

DURDO

Öneri

Hisse Fiyat: 48,00 TL

AL

Hedef Fiyat: 81,60 TL

Yükseliş Potansiyeli: %70,1

* Türkiye karton ambalaj sektörünün en eski ve tecrübeli şirketlerinden Duran Doğan Basım ve Ambalaj Sanayi A.Ş'nin Türkiye ve Avrupa'da uzun yıllardır çalıştığı dünya çapında iş ortakları mevcuttur (Ülker-Godiva, Diageo-dünyanın en büyük içki üreticisi-, Johny Walker).

* 2019 yılından itibaren önemli yatırımlarıyla öne çıkan şirket, sürdürülebilirlik alanında yatırımını yaptığı Gloss & Green teknolojisi ile sektöre yeni bir bakış açısı kazandırmıştır. Günümüzde çoğunlukla kullanılan metalize film laminasyon uygulamasından farklı olarak, Gloss & Green teknolojisi ile premium görselliği üst düzeye çıkarırken, %100 geri dönüştürülebilir ambalajlar elde edilmektedir. Makinenin kurulumundan itibaren ciro ve karlılığa etkisi muazzam olmuştur.

* Şirket bir sonraki aşamada Kağıt Şişeler üretmeyi hedeflemektedir. Paris antlaşması ve Avrupa yeşil mutabakat sözleşmeleri kapsamında UNILEVER, COCA-COLA, PEPSICO gibi dev şirketler bu dönüşüme evet demişler ve sıfır karbon emisyonu taahhüdünü vermişlerdir. Bu teknolojiye Duran Doğan mevcut yatırımıyla ön planda olacaktır. Şirketin %100 geri dönüşüm özelliği olan "birden fazla şeffaflık düzeyine sahip" olmak üzere geliştirdiği bir ambalaj ürünün, aralarında Gıda, Kozmetik ve Kimya olmak üzere Dünya Endüstriyel üretimi açısından önemi bir tercih olacak olması, şirketin ucu açık ekonomik ve finansal bir hikâyenin başlangıç aşamasında olduğunu göstermektedir.

* GES planlaması, yeni şirket alımlarının gündemde olması, yeni makine siparişi ve kurulumu (2023 Eylül kurulumu tamamlanacak), dünya çapında ses getirmesi beklenen ürünlerin patent onaylarında son aşamaya gelinmesi, Amerika ihracatı planlaması ile birlikte bedelsiz sermaye artırımı ve temettü beklentisi şirket açısından kısa vadeli katalizörleri oluşturmaktadır.

Değerleme tarafında; gelir yaklaşımı %60, piyasa yaklaşımı ise %40 ağırlıklandırılarak dikkate alındığında, şirketin tahmini piyasa değeri 2,858mn TL olarak hesaplanmış, tahmini hisse fiyatı ise 81,60 TL olmuştur. Tüm hesaplamalar sonucunda, şirketin iskontolu işlem gördüğünü düşünerek, şirket ile ilgili "AL" önerisinde bulunuyoruz.

Özet Veriler

Hisse Kodu	DURDO
Pazar	Ana Pazar
Endeks	XUTUM
Cari Fiyat	48.00
Sektör	Kağıt Ve Basım

Piyasa Verileri

F/K	6.40
PD/DD	3.62
Halka Açıklık (%)	%35
Hisse Adedi (m)	35
Piyasa Değeri (m TL)	1,723
Piyasa Değeri (m USD)	90
Net Borç (m TL)	280.98
İhracat Oranı (%)	63.53
Günlük Ort İşlem Hacmi (m TL) (son 1 yıl)	19.87

Tahmin ve Rasyo	2021G	2022G	2023T	2024T
Net Satışlar(m TL)	529	1,242	1,788	2,321
Yıllık Büyüme (%)	0%	135%	44%	30%
Brüt Kar (m TL)	188	564	769	975
Yıllık Büyüme (%)	0%	200%	36%	27%
FAVÖK (m TL)	91	362	515	645
Yıllık Büyüme (%)	0%	296%	42%	25%
Net Kar (m TL)	1	269	286	371
Yıllık Büyüme (%)	0%	20246%	6%	30%
FAVÖK Marjı	17.3%	29.1%	28.8%	27.8%
Net Kar Marjı	0.3%	21.7%	16.0%	16.0%



