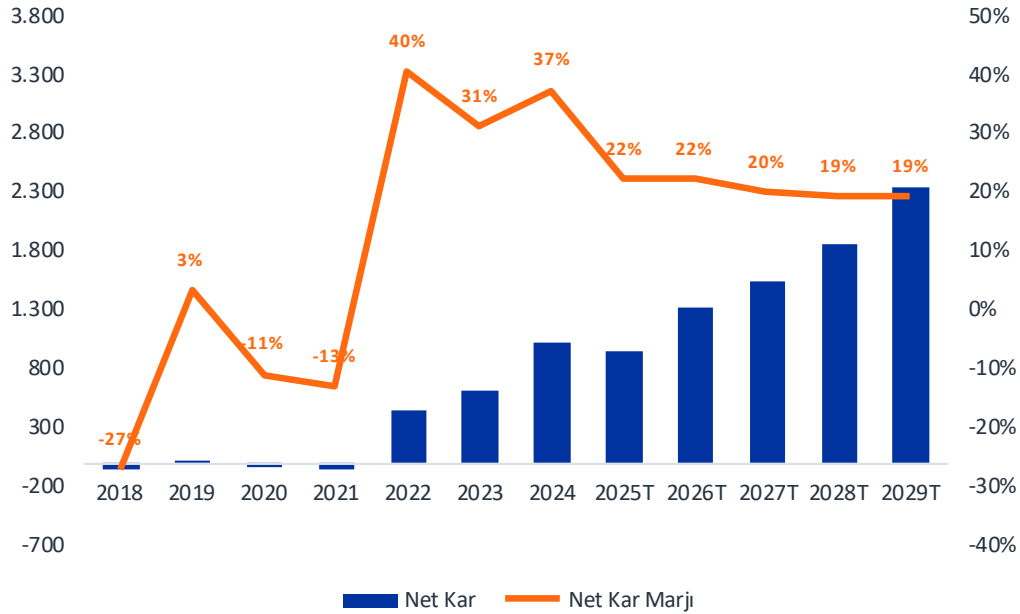


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

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

Özsermaye Karlılığı (ROE) 2022'de %86 ile zirveye ulaştıktan sonra, kârlılık marjlarının ve büyümenin normalleşmesiyle 2023'te %32'ye gerilemiştir. 2024 sonunda, artan özsermaye seviyesi ve yavaşlayan satışlar nedeniyle ROE %28'e düşmüştür. 2025'te ROE ve ROIC'nin sırasıyla %20 ve %18 seviyelerine gerilemesi beklenmektedir. 2025 sonrası, ROE'nin tahmin dönemi boyunca artarak %25 seviyesine gelmesi öngörülmektedir.

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



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

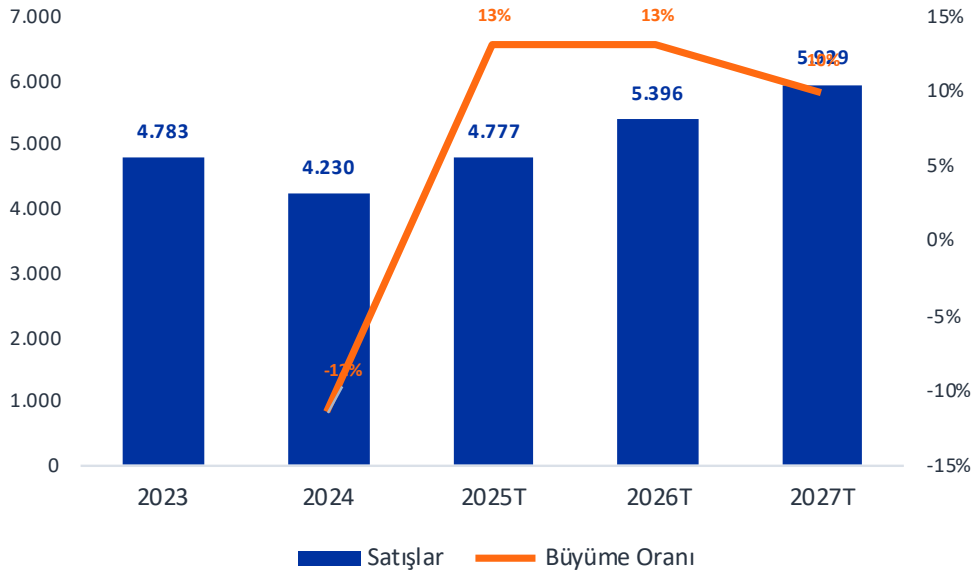
2025 yılında net kârın 947 milyon TL'ye inerek %22 kâr marjı ile gerçekleşmesi beklenmektedir. Bu oran, önceki yıla kıyasla 15 puanlık bir düşüşe işaret etmektedir. Kaplamalı ürün satışlarının artması ve finansal giderlerin azalmasına rağmen, yüksek marjlı satış kanallarının sınırlı katkısı ve 2024'teki ertelenmiş vergi gelirine kıyasla 2025'te vergi giderinin (etkin vergi oranı: %23) etkisi, kâr marjı ve net kârda beklenen düşüşün ana nedenleridir. Sonraki yıllarda ise kâr marjının %20 seviyesinde dengelenmesi öngörülmektedir.

