

Hisse Senedi / Büyük Şirket / Gıda

13/03/2026

Atakey Patates

TUT

Hedef Fiyat Değişikliği

Yükselme Potansiyeli 27%

Kademeli Toparlanma, Makul Değerleme

İNA değerlememizi 2026 yılına taşıyarak makroekonomik varsayımlarımızı revize ediyor ve 2025 yılı finansal sonuçlarının açıklanmasının ardından şirketin 2026 öngörülerini modelimize dahil ediyoruz. Güncellenen tahminlerimize göre, hedef fiyatımız %27 yükseliş potansiyeline işaret ettiğinden tavsiyemizi TUT olarak revize ediyoruz. Şirket 2025 yılında küresel patates fiyatlarındaki sert düşüş ve TFI'nın Burger King Çin operasyonlarını RBI'a devretmesiyle Çin ihracat kanalının fiilen kaybedilmesi gibi önemli olumsuz gelişmelerle karşı karşıya kalmıştır. Önümüzdeki dönemde i) ihracat kanallarının yeniden yapılandırılması, ii) patates fiyat döngüsünün normalleşmesi, iii) kapasite artışı ve iv) daha yüksek marjlı kaplamalı ürünlerin artan katkısı sayesinde kademeli bir operasyonel normalleşme bekliyoruz. Bununla birlikte, bu toparlanma hikayesinin büyük oranda fiyatlanmış olduğunu düşünüyoruz.

Operasyonel Görünüm

2025 Yılında İhracat Şoku Yaşandı; Kademeli Toparlanma Bekleniyor. TFI'nın Burger King Çin operasyonlarını devretmesinin ardından Atakey, birincil ihracat kanalını fiilen kaybetmiştir. Bu durum sonucunda ihracat hacimleri keskin bir düşüş göstermiş ve 2025 yılında ihracatın toplam hacim içindeki payı önemli ölçüde gerilemiştir. Söz konusu değişim, TAB Gıda'nın toplam hacimlerdeki payını artırarak kısa vadede müşteri yoğunlaşma riskini yükseltmiştir. Tahminlerimizde, ihracat hacimlerinin alternatif pazarlar aracılığıyla kademeli olarak toparlanacağını ve orta vadede reel bazda yıllık ~%3 civarında büyüyeceğini öngörüyoruz. İhracat önemli bir büyüme kaldıracı olmaya devam etmekle birlikte, küresel dondurulmuş patates pazarının rekabetçi yapısı göz önüne alındığında uluslararası kanalların yeniden inşası kademeli olarak zamana yayılacağını öngörüyoruz.

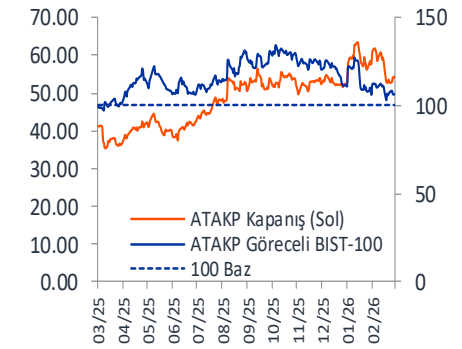
QSR Kanalından İstikrarlı Talep. İhracat şokuna rağmen Atakey, hızlı servis restoran (QSR) tedarik zincirindeki konumu sayesinde görece güçlü bir talep görünürlüğünden faydalanmaktadır. Yurt içi hacimlerin önemli bir kısmı, TAB Gıda'nın restoran ağı ve Türkiye'deki QSR segmentinin genel büyümesiyle ilişkili hareket etmektedir. Geleneksel dondurulmuş gıda üreticileriyle

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	54.30
12 Aylık Hedef Fiyat*	69.05
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	-
Piyasa Değeri (mn)	7,535
Halka Açık PD (mn)	1,532
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	40.3
Hisse sayısı (Adet mn)	139
Takas Saklama Oranı (%)	20
Yabancı Oranı (%)	9

Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yıllık	12 Ay
TL	-5.7	3.9	31.4
ABD \$	-6.8	1.1	9.0
BIST-100 Relatif	-1.8	-11.9	4.6