Sirket Künyesi ve Son gelişmeler

Türkiye karton ambalaj sektörünün en eski ve tecrübeli iki firması Duran Ofset ve Doğan Matbaacılık'ın 2005 yılında birleşmesi sonucu son derece güçlü bir yapı ile Duran Doğan Basım ve Ambalaj Sanayi A.Ş kurulmuştur. Duran Ofset, 1953 yılında ALİ DURAN Matbaası adı ile kurulmuştur. Zamanla yenilikçi ve çeşitli ürün profili ile ambalaj sektöründe tanınan firma, 1975 yılında Anonim Şirket haline dönüşerek 1991 yılında halka açılmıştır. 1934 yılında ACEMYAN Ailesi tarafından kurulan Doğan Matbaacılık ise , 70 yılı aşan tecrübesi ile uluslararası müşterilerine her zaman en kaliteli çözümleri sunmaya gayret etmiştir. Bu iki firma 2005 yılında sektördeki lider karton ambalaj üreticisi olmak amacıyla tecrübe ve bilgilerini birleştirme kararı almış ve uygulamışlardır. Şirketin yüzde 30'una ise Fransız ambalaj devi LGR (LGR INTERNATIONAL SOCIETE ANONYME) sahip bulunmaktadır. LGR Avrupa'daki önemli bağlantıları ile uzman olduğu esnek ambalaj (premium ambalaj) alanında şirkete önemli bir katma değer sunmaktadır.

Duran Doğan'ın Türkiye ve Avrupa'da uzun yıllardır çalıştığı dünya çapında iş ortakları mevcuttur. Ülker-Godiva, Diageo-dünyanın en büyük içki üreticisi-, Johny Walker gibi markaların özel görsel ambalajlarını Duran Doğan üretmektedir. Bu katma değerli, niş ürünlerle sektörden ayrılan şirketin ihracat oranı %60 seviyesinin üzerinde bulunmaktadır.

Şirket 2019 yılından itibaren önemli yatırımlarıyla öne çıkmaktadır. 3,5 mn euro maliyetle (yatırım yapıldığı gün 35 mn TL'ye karşılık gelen bu yatırım şirketin ödenmiş sermayesine denk gelmekteydi) hayata geçirilen ve dünyada 4 adet bulunan bu makine GLOSS-GREEN teknolojisi ile yüzde 100 geri dönüşümlü üretim yapmaktadır. Makinenin kurulumu pandemi nedeniyle geçikmiş olsa da 2021/9 itibarıyla kurulup faaliyete geçmiştir. Bu dönemden itibaren ciro ve karlılığa etkisi muazzam olmuştur.

Şirket bir sonraki aşamada Kağıt Şişeler üretmeyi hedeflemektedir. Paris antlaşması ve Avrupa yeşil mutabakat sözleşmeleri kapsamında UNILEVER, COCA-COLA, PEPSICO gibi dev şirketler bu dönüşüme evet demişlerdir. Hatta Unilever in ilk kağıt şişeleri birkaç ay içinde Brezilya'da denemeye çıkacaktır. Daha sonra Avrupa ve Türkiye'ye sıra gelecektir. Bu şirketler sıfır karbon emisyonu taahhüdünü vermişlerdir. Bu teknolojide Duran Doğan mevcut yatırımla ön planda olacaktır.