Atakey Patates

UMS-29
FİNANSAL
ANALİZ

*Tutarlar 31 Aralık 2025 tarihi itibarıyla TL'nin satın alma gücü esasına göre ifade edilmiştir

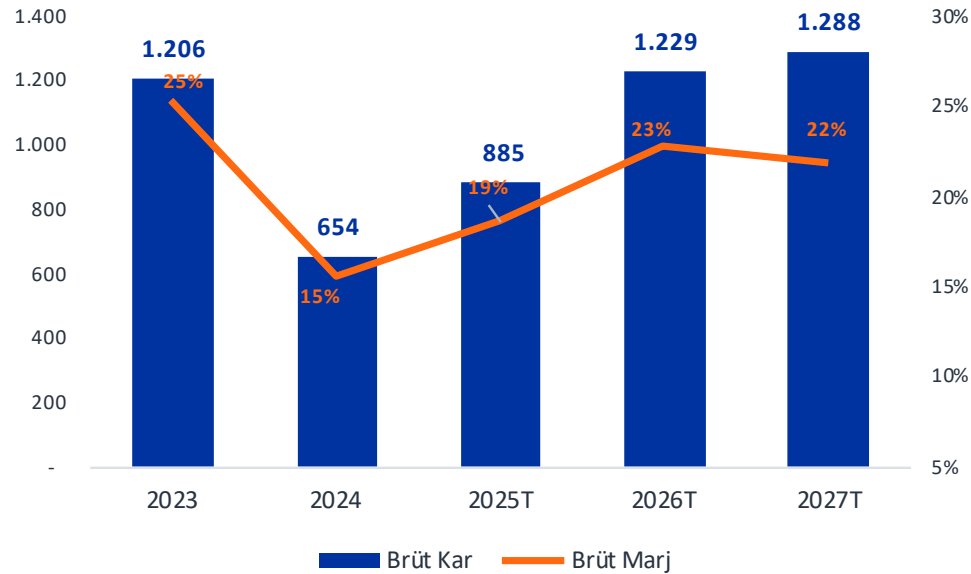
Grafik 26: Net Satışlar (TL mn)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Atakey 2023 yılında 4.783 milyon TL net satış kaydetmiştir. 2024 yılına gelindiğinde, şirketin reel satışları %12 oranında düşerek kayıp göstermiştir. Reel satış büyümesinin 2025 yılında %13'e çıktktan sonra azalan bir ivme göstermesi ve 2026 yılında da %13'lük reel büyümenin 2027 yılında %10'luk reel büyüme ile devam etmesi beklenmektedir.