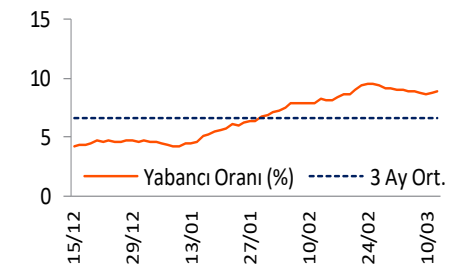
Çarpanlar (\$)	2025	2026	2027
F/K	n.m.	9.2	8.3
PD/DD	1.1	1.0	0.9
FD/FAVÖK	13.9	14.0	10.4

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



3 Aylık Fiyat Aralığı (₺) 51.60 63.40

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 8.88



Emin Yetkin Ertürk

eyerturk@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 04

Can Kalecik

ckalecik@isyatirim.com.tr

+90 212 350 20 54

Atakey Patates

Faaliyet Konusu							Ortaklık Yapısı (%)							
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.							Tfi Tab Gıda Yatırımları Anonir							79.66
							Diğer							20.34
Gelir Tablosu (mn ₺)	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Bilanço (mn ₺)	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	
Net Satış Gelirleri	6,043	6,997	4,920	5,441	5,877	6,286	Dönen Varlıklar	5,338	5,736	3,882	4,845	5,864	6,076	
Brüt Kar (Zarar)	1,523	1,082	494	474	647	622	Nakit ve Nakit Benzerleri	2,077	1,156	770	1,529	2,332	2,331	
Operasyonel Giderler	-195	-307	-236	-259	-256	-254	Ticari Alacaklar	464	569	485	536	579	610	
Esas Faaliyet Karı	1,328	775	258	215	391	368	Stoklar	2,487	3,526	2,335	2,620	2,759	2,938	
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	24	-52	-51	-23	-32	-48	Diğer Dönen Varlıklar	571	641	128	160	193	197	
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	0	0	0	0	0	0	Duran Varlıklar	4,363	6,491	5,184	5,002	4,790	5,372	
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	391	662	267	253	189	165	Maddi Duran Varlıklar	3,771	5,742	5,018	4,795	4,540	5,117	
Net Finansman Gelir (Gideri)	-545	-636	-323	777	809	1,121	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2	5	4	5	6	6	
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	1,198	748	150	1,222	1,357	1,606	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	589	743	162	202	245	249	
Vergi Giderleri (Gelirleri)	245	158	251	281	312	369	Toplam Varlıklar	9,701	12,226	9,066	9,847	10,655	11,448	
Net Kar	953	590	-100	941	1,045	1,236	Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,209	1,864	988	1,093	1,145	1,209	
FAVÖK	1,553	1,276	593	586	791	796	Finansal Borçlar	1,296	339	121	121	121	119	
Büyümler & Opr. Perf.	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Ticari Borçlar	859	1,122	832	934	984	1,047	
Büyümler							Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	218	374	211	211	211	208	
Net Satışlar	-	15.8%	-29.7%	10.6%	8.0%	7.0%	Uzun Vadeli Yükümlülükler	218	374	211	211	211	208	
Faaliyet Karı	-	-42%	-67%	-16%	81%	-6%	Finansal Borçlar	206	352	190	190	190	187	
FAVÖK	-	-18%	-54%	-1%	35%	1%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	12	22	21	21	21	21	
Net Kar	-	-38%	n.m	n.m	11%	18%	Özkaynaklar	7,274	9,988	7,867	8,543	9,299	10,031	
Operasyonel Performans							Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	7,274	9,988	7,867	8,543	9,299	10,031	
Brüt Marj	25.2%	15.5%	10.0%	8.7%	11.0%	9.9%	Rezerv ve Diğer Kalemler	4,245	6,537	5,685	5,685	5,685	5,591	
Faaliyet Kar Marjı	22.0%	11.1%	5.2%	4.0%	6.6%	5.9%	Dönem Net Karı (Zararı)	953	590	-100	941	1,045	1,236	
FAVÖK Marjı	25.7%	18.2%	12.0%	10.8%	13.5%	12.7%	Azinlık Payları	0	0	0	0	0	1	
Efektif Vergi Oranı	-33.6%	-34.7%	-209.0%	-23.0%	-19.3%	-16.0%	Toplam Kaynaklar	9,701	12,226	9,066	9,847	10,655	11,448	
Net Kar Marjı	15.8%	8.4%	-2.0%	17.3%	17.8%	19.7%	Nakit Akım (mn ₺)	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	
Özkaynak Karlılığı	-	6.8%	a.d	11.5%	11.7%	12.8%	İşletme Faal. Kay. Net Nakit	693	937	520	1,316	1,450	1,670	
Aktif Karlılığı	-	5.4%	a.d	9.9%	10.2%	11.2%	Düzeltilme Öncesi Kar	701	393	-100	941	1,045	1,236	
Operasyonel Nakit Akışı / Satışlar	11.5%	13.4%	10.6%	24.2%	24.7%	26.6%	Amortisman & İtfai Payları	227	501	335	370	400	428	
Serbest Nakit Akışı / Satışlar	14.5%	-4.7%	2.0%	20.9%	21.7%	7.5%	İşletme Sermayesindeki Değ.	-1,378	-70	-92	-21	-22	-24	
Rasyo Analizi	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	728	-339	113	25	27	29	
Düzeltilmiş F / K (x)	9.1	14.6	a.d	9.2	8.3	7.0	Yatırım Faal. Kay. Nakit	180	-1,267	-421	-179	-172	-1,198	
FD / FAVÖK (x)	5.3	6.4	13.9	14.0	10.4	10.3	Sabit Sermaye Yatırımları	-158	-1,142	-347	-164	-158	-1,183	
FD / Satışlar (x)	1.4	1.2	1.7	1.5	1.4	1.3	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	338	-124	-73	-15	-15	-15	
PD / Defter Değeri (x)	1.2	0.9	1.1	1.0	0.9	0.9	Serbest Nakit Akım	874	-330	99	1,137	1,278	472	
Hisse Başı Kazanç (₺)	6.87	4.25	n.m	6.78	7.53	8.91	Finansman Faal. Kay.Nakit	1,401	-1,197	-343	-677	-691	-597	
Hisse Başı Temettü (₺)	n.m	2.19	0.62	1.66	2.29	3.44	Finansal Borçlardaki Değişim	-553	-791	-189	0	0	0	
Temettü Verimi	0.0%	4.2%	1.2%	2.7%	3.2%	4.0%	Temettü Ödemeleri	0	-304	-107	-230	-267	-332	
Net Borç (Nakit) (mn ₺)	-575	-465	-458	-1,218	-2,021	-2,025	Diğer Fin. Faal. Nakit Akışı	4229	-1,629	-290	-447	-425	-266	
Kaynak: İş Yatırım							Net Nakit Değişimi	2,275	-1,527	-243	690	853	206	