Şirketin %100 geri dönüşüm özelliği olan "birden fazla şeffaflık düzeyine sahip" olmak üzere geliştirdiği bir ambalaj ürünün, aralarında Gıda, Kozmetik ve Kimya olmak üzere Dünya Endüstriyel üretimi açısından önemi bir tercih olacak olması, şirketin ucu açık ekonomik ve finansal bir hikâyenin başlangıç aşamasında olduğunu göstermektedir. Duran Doğan'ın geliştirdiği bu farklı şeffaflık düzeyine sahip yalıtım ürünü Dünya Endüstriyel üretimi açısından aralarında dondurulmuş hazır gıda ürünleri, atıştırmalıklar, yulaf ezmesi, sıcak kakao, çeşniler, kuru çorbalar, pirinç, kuru peynir, karışımlar ve toz içecekler, beslenme barları, kahve, kuruyemiş, kuru meyve ve toz besin veya enerji içeceği gibi ürünlerin ambalajları için ideal bir ikame malzeme adaydır ve ambalaj yapılarında folyonun yerine kullanılması daha verimli ve elverişli olacaktır. Ayrıca, yoğurt ve dondurma gibi süt ürünleri için bir kapak uygulamasında folyo yerine mükemmel bir aday olacaktır. Bu gıda ürünlerinin paketlerinin geri dönüşümü hiç yapılmamakta veya çok düşük seviyede gerçekleştirilmektedir. Geliştirilen bu yalıtım ürünü bu ürünlerin paketlerinin yerini alacak olduğunda geri dönüştürülme oranı çok yüksek olacağından hem paketleme maliyetlerini düşürecek hem de çevreyi koruyacaktır.

Şirket 15.02 tarihinde attığı kap haberi ile Enerjisa aracılığıyla YENİLENEBİLİR ENERJİ SERTİFİKASI alan kurumlar arasına dahil olmuştur. Bu sertifika ile şirketin tüm üretim tesislerinde elektriğin tamamı yenilenebilir kaynaklardan karşılanması amaçlanmaktadır ki hem maliyet avantajı açısından hem de Avrupa ihracatı için çok önemli bir gelime olarak öne çıkmaktadır.

GES planlaması, yeni şirket alımlarının gündemde olması, yeni makine siparişi ve kurulumu (2023 Eylül kurulumu tamamlanacak), dünya çapında ses getirmesi beklenen ürünlerin patent onaylarında son aşamaya gelinmesi, Amerika ihracatı planlaması ile birlikte bedelsiz sermaye artırımı ve temettü beklentisi şirket açısından kısa vadeli katalizörleri oluşturmaktadır.

Riskler

Hedef fiyatımıza yönelik aşağı yönlü risk olarak mevcut yatırım süreci ya da makine tesliminde yaşanabilecek gecikmeler öne çıkarken esas risklerin muhafazkar sayılabilecek büyüme ve marj tahminlerimiz nedeniyle yukarı yönde olduğunu düşünüyoruz.



Değerleme Özeti

Şirketin hedef piyasa değerine ulaşırken, İNA ve aynı sektördeki Benzer Şirket çarpanları yöntemleri kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı yaklaşımına göre hedef şirket değeri 2,858mn TL olarak hesaplanmıştır. İNA modelimizde, sonsuz büyüme oranını %9, beta katsayısını 0,91, piyasa risk primini %6,5, risksiz faiz oranını %22 ve vergi sonrası borçlanma maliyetini ise %19,5 olarak varsaydık.

Benzer şirket çarpanları yöntemini kullanırken, FD/FAVÖK ve FD/Satışlar rasyolarına eşit ağırlıklar vererek 3,543mn TL hedef şirket değerine ulaştık.

Ağırlıklı ortalama hedef fiyatımıza ulaşmak için, İNA yöntemiyle ulaştığımız şirket değerine %60, benzer şirket çarpanları yöntemiyle hesapladığımız tahmini şirket değerine ise %40 ağırlık verdik. Ağırlıklandırılarak bulunmuş 3,139 TL şirket değerine 281mn TL net borçluluk tutarının eklenmesiyle, hisse için 2,858mn TL hedef piyasa değerine ulaşarak, hedef fiyatımızı 81,60 TL olarak belirledik.