Grafik 37: Brüt Kar (Milyon TL) ve Brüt Kar Marjı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

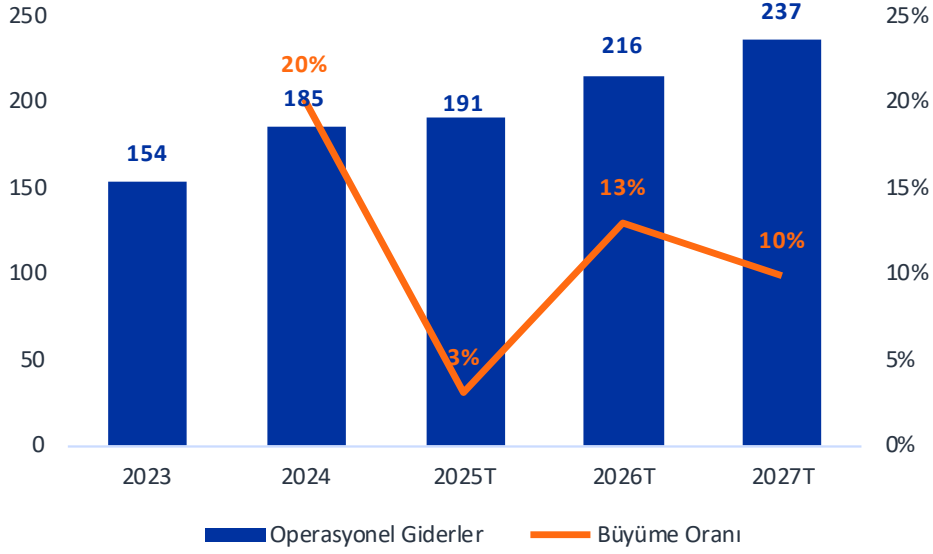
2023 yılında %25 seviyesinde olan brüt kâr marjının, 2024 sonunda %15 ile en düşük seviyesine gerilediği ve reel bazda %22 düşüş gösterdiği görülmektedir. Bu gerileme, ihracat ve TFI Türkiye satış hacimlerindeki düşüşten kaynaklanmaktadır. 2026 itibarıyla marjın %23'e, 2027'de ise %22'ye gelerek kademeli toparlanma göstermesi ve 2023 seviyelerine yaklaşması öngörülmektedir.

Atakey Patates

UMS-29*

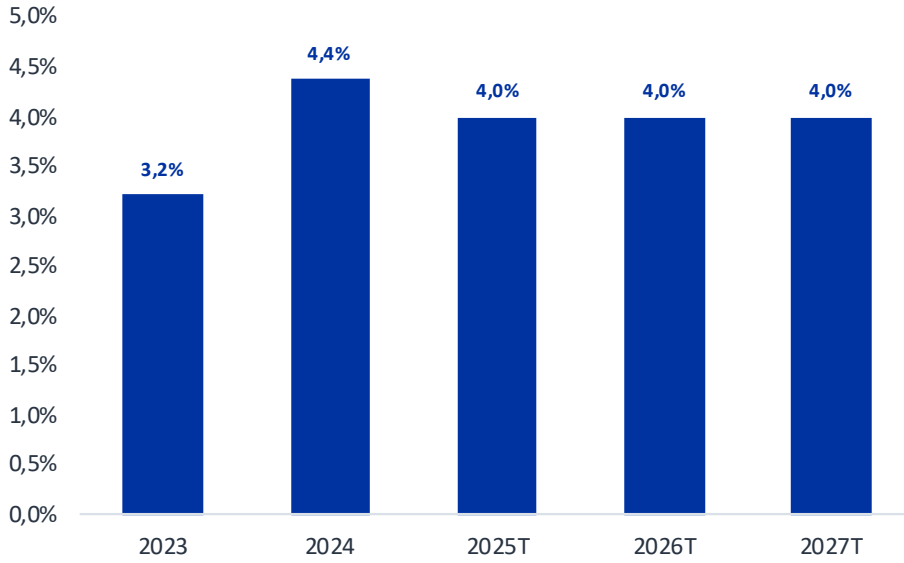
*Tutarlar 31 Aralık 2025 tarihi itibarıyla TL'nin satın alma gücü esasına göre ifade edilmiştir

Grafik 28: Operasyonel Giderler (Milyon TL)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Grafik 29: Operasyonel Giderlerin Satışlara Oranı