*Ratio Analyses are expressed in dollar (USD) unless otherwise stated.

Disclosure: Estimations and historical financial results are based on the purchasing power of the Turkish Lira as of the end of 2026. Companies subject to inflation accounting disclose their financial results indexed to the purchasing power at the end of the relevant period.

karşılaştırıldığında, bu yapı büyük restoran zincirleriyle kurulan uzun vadeli ilişkiler aracılığıyla daha öngörülebilir bir talep yapısı sunmaktadır. Türkiye'de QSR penetrasyonu ve teslimat platformu kullanımının artmaya devam etmesiyle birlikte, bu yapısal talep dinamiği orta vadede istikrarlı bir baz hacim büyümesini desteklemelidir.

Patates Döngüsü Dip Seviyede, Sınırlı Fiyatlama Gücü. Başta Avrupa pazarlarındaki arz fazlası nedeniyle, küresel işleme patatesi fiyatları 2023 ortasındaki zirve seviyesinden sert bir şekilde gerilemiştir. Mevcut seviyelerde, işlenmiş patates ürünlerinde fiyatlama gücü sınırlı kalmaktadır. Modelimizde, kısa vadede ürün fiyatlarının genel olarak enflasyona paralel hareket edeceğini varsayıyoruz. Arz ayarlandıkça patates fiyatlarının zamanla normalleşmesi beklenmekle birlikte, işlenmiş ürün fiyatlarına yansıma genellikle gecikmeli olmaktadır. Bu nedenle, Atakey'in gelirlerine anlamlı bir etki en erken 2026 sonlarına doğru gerçekleşebileceğini düşünüyoruz.

Kapasite Artışı ve Ürün Karması İyileşmesi. Şirket, üretim kapasitesini 2028 yılına kadar 90 bin tondan 120 bin tona çıkarmayı planlamakta olup bu durum hacim büyümesi için ilave alan yaratmaktadır. Aynı zamanda, daha yüksek katma değerli özelliklere sahip kaplamalı ürünlerin artan katkısı, kapasite kullanım oranlarının kademeli olarak iyileşmesiyle birlikte gelir büyümesini ve karlılığı desteklemelidir. Projeksiyonlarımızda, kaplamalı ürün kapasite kullanımı tahmin dönemi boyunca istikrarlı bir şekilde artarak FAVÖK marjlarına olumlu katkı sağlamaktadır.