Tablo 1:

Değerleme Özeti	Tahmini Şirket Değeri (m TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer
İndirgenmiş Nakit Akımı	2,870	60%	1,722
Benzer Şirket Çarpanları	3,543	40%	1,417
Tahmini Şirket Değeri			3,139
Net Borçluluk (@31.12.2020)			(281)
Tahmini Piyasa Değeri			2,858
Ödenmiş Sermaye			35.00
Tahmini Hisse Fiyatı			81.66
Güncel Fiyat			48.00
Yükseliş Potansiyeli			70.1%

Kaynak: Alnus Yatırım



Tablo 2: İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Değerleme

Gelir Yaklaşımı altında İNA yöntemi uygulanmaktadır. Bu yöntemde göre varlığın gelecekte yaratması beklenen nakit akımları dikkate alınır. İndirgenmiş Nakit Akımları çalışması kapsamında, varlığın gelir/giderini, işletme sermayesi ihtiyacını öngören bir indirgenmiş nakit akımları modeli hazırlanmaktadır. Gelecekte yaratılması beklenen nakit akımlarının bugünkü değerleri, nakit akımlarının varlığın risk profiline uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugüne indirgenmesiyle hesaplanmaktadır.

m TL	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	DED
Gelirler	297	529	1,242	1,788	2,321	2,935	3,679	4,611	5,027
Büyüme (%)	19.4%	78.0%	134.9%	44.0%	29.8%	26.4%	25.4%	25.4%	9.0%
Hizmet Maliyeti	(218)	(340)	(677)	(1,019)	(1,346)	(1,761)	(2,281)	(2,905)	(3,167)
Brüt Kar	79	188	564	769	975	1,174	1,398	1,706	1,860
Brüt Kar Marjı (%)	26.7%	35.6%	45.5%	43.0%	42.0%	40.0%	38.0%	37.0%	37.0%
Faaliyet Giderleri	(33)	(97)	(203)	(254)	(330)	(387)	(449)	(609)	(664)
FAVÖK	47	91	362	515	645	787	949	1,098	1,196
FAVÖK Marjı (%)	15.7%	17.3%	29.1%	28.8%	27.8%	26.8%	25.8%	23.8%	23.8%
Amortisman	(16)	(19)	(27)	(50)	(65)	(82)	(103)	(129)	(161)
FVÖK	30	72	335	465	580	704	846	968	1,035
FVÖK Marjı (%)	10.2%	13.7%	27.0%	26.0%	25.0%	24.0%	23.0%	21.0%	21.0%
Kurumlar Vergisi				(93)	(116)	(141)	(169)	(194)	(207)
Vergi / FVÖK (%)				20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Amortisman (-)	16	19	27	50	65	82	103	129	161
Operasyonel Nakit Akımları	47	91	362	422	529	646	780	904	989
NİS Değişimi	(17)	(108)	(130)	(153)	(121)	(174)	(172)	(241)	(107)
Yatırım Harcamaları	-17.22	-34.22	-26.30	(57)	(74)	(94)	(118)	(148)	(161)
Yatırım/Satışlar (%)	5.8%	6.5%	2.1%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
Serbest Nakit Akımları	12	(51)	206	212	334	378	490	515	721
AOSM				24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
AOSM - Sens				24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
Kısmi Dönem Etkisi				1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	
Ortalama Dönem Etkisi				0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	
İndirgeme Oranı				0.90	0.72	0.58	0.47	0.38	0.38
İndirgenmiş Nakit Akımı				190	241	220	230	194	1,795
FD/FAVÖK			7.9	5.6	4.4	3.6	3.0	2.6	
FD/Net Satışlar			2.3	1.6	1.2	1.0	0.8	0.6	

m TL		%
İndirgenmiş Nakit Akımları	1,075.1	37%
Devam Eden Dönem	1,794.6	63%
Şirket Değeri	2,869.7	100%
Net Borç	(281.0)	
Nakit	52.0	
Toplam Mali Borçlar	(343.8)	
Finansal Yatırımlar	10.9	
Hisse Değeri	2,588.7	

**Tablo 3: Türkiye’de Benzer Şirketler**

Piyasa yaklaşımında kapsamında Şirket ile aynı sektör grubunda olan şirketler dikkate alınmıştır. Sektörün ortalama çarpanları; 12,90x olan FD/FAVÖK çarpanı ve 1,95x olan FD/Satışlar çarpanları eşit olarak dikkate alındığında tahmini firma değeri 3,543 TL olarak hesaplanmıştır.