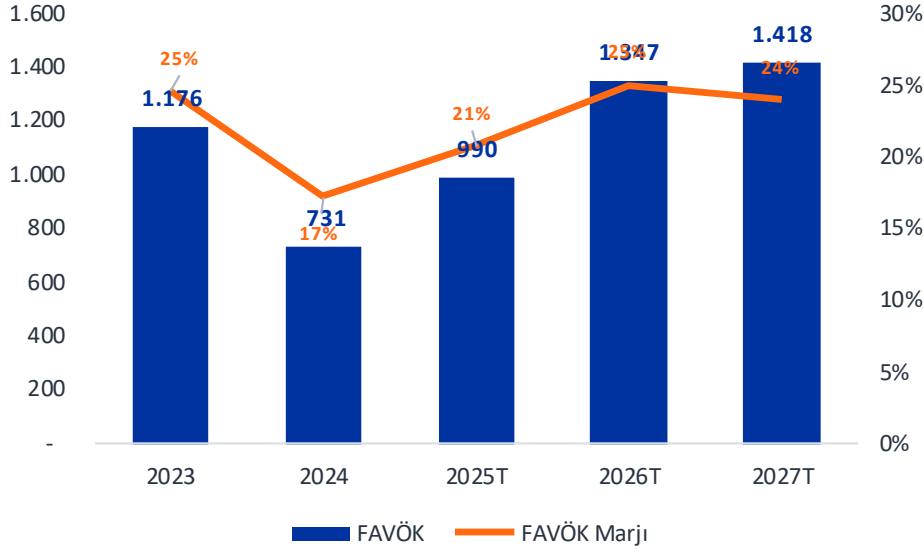
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

2024 yılında, Atakey'in faaliyet giderleri %20 oranında artış göstermiş, satışlara oranı %4,4 olarak gerçekleşmiştir. Bu yükseliş, halka arz sürecine ilişkin danışmanlık harcamaları ve artan personel giderlerinden kaynaklanmaktadır. UMS29 bazlı finansal tahminlerimize göre, faaliyet giderlerinin satışlara oranının 2025 ve sonrasında %4 seviyesinde kalması beklenmektedir.

UMS-29*

*Tutarlar 31 Aralık 2025 tarihi itibarıyla TL'nin satın alma gücü esasına göre ifade edilmiştir

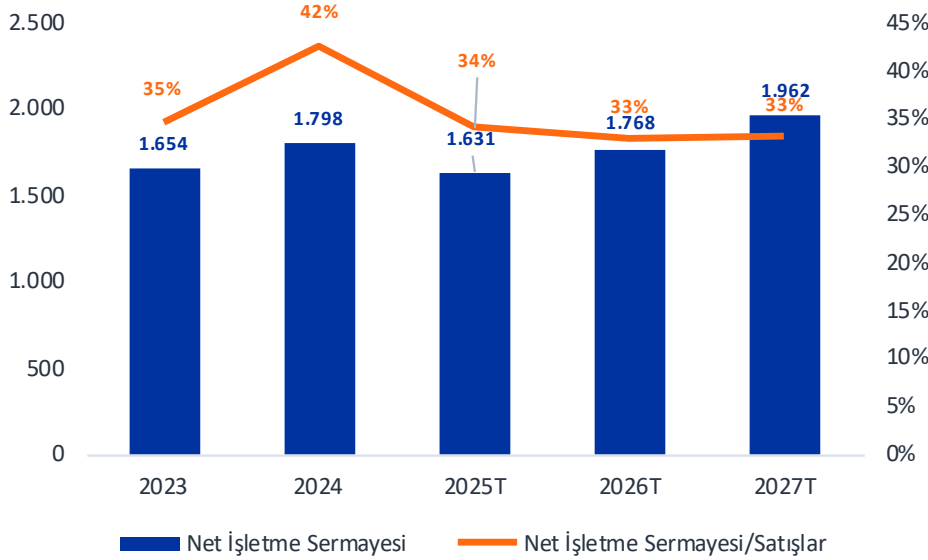
Grafik 30: FAVÖK (Milyon TL) ve FAVÖK Marjı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Tarihsel olarak FAVÖK marjı, brüt kâr marjı ile paralel hareket etmiş olup, projeksiyonlarımızda benzer bir toparlanma beklenmektedir. 2024 sonunda, FAVÖK marjı %17'ye gerilemiştir. 2025'te %21, 2026'da %25 ve 2027'de %24 FAVÖK marjı ile birlikte, marjın 2023 seviyelerine toparlanması beklenmektedir.