Artan Kapasite Kullanımından Kaynaklanan Operasyonel Kaldıraç. Atakey'in karlılığının, üretim hacimlerinin artması ve kapasite kullanım oranlarının iyileşmesiyle birlikte operasyonel kaldıraçtan da faydalanması beklenmektedir. Planlanan kapasite genişlemesi ve ihracat talebindeki kademeli toparlanmayla birlikte, sabit üretim maliyetlerinin daha geniş bir üretim tabanına yayılması marj genişlemesini desteklemelidir. Katma değeri daha yüksek kaplamalı ürünlerin artan payıyla birleştiğinde, bu durum tahmin dönemi boyunca FAVÖK marjlarında kademeli bir iyileşmeye katkı sağlamalıdır.

Değerleme

ATAKP'yi, İNA yöntemi ile çarpan analizini birleştiren karma bir değerlendirme çerçevesiyle değerlendiriyoruz. Hedef fiyat hesaplamamızda İNA değerlememize %70 ağırlık verirken, yurt içi ve uluslararası FD/FAVÖK çarpanlarına ayrı ayrı %15 ağırlık atanmıştır. İNA yöntemine en yüksek ağırlığı vermemizin nedeni, bu yöntemin ihracat kanallarındaki beklenen toparlanma, kapasite genişlemesi ve kademeli ürün karması iyileşmesi dahil olmak üzere şirketin orta vadeli operasyonel seyrini daha iyi yansıtmasıdır.

Çarpan analizi bileşeni için, TMS 29 düzeltmeli finansallara dayalı son 12 ay FD/FAVÖK çarpanlarını kullanıyoruz. Yurt içi karşılaştırılabilir şirketlerde, halka açık Türk gıda şirketlerinin medyan FD/FAVÖK çarpanı olan 9,1x uygulanmıştır. Bununla birlikte, Türkiye'de Atakey'in dondurulmuş patates işleme operasyonlarına yakın bir iş modeline sahip halka açık doğrudan karşılaştırılabilir bir şirket bulunmadığından, karma değerlememizde yurt içi benzer şirketlere %15 gibi görece düşük bir ağırlık verilmiştir.

Yabancı benzer şirketler için, dondurulmuş patates ve işlenmiş gıda segmentlerinde faaliyet gösteren şirketleri dikkate aldık ve medyan FD/FAVÖK çarpanı 7,9x olarak hesapladık. Bu şirketler, ürün kategorisi ve sektör yapısı açısından daha uygun bir operasyonel karşılaştırma sunmakla beraber coğrafya, maliyet yapıları ve makroekonomik ortam farklılıkları nedeniyle uluslararası emsallere de sınırlı bir %15 ağırlık verilmiştir.

İNA modelimiz aşağıdaki temel varsayımları içermektedir:

- 2026 yılında reel bazda ~%10 hacim büyümesi; uzun vadede kademeli olarak ~%3 seviyesine normalleşme.
- Ürün fiyatlarının genel olarak enflasyonla paralel artması.
- Artan kapasite kullanımı, iyileşen ürün karması ve ihracat toparlanmasıyla desteklenen kademeli marj iyileşmesi.
- 2028 yılına kadar işleme kapasitesinin 90 bin tondan 120 bin tona çıkarılması.
- Türkiye'nin makroekonomik ve enflasyon ortamını yansıtan %20'li ortarlarda AOSM.
- ~%8 terminal büyüme oranı.

Karma değerlendirme yaklaşımımıza göre, hisse başına TL 69 hedef fiyat hesaplıyoruz; bu seviye mevcut fiyattan %27 yükseliş potansiyeline işaret etmektedir. Beklenen operasyonel toparlanmaya rağmen, orta vadeli normalleşme hikayesinin önemli bir bölümünün mevcut fiyata yansımış olduğunu düşündüğümüzden tavsiyemizi TUT olarak revize ediyoruz.