Şirket	Piyasa Değeri (TL m)	Tahminler	
		FD/FAVÖK	FD/Satışlar
		Anlık	Anlık
BARMA	4,074.0	11.53x	2.84x
BAKAB	1,509.1	10.09	1.02
KAPLM	1,864.0	17.08	1.99
Ortalama		12.90	1.95
Şirket (FD/FAVÖK)	4,665.60	12.90	
Şirket (FD/Satışlar)	2,420.61		1.95

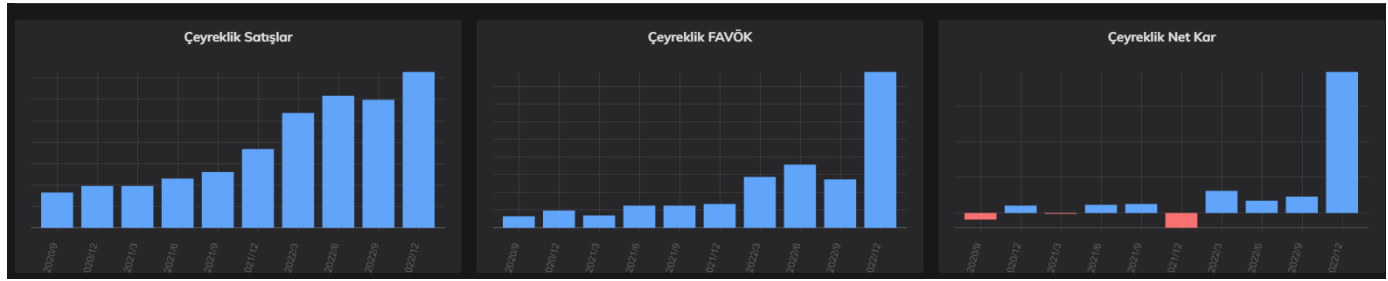
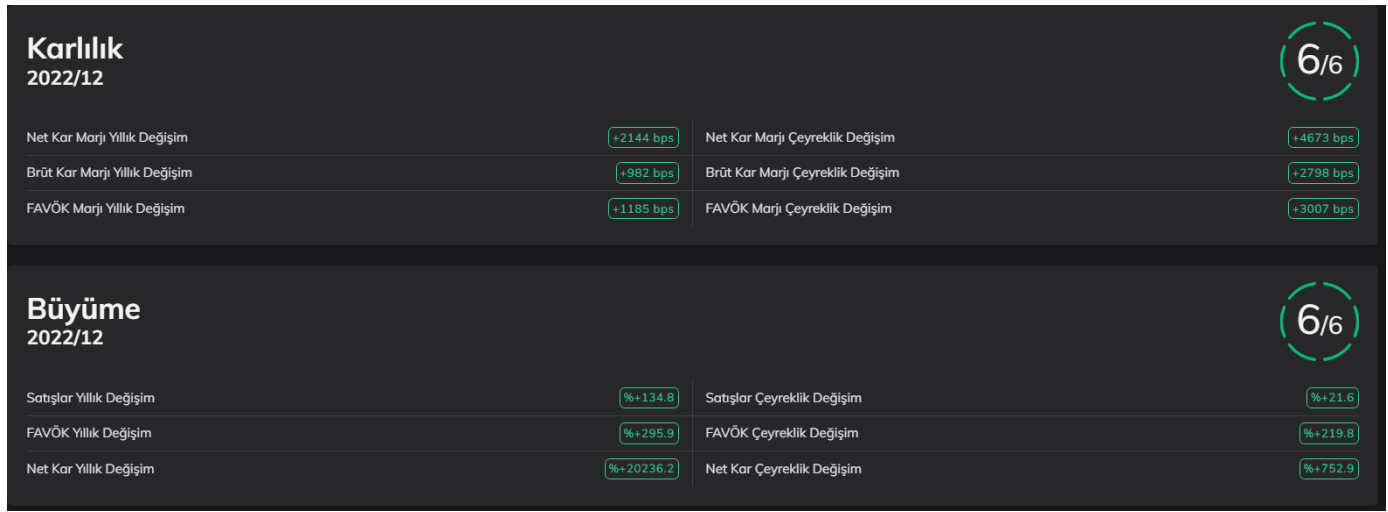
	31.12.2022	31.12.2023
Şirket Satışlar	1,242	1,788
Şirket FAVÖK	362	515
Şirket Net Kar	269	286