Grafik 31: Net İşletme Sermayesi (Milyon TL)



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

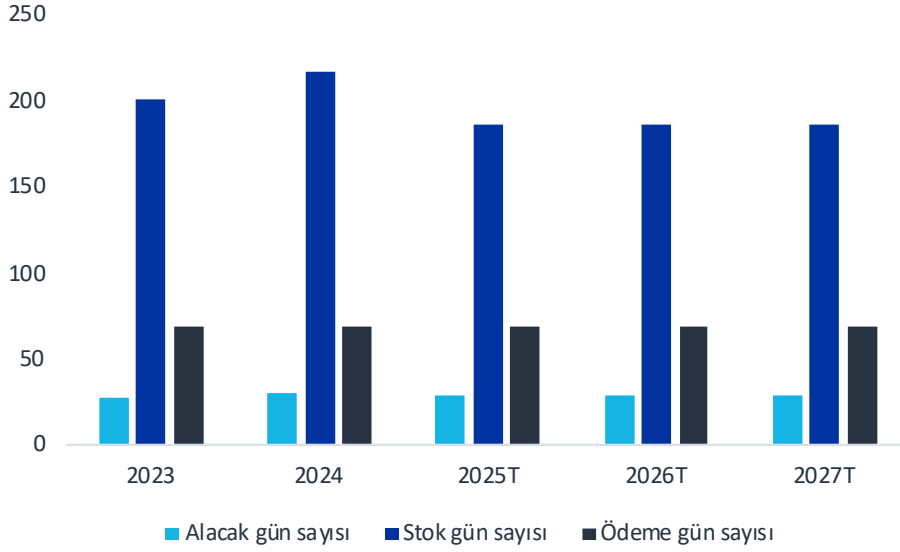
Net işletme sermayesinin 2025 yılında 1.631 milyon TL'ye inmesi, 2027 itibarıyla ise 1.962 milyon TL'ye ulaşması beklenmektedir. Ancak, reel satış büyümesinin daha güçlü olması nedeniyle, Net İşletme Sermayesi/Satışlar oranının 2024'teki %42 seviyesinden 2027'de %33'e gerilemesi öngörülmektedir. UMS29 projeksiyonlarımız boyunca, alacak günleri, stok günleri ve borç ödeme günleri açısından nakit dönüşüm döngüsünün stabil kalması beklenmektedir.