Tablo 1: İNA Tablosu

İNA (TL mn)	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Gelirler	2.760	3.495	4.957	6.476	8.342	10.545	12.827	15.215	17.785	20.479	23.479	26.801
<i>büyüme, %</i>	<i>38,1%</i>	<i>26,6%</i>	<i>41,8%</i>	<i>30,6%</i>	<i>28,8%</i>	<i>26,4%</i>	<i>21,6%</i>	<i>18,6%</i>	<i>16,9%</i>	<i>15,2%</i>	<i>14,6%</i>	<i>14,1%</i>
SMM	(1.875)	(2.735)	(3.752)	(4.892)	(6.443)	(8.211)	(9.826)	(11.488)	(13.259)	(15.097)	(17.112)	(19.322)
<i>büyüme, %</i>	<i>44,9%</i>	<i>45,8%</i>	<i>37,2%</i>	<i>30,4%</i>	<i>31,7%</i>	<i>27,4%</i>	<i>19,7%</i>	<i>16,9%</i>	<i>15,4%</i>	<i>13,9%</i>	<i>13,3%</i>	<i>12,9%</i>
Brüt Kar	884	760	1.205	1.584	1.899	2.334	3.000	3.727	4.525	5.383	6.367	7.479
<i>Brüt Kar Marjı, %</i>	<i>32,0%</i>	<i>21,8%</i>	<i>24,3%</i>	<i>24,5%</i>	<i>22,8%</i>	<i>22,1%</i>	<i>23,4%</i>	<i>24,5%</i>	<i>25,45%</i>	<i>26,28%</i>	<i>27,1%</i>	<i>27,9%</i>
Faaliyet Giderleri	(121)	(184)	(230)	(278)	(332)	(386)	(432)	(508)	(589)	(675)	(769)	(873)
<i>Satışların %'si</i>	<i>-4,4%</i>	<i>-5,3%</i>	<i>-4,6%</i>	<i>-4,3%</i>	<i>-4,0%</i>	<i>-3,7%</i>	<i>-3,4%</i>	<i>-3,3%</i>	<i>-3,3%</i>	<i>-3,29%</i>	<i>-3,28%</i>	<i>-3,26%</i>
Faaliyet Karı	763	576	976	1.305	1.567	1.948	2.568	3.219	3.936	4.708	5.598	6.606
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	<i>28%</i>	<i>16%</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>19%</i>	<i>18,5%</i>	<i>20,0%</i>	<i>21,2%</i>	<i>22,1%</i>	<i>23,0%</i>	<i>23,8%</i>	<i>24,6%</i>
Amortisman	(65)	(122)	(148)	(175)	(329)	(476)	(517)	(563)	(614)	(670)	(732)	(800)
<i>Satışların %'si</i>	<i>-2,3%</i>	<i>-3,5%</i>	<i>-3,0%</i>	<i>-2,7%</i>	<i>-3,9%</i>	<i>-4,5%</i>	<i>-4,0%</i>	<i>-3,7%</i>	<i>-3,5%</i>	<i>-3,27%</i>	<i>-3,12%</i>	<i>-2,98%</i>
FAVÖK	828	699	1.123	1.480	1.896	2.424	3.085	3.782	4.550	5.378	6.330	7.406
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>30,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>22,7%</i>	<i>22,9%</i>	<i>22,7%</i>	<i>23,0%</i>	<i>24,1%</i>	<i>24,9%</i>	<i>25,6%</i>	<i>26,3%</i>	<i>27,0%</i>	<i>27,6%</i>
F. Karı Üzerinden Vergiler	176	133	224	300	392	487	642	805	984	1.177	1.400	1.651
<i>Vergi Oranı</i>	<i>23%</i>	<i>23%</i>	<i>23%</i>	<i>23%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>	<i>25%</i>
NİS Değişimi	469	164	551	597	685	809	842	862	914	942	1.031	1.127
<i>Satışların %'si</i>	<i>17,0%</i>	<i>4,7%</i>	<i>11,1%</i>	<i>9,2%</i>	<i>8,2%</i>	<i>7,7%</i>	<i>6,6%</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,1%</i>	<i>4,6%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,2%</i>
Yatırım Harcamaları	(273)	(102)	(131)	(158)	(1.408)	(1.321)	(259)	(296)	(336)	(378)	(424)	(472)
<i>Satışların %'si</i>	<i>-9,9%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>-2,6%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>-16,9%</i>	<i>-12,5%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-1,9%</i>	<i>-1,9%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>-1,8%</i>
Serbest Nakit Akışı	(90)	300	217	426	(588)	(193)	1.343	1.819	2.316	2.881	3.475	4.154
<i>Serbest Nakit Akışı Marjı</i>	<i>-3,3%</i>	<i>8,6%</i>	<i>4,4%</i>	<i>6,6%</i>	<i>-7,0%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>10,5%</i>	<i>12,0%</i>	<i>13,0%</i>	<i>14,1%</i>	<i>14,8%</i>	<i>15,5%</i>
İskonto Oranı	1,00	1,00	1,00	1,28	1,64	2,04	2,48	2,97	3,54	4,17	4,89	5,67
İNA	(90)	300	217	332	(359)	(95)	541	612	655	690	711	732