	FD/FAVÖK	FD/Satış
Şirket Cari Yıl Değerleri	4,666	2,421
Yöntem Ağırlığı	50%	50%
Tahmini Firma Değeri		3,543

4Ç22 Bilanço Değerlendirmesi

Şirketin 4Ç22 sonuçları sonuçları hem ciro, hem FAVÖK hem de net kar anlamında kusursuza yakın bir tablo ortaya koydu. Özellikle marjlardaki müthiş sıçrama oldukça dikkat çekici (sanayi şirketlerinin birçoğunda son çeyrekte marjlarda daralma yaşadığı bir ortamda). Şirketin yatırımlarının karşılığını almaya başladığını söylemek mümkün.

Şirket ciro ve kar büyümesiyle birlikte marjlar anlamında da rekor sonuçlar açıklarken borç kaldıraç ve nakit açısından da çok güçlü bir pozisyonda bulunuyor. Yaratılan güçlü kar ve nakit akışıyla birlikte önemli bir temettü ödemesinin de gündeme gelebileceğini düşünüyoruz.





Ambalaj Sektörü

Türkiye ambalaj sanayi hızlı gelişen bir sektördür. Türkiye ve yurt dışında hızlı kentleşme, nüfus artışı, yaşam standartlarının yükselmesi, kadınların iş hayatına katılımındaki artış, tüketim alışkanlıklarındaki değişimler, alışveriş merkezlerinin yaygınlaşması ile perakende alışveriş eğiliminin artması, tüketim ürünlerine olan talep artışı ve Türkiye ambalaj sanayi ihracatının artması sektörün hızlı gelişmesindeki başlıca etkenlerdir. Türkiye'de ambalaj malzemesi üreten yaklaşık 3000 firma mevcuttur. Bu firmaların büyük çoğunluğu orta ve küçük ölçekli firmalardır. Sektörde faaliyet gösteren firmalar; plastik, kağıt-karton, metal, cam ve ahşap ambalaj olmak üzere beş ana grupta üretim yapmaktadırlar. 2013-2021 dönemine ait Türkiye'nin Ambalaj Sanayi ürünleri üretiminin ABD Doları değerine ilişkin verileri Tablo 1 de verilmiştir. Değerler incelendiğinde 2021 yılına ait Türkiye'nin Ambalaj Sanayi ürünleri toplam üretim değeri kabaca 10 milyar doların üzerinde olduğu görülmektedir. Yine bu dönem ait Türkiye'de Kağıt, karton ve oluklu mukavva ürünleri ambalaj üretimi ait değer yaklaşık olarak 5.2 milyar dolar olduğu görülmektedir. Bu değerlere göre 2021 yılına ait Türkiye'de toplam ambalaj sanayi üretim değeri içerisinde kağıt-karton ambalaj sanayi üretiminin yaklaşık olarak %48 civarında olduğu açıkça görülmektedir. Bu durum, Türkiye ekonomisi kağıt-karton ambalaj sanayi üretiminin deki gelişmelerin ne kadar önemli olduğunun göstergelerinden biri olduğunu göstermektedir.

Tablo 1. Türkiye'nin Ambalaj Sanayi ürünleri üretim değeri, 2013 - 2021, (Değer: ABD Doları)

Ambalaj Grubu	2017	2018	2019	2020	2021
Ahşap	341 187 013	350 936 968	386 577 019	387 695 653	559 052 688
Cam	666 540 215	578 569 705	756 587 403	756 268 254	797 759 586
Kağıt-Karton	3 452 281 929	3 485 959 402	3 386 207 828	3 502 498 605	5 197 157 702
Metal	2 141 287 414	2 236 740 461	2 262 607 930	2 267 795 662	2 788 916 899
Plastik	1 061 742 868	1 047 265 326	1 176 426 091	1 286 316 682	1 536 296 360
Toplam	7 663 039 439	7 699 471 862	7 968 406 271	8 200 574 855	10 879 183 236