Atakey Patates

UMS-29*

Grafik 32: Gün Sayıları

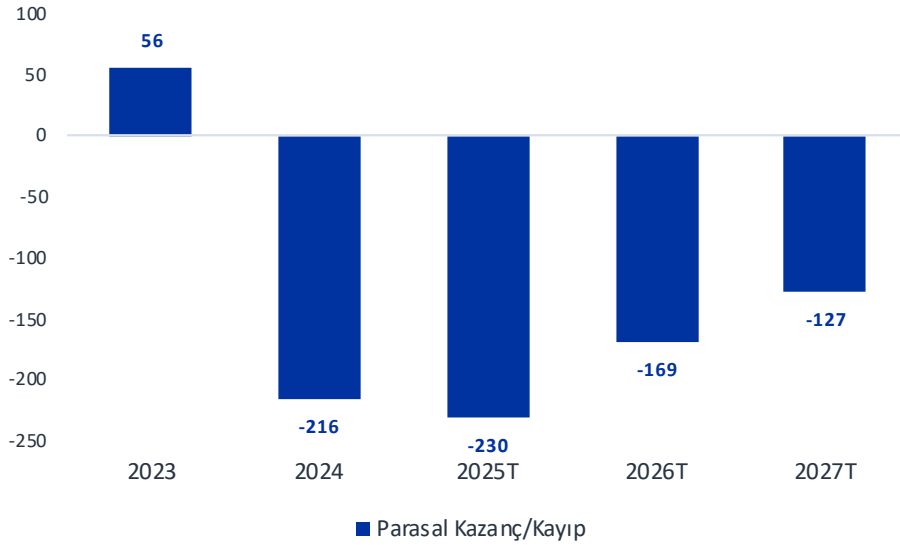
*Tutarlar 31 Aralık 2025

tarihi itibarıyla TL'nin
satın alma gücü esasına
göre ifade edilmiştir

Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Atakey, 2023 yılında parasal kazanç kaydedildikten sonra, 2024 itibarıyla parasal kayıp yaşandı ve UMS29 projeksiyon dönemimiz boyunca (2025-2027) da parasal kayıpların devam etmesi beklenmektedir. 2025 yılında, bilanço üzerindeki parasal düzeltmelerin ağırlıklı olarak özkaynak kalemlerindeki yeniden değerlendirme etkisiyle -701 milyon TL olması öngörülmektedir. Maddi duran varlıklar ve stoklardan gelen pozitif düzeltmelere rağmen, satışlara yönelik parasal düzeltmelerin satışların maliyetine yapılan negatif düzeltmeleri tam olarak dengeleyememesi nedeniyle, gelir tablosunda toplam 470 milyon TL'lik bir parasal kazanç oluşurken, net parasal düzeltmenin -230 milyon TL seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

Grafik 33: Parasal Kazanç/Kayıp (Milyon TL)



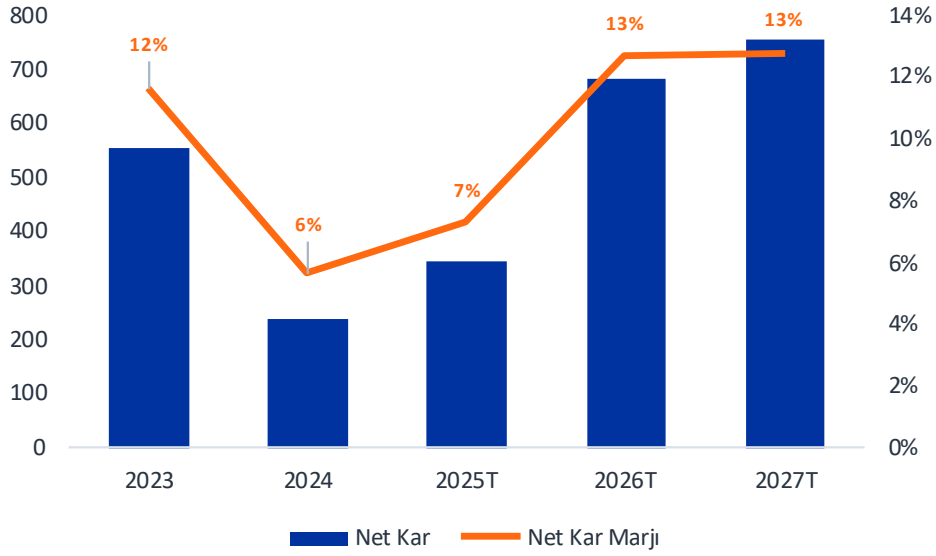
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Atakey Patates

UMS-29*

*Tutarlar 31 Aralık 2025 tarihi itibarıyla TL'nin satın alma gücü esasına göre ifade edilmiştir

Grafik 34: Net Kar (Milyon TL) ve Net Kar Marjı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

2023'te reel bazda %68'lik yıllık düşüş ile sert bir gerileme yaşayan şirket, 2024 yılı sonunda yüksek ertelenmiş vergi yükümlülükleri ve ilk üç çeyrekte gerçekleşen parasal kayıplar nedeniyle net kâr marjı %6 seviyesine gerilemiştir. Ancak, takip eden yıllarda, kısa vadeli finansal borçların tamamen ödenmesiyle finansal gider baskısının azalması ve net yatırım gelirlerindeki artışın net karı artırması öngörülmektedir. Ayrıca, enflasyonun yavaşlamasıyla parasal kayıpların olumsuz etkisinin azalması da net kârı destekleyecektir. Buna bağlı olarak, net karın 2027 yılında 757 milyon TL'ye ulaşması ve net kar marjının %13 seviyesine yükselmesi beklenmektedir; bu da 2024 yıl sonundan 2027'ye yaklaşık %30 YBBO'ya işaret etmektedir.