Terminal Büyüme	8%
Terminal Değer	4.420
Firma Değeri	8.456
4Ç25 İtibarıyla Net Nakit	383
Özkaynak Değeri	8.839
Hedef Özkaynak Değeri İNA	11.845
Hedef Özkaynak Değeri - Çarpa	4.302
Ağırlıklı Özkaynak Değeri	9.582
Hisse Sayısı	139
Hedef Hisse Fiyatı	69,0
Mevcut Hisse Fiyatı	54,3
Yükseliş Potansiyeli	27%

	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25	4Ç25
Net Nakit (Borç)	223	99	256	427	383
Nakit	224	117	231	233	30
Menkul Kıymetler	314	254	297	464	584
Kısa Vadeli Yükümlülükler	154	102	102	106	90
Uzun Vadeli Yükümlülükler	161	169	169	164	140

Kaynak: İş Yatırım

Tablo 2: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

AOSM	2024	2025	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Risksiz Faiz Oranı	29,5%	28,9%	28,0%	25,0%	24,0%	21,0%	18,0%	16,0%	15,0%	14,0%	13,0%	12,0%
Özkaynak Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Kaldıraçlı Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özkaynak Maliyeti	35,5%	34,9%	34,0%	31,0%	30,0%	27,0%	24,0%	22,0%	21,0%	20,0%	19,0%	18,0%
Borç Maliyeti	32,5%	31,9%	30,0%	27,0%	26,0%	23,0%	20,0%	18,0%	17,0%	16,0%	15,0%	14,0%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	25,0%	24,6%	23,1%	20,8%	19,5%	17,3%	15,0%	13,5%	12,8%	12,0%	11,3%	10,5%
Borç / (Borç + Özkaynak)	40,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
AOSM - TL	31%	32%	31%	28%	27%	25%	22%	20%	19%	18%	17%	16%

Kaynak: İş Yatırım

Tablo 3: Yurtiçi Çarpanlar

Hisse Kodu	İsim	FD/FAVÖK	PD/DD	F/K	FD/Satışlar
AKHAN	Akhan Un	22,0x	1,9x	27,1x	1,4x
ARMGD	Armada Gıda	20,9x	3,5x	19,6x	2,6x
AVOD	Avod Kurutulmuş Gıda	18,9x	0,9x	5,5x	1,1x
BALUS	Balsu Gıda	17,1x	4,3x	34,7x	1,6x
BORSK	Bor Şeker	8,3x	0,8x	50,7x	1,0x
DARDL	Dardanel	9,3x	0,7x	5,5x	0,7x
ELITE	Elite Organik Gıda	7,2x	1,8x	18,2x	1,9x
GOKNR	Göknur Gıda	4,4x	0,8x	7,1x	0,6x
KAYSE	Kayseri Şeker	9,1x	0,4x	23,3x	0,9x
KRVGD	Kervan Gıda	7,8x	1,0x	26,9x	0,8x
MEYSU	Meysu Gıda	12,5x	3,5x	26,8x	3,2x
OYLUM	Oylum Sınai Yatırımlar	13,2x	0,6x	6,7x	0,8x
PETUN	Pınar Et ve Un	5,8x	0,4x	19,0x	0,7x
SELVA	Selva Gıda	27,1x	1,0x	5,2x	1,4x
SOKE	Söke Değirmencilik	22,0x	1,4x	15,9x	0,7x
TATGD	Tat Gıda	11,3x	0,9x	30,7x	0,9x
TUKAS	Tukaş	6,8x	0,6x	20,5x	1,9x
ULKER	Ülker Bisküvi	4,2x	1,1x	5,4x	0,8x
YYLGD	Yayla Agro Gıda	11,4x	0,9x	13,3x	1,0x
Median		9,1x	0,9x	19,3x	1,0x
Average		9,8x	1,4x	18,8x	1,3x