Ayrıca Türk ambalaj sektörü kalitede dünya standartlarına ulaşmış ve ISO 9000, ISO 14001 ve ISO 22000 alan firma sayısında önemli bir artış vardır. Sektörde araştırma ve geliştirme ve bu bağlamda yapılan ambalaj tasarımları dünya çapında rekabet edebilmek için büyük önem kazanmış durumdadır. Türk ambalaj üreticileri ulusal ve uluslararası çevre düzenlemeleri ile ilgili gelişmeleri yakından takip etmekte ve bu düzenlemelere uyum göstermektedirler. Yürürlükte olan "Ambalaj Atıklarının Kontrolü Yönetmeliği" ile

- Çevresel açıdan belirli ölçütlere, temel şart ve özelliklere sahip ambalajların üretimi,
- Ambalaj atıklarının oluşumunun önlenmesi, önlenemeyen ambalaj atıklarının tekrar kullanım, geri dönüşüm ve geri kazanım yolu ile bertaraf edilecek miktarının azaltılması,
- Ambalaj atıklarının çevreye zarar verecek şekilde doğrudan ve dolaylı olarak alıcı ortama verilmesinin önlenmesi,
- Ambalaj atıklarının belirli bir yönetim sistemi içinde, kaynağında ayrı toplanması, taşınması, ayrılmasına ilişkin teknik ve idari standartların oluşturulması amaçlanmıştır.



Tablo 2’de 2013-2022 dönemi için yıllık olarak Türkiye’nin plastik, kağıt-karton, metal, cam ve ahşap ambalaj olmak üzere beş ana grupta ihracat rakamlarını göstermektedir. Tablo 2’de belirtilen değerler ABD Dolarıdır. Türk ambalaj sanayi ürünleri ihracatı 2021 yılında 6.49 ve 2022 yılı Ocak-Kasım dönemi için 6.85 milyar dolar olmuştur. Ambalaj sanayi ihracatı 2020 yılı değerlerine göre 2021 yılında 1 milyar dolar ve 2022 yılında 1.5 milyar dolar artmıştır. 2022 yılında ambalaj sanayi ihracatında % 63,6’lık payı ile plastik ambalaj ürünleri ilk sırayı almaktadır. Plastik ambalaj ihracatı bir 2021 yılına göre %0,23 azalmıştır. İhraç edilen diğer önemli ambalaj grubu ise % 24,5’lik ihracat payı ile kağıt ve karton ambalaj ürünleridir. 2022 yılında kağıt ve karton ambalajların ihracatı 1,68 milyar dolara yaklaşmıştır. İhraç edilen başlıca ürünler, kağıt ve kartonlar, oluklu mukavva, kutular, sandıklar ve diğer ambalajlama kaplarıdır. Kağıt ve karton ambalaj ihracatı bir 2021 yılına göre %0,132 artmıştır. Cam ve ahşap ambalaj ürünleri diğer önemli ihracat ürünleridir. Bu ürünler; damacanalara, şişeler, mataralar, kavanozlar, ampuller, ahşap kutu ve paletlerdir. 2021 yılında cam ambalaj ihracatı yaklaşık 193 milyon dolar, ahşap ambalaj ihracatı ise 29 milyon dolar iken her iki ihracatı grup için 2022 ihracat değerleri sırası ile 42 ve 218 milyon ABD dolarıdır.

Tablo 2. Türkiye'nin Ambalaj Sanayi ürünleri ihracatı, 2013-2022 (Değer: ABD Doları)

Ambalaj Grubu	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ahşap	21.184.716	21.936.643	20.605.994	17.985.968	29.858.807	42.078.227
Cam	61.872.132	83.608.496	141.287.859	194.588.641	193.780.643	218.126.939
Kağıt-Karton	977.040.584	1.086.001.813	1.133.150.474	1.146.028.618	1.504.073.693	1.677.177.709
Metal	339.842.299	386.602.642	407.393.420	396.623.841	479.317.599	548.688.054
Plastik	2.870.120.131	3.227.739.889	3.194.946.234	3.381.663.716	4.283.436.302	4.360.369.695
Toplam	4.270.059.862	4.805.889.483	4.897.383.981	5.136.890.784	6.490.467.044	6.846.440.624

Not: 2022 verileri Ocak-Kasım dönemini kapsamaktadır.