4Ç24 Finansal Sonuçları (UMS29 ve UMS29 hariç)**UMS-29 Kapsamında**

Atakey Patates, 4Ç24 finansallarını açıkladı. 2024 için gelirler, 2023'deki TL 3.679 milyon seviyesinden TL 3.254 milyon seviyesine gerileyerek yıllık bazda %12 düşüş gösterdi. Satış hacimlerindeki daralma ve enflasyona kıyasla geciken fiyat ayarlamaları, ciro büyümesini baskıladı. UMS-29 kapsamında brüt kâr %46 oranında azalarak TL 503 milyon seviyesine düştü ve faaliyet marjları üzerinde baskı oluşturdu. 2024 brüt kâr marjı, 2023'deki %25,2 seviyesinden %15,5'e geriledi. Faaliyet giderleri yıllık bazda %20 artarak TL 143 milyon seviyesine yükseldi ve Faaliyet Giderleri/Satışlar oranı 2023'deki %3,2 seviyesinden %4,4'e çıktı. FAVÖK, yıllık bazda %39 düşüşle TL 562 milyon seviyesine gerilerken, FAVÖK marjı %25,0'den %17,3'e daraldı. 2024'de TL -170 milyon parasal kayıp yaşanırken, 2023'de TL 44 milyon parasal kazanç kaydedilmişti. Net kâr, yıllık bazda %57 düşüşle TL 183 milyon olarak gerçekleşti.

4Ç24'te gelirler çeyreklik bazda %18 daralarak TL 576 milyon seviyesine geriledi. Brüt kâr %4 artışla TL 101 milyon seviyesine ulaşırken, brüt kâr marjı çeyreklik bazda 3,6 puan artışla %17,5 oldu. Faaliyet giderleri TL -36 milyon seviyesinde sabit kaldı. FAVÖK çeyreklik bazda %3 düşerek TL 125 milyon seviyesine gerilerken, FAVÖK marjı çeyreklik bazda 3,3 puan artarak %21,7 seviyesine ulaştı. 4Ç24'te TL 33 milyon parasal kazanç kaydedilirken, 3Ç24'te TL -86 milyon parasal kayıp yaşanmıştı. 4Ç24 net kârı TL 173 milyon olarak gerçekleşerek, 3Ç24'teki TL -41 milyon net zararın tersine döndü.

UMS-29 Öncesi

UMS-29 muhasebe etkileri hariç tutulduğunda, Atakey Patates enflasyonun altında bir ciro büyümesi kaydetti. 2024 için gelirler, 2023'ye göre %38 artarak TL 2.761 milyon seviyesine yükseldi. 2024 brüt kârı yıllık bazda %26 artarak TL 884 milyon olurken, brüt kâr marjı %35,2'den %32,0'ye geriledi. 2024 FAVÖK yıllık bazda %22 artarak TL 832 milyon seviyesine ulaşırken, FAVÖK marjı %34,2'den %30,1'e düştü. 2024 net kârı %66 artarak TL 1.028 milyon seviyesine yükselirken, net kâr marjı %31,0'dan %37,2'ye çıktı.

Operasyonel Gelişmeler

2024 toplam satış hacmi %4 artarak 62,9 bin tona ulaştı. Bu büyüme, yıllık bazda %37 artarak 14,6 bin tona ulaşan üçüncü taraf satışlarının katkısıyla gerçekleşti ve toplam satışların %23'ünü oluşturdu. TAB Gıda'ya yapılan satışlar 40,8 bin ton seviyesinde kalırken, ihracat hacmi yıllık bazda %14 düşerek 7,4 bin tona geriledi.