Tablo 3: Yabancı Çarpanlar

Hisse Kodu	İsim	Ülke	FD/FAVÖK
BWPT IJ Equity	Eagle High Plantations	Endonezya	5,3x
CGC AU Equity	Costa Group Holdings Limited	Avustralya	10,1x
FDP US Equity	Del Monte Fresh Produce Company	A.B.D	9,7x
HARN MK Equity	Harn Len Corporation Bhd	Malezya	4,1x
LW US Equity	Lamb Weston Holdings, Inc.	A.B.D	10,6x
MOLA AR Equity	Molinos Agro S.A.	Arjantin	6,3x
ORS IM Equity	Orsero SpA	İtalya	5,4x
PKTP IN Equity	The Peria Karamalai Tea & Produce Company Ltd	Hindistan	41,0x
SBEC IB Equity	SBEC Sugar Ltd	Hindistan	9,5x
SHL MK Equity	Sin Heng Chan (Malaya) Berhad	Malezya	23,4x
TGG NZ Equity	T&G Global Limited	Yeni Zelanda	5,9x
Medyan			7,9x
Ortalama			9,0x

Kaynak: Bloomberg, İş Yatırım

Tablo 4: Değerleme Özeti Tablosu

mn TL	Hedef Özkaynak Değeri	%	Ağırlıklı Özkaynak Değeri
İNA	11.845	70%	8.291
Yurtiçi Emsal	3.474	15%	521
Yurtdışı Emsal	5.130	15%	769
Hedef Değer			9.582
Hedef Fiyat TL / hisse			69,0
Mevcut Fiyat			54,3
Yükseliş Potansiyeli			27%

Kaynak: İş Yatırım

Temel Riskler

İhracat Toparlanmasının Gecikmesi: Küresel dondurulmuş patates pazarındaki yoğun rekabet nedeniyle ihracat kanallarının yeniden yapılandırılması beklenenden uzun sürebilir.

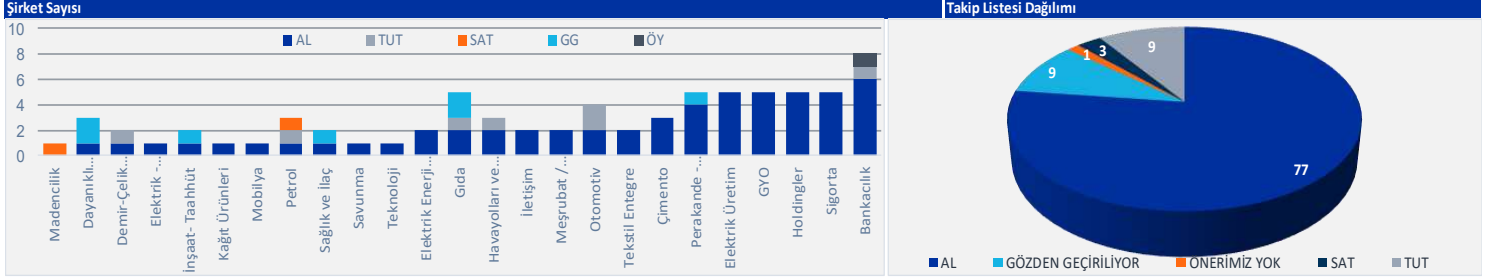
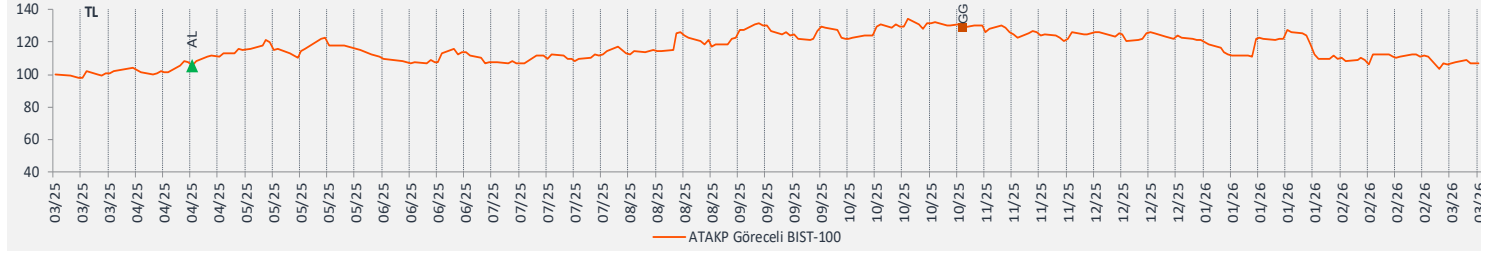
Müşteri Yoğunlaşması: TAB Gıda'nın şirket satışlarındaki yüksek payı, sınırlı sayıda müşteriye bağımlılık yaratmaktadır.

Patates Fiyat Oynaklığı: Ham patates maliyetleri doğası gereği döngüsel olup hava koşulları ve tarımsal arz dinamiklerine bağlıdır.

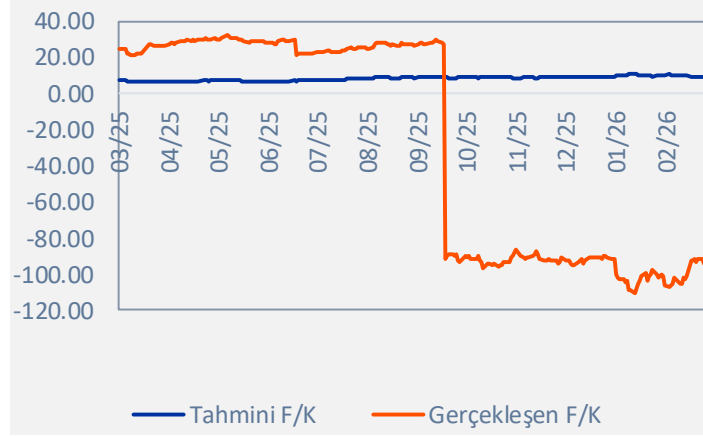
Uygulama Riski: Kapasite genişlemesindeki gecikmeler veya beklenenden zayıf talep, kapasite kullanım oranlarını ve marj iyileşmesini sınırlayabilir.

Atakey Patates

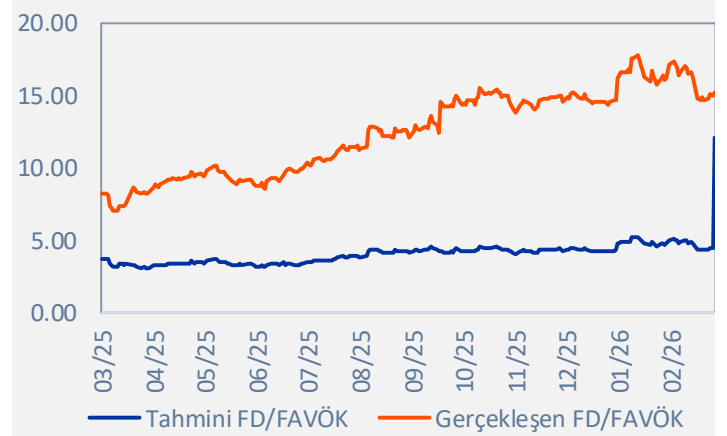
Göreceli Getiri / Öneriler



Tahmini F/K & Gerçekleşen F/K



Tahmini FD/FAVÖK & Gerçekleşen FD/FAVÖK



This report has been prepared by "İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş." (İş Investment) solely for the information of clients of İş Investment. Opinions and estimates contained in this material are not under the scope of investment advisory services. Investment advisory services are given according to the investment advisory contract, signed between the intermediary institutions, portfolio management companies, investment banks and the clients. Opinions and recommendations contained in this report reflect the personal views of the analysts who supplied them. The investments discussed or recommended in this report may involve significant risk, may be illiquid and may not be suitable for all investors. Investors must make their decisions based on their specific investment objectives and financial positions and with the assistance of independent advisors, as they believe necessary.

The information presented in this report has been obtained from public institutions, such as Istanbul Stock Exchange (ISE), Capital Market Board of Turkey (CMB), Republic of Turkey, Prime Ministry State Institute of Statistics (SIS), Central Bank of the Republic of Turkey (CBT); various media institutions, and other sources believed to be reliable but no independent verification has been made, nor is its accuracy or completeness guaranteed.

All information in these pages remains the property of İş Investment and as such may not be disseminated, copied, altered or changed in any way, nor may this information be printed for distribution purposes or forwarded as electronic attachments without the prior written permission of İş Investment. (www.isinvestment.com)