Tablo 10: 4Ç24 Finansal sonuçları (UMS29)

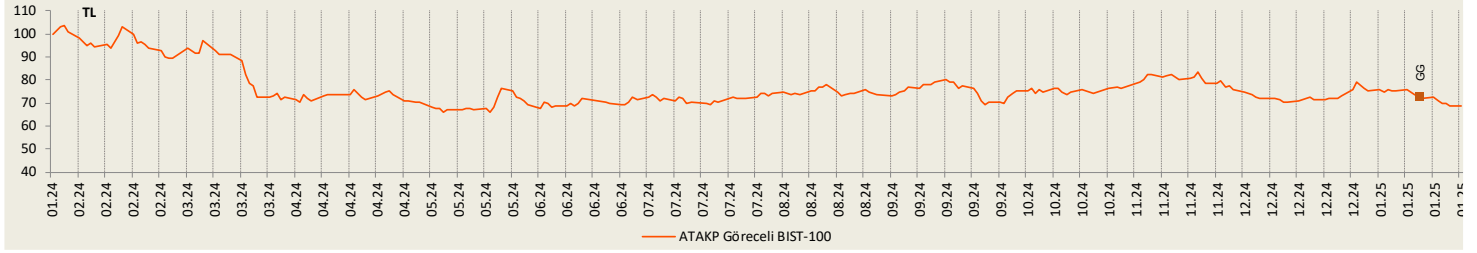
TL mn	UMS - 29*						UMS - 29 Hariç		
	2024	2023	Değ.	4Ç24	3Ç24	Değ.	2024	2023	Değ.
Ciro	3.254	3.679	-12%	576	699	-18%	2.761	1.998	38%
Brüt Kar	503	927	-46%	101	97	4%	884	704	26%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	15,5%	25,2%	-9,7ppt	17,5%	13,9%	3,6ppt	32,0%	35,2%	-3,2ppt
Faaliyet Giderleri	-143	-119	20%	-36	-37	-1%			
<i>Faaliyet Gideri/Ciro</i>	-4,4%	-3,2%	-1,2ppt	-6,3%	-5,2%	-1,1ppt			
FAVÖK	593	940	-37%	248	205	21%	832	683	22%
<i>FAVÖK Marjı</i>	18,2%	25,5%	-7,3ppt	43,1%	29,3%	13,8ppt	30,1%	34,2%	-4,1ppt
Finansman Gelir (Gider), net	-217	-523	-59%	-46	-40	17%			
Parasal Kazanç (Kayıp)	-170	44	-486%	33	-86	-138%			
VÖK	256	576	-55%	105	50	109%			
<i>VÖK Marjı</i>	7,9%	15,7%	-7,8ppt	18,2%	7,2%	11,0ppt			
Vergi Gelir/ Gider	-73	-149	-51%	69	-91	-176%			
Net Kar	183	427	-57%	173	-41	-523%	1.028	619	66%
<i>Net Kar Marjı</i>	5,6%	11,6%	-6,0ppt	30,1%	-5,9%	36,0ppt	37,2%	31,0%	6,3ppt

* Bütün rakamlar 4Ç24 sonu satın alma gücüne göre endekslenmiştir.

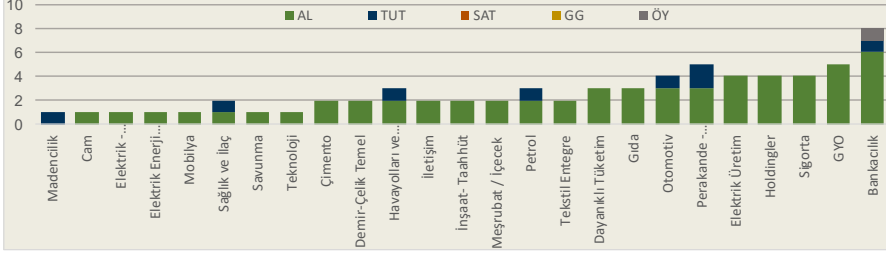
Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Atakey Patates

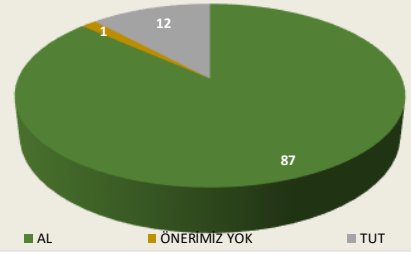
Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.