Tablo 3. Türkiye'nin Ambalaj Sanayi ürünleri ithalatı, 2013-2022 (Değer: ABD Doları)

Ambalaj Grubu	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ahşap	17.160.854	15.217.423	12.397.016	9.383.025	13.594.385	14.014.431
Cam	60.431.867	59.729.732	62.378.711	72.888.880	74.710.605	94.058.472
Kağıt-Karton	1.190.098.572	1.303.033.826	1.101.923.388	1.144.937.983	1.408.486.801	1.810.264.683
Metal	198.974.447	231.473.035	183.580.920	206.297.559	242.948.972	316.554.425
Plastik	1.995.255.385	1.808.543.201	1.692.152.937	1.688.759.843	2.054.924.252	2.181.066.413
Toplam	3.461.921.125	3.417.997.217	3.052.432.972	3.122.267.290	3.794.665.015	4.415.958.424

Not: 2022 verileri Ocak-Kasım dönemini kapsamaktadır.

Tablo 4’de 2013-2022 dönemi için yıllık olarak Türkiye’nin ülkelere göre ambalaj ürünleri ihracat değerleri verilmiştir. Tablo 4’de belirtilen değerler ABD Dolarıdır. 2022 verileri Ocak-Kasım dönemini kapsamakta olup bu değerler içerisinde Aralık ayına ilişkin değerler yoktur. Tablo 4’de belirtilen değerlere göre Türkiye’nin ülkelere göre ambalaj ürünleri ihracatında ilk on ülkenin İngiltere, Almanya, İtalya, Irak, İsrail, ABD, Fransa ve Rusya Federasyonu olduğu görülmektedir. Tablo 3’de dikkat çeken en önemli ihracat rakamların Türkiye’nin İngiltere’ye yapmış olduğu ambalaj ürünleri ihracat rakamlarının 2021 yılın da 606.478.065



Amerikan doları ve 2022 yılında 604.454.962 Amerikan doları olduğu görülmektedir. Ayrıca, Türkiye'nin ABD'ye olan ambalaj ürünleri ihracat rakamları 2021 yılın da 356.970.734 Amerikan doları ve 2022 yılında 338.392.200 Amerikan doları olduğu görülmektedir. Türkiye'nin İngiltere ve ABD'ye ambalaj ürünleri ihracat rakamları incelendiğinde ihracat rakamları arasında kabaca iki kat büyüklüğünde fark olduğu açıkça görülmektedir. Karton Ambalaj Sanayicileri Derneği (KASAD) yakın zaman önce karton ambalaj sektörünün ABD'ye ihracatını artırabilmek amacıyla bu ülke ile dış ticaretin geliştirilmeye yönelik basın açıklama yapmıştır. KASAD, Türkiye Ambalaj Sektörü'nün ABD'ye ihracatını 5 yılda 500 milyon dolar seviyesine yükseltmeyi hedeflediğini açıklamıştır. Bu durum, ABD'ye olan ihracat rakamlarının 2021 ve 2022 değerlerine göre iki katına çıkarılmak istenen ihracat seviyesi demektir.

Tablo 4. Türkiye'nin ülkelere göre ambalaj sanayi ürünleri ihracatı (ilk 20), (Değer: ABD Doları)

İHRACAT						
Ülke adı	2017	2018	2019	2020	2021	2022
TOPLAM	4.270.059.86	4.805.889.48	4.897.383.98	5.136.890.78	6.490.467.04	6.846.440.62
	2	3	1	4	4	4
İngiltere	273.976.612	376.559.953	393.308.727	453.667.522	606.478.065	604.454.962
Almanya	354.358.619	399.619.211	371.391.713	416.952.792	540.356.247	557.667.909
İtalya	177.895.184	239.286.377	220.892.027	243.654.050	308.085.371	371.457.058
Irak	294.495.324	298.173.780	337.975.258	331.696.199	407.434.288	368.720.921
İsrail	170.271.162	202.360.208	223.167.345	249.355.870	325.291.440	340.232.358
ABD	126.412.780	155.177.394	195.090.103	253.011.652	356.970.734	338.392.200
Fransa	181.809.159	203.548.300	195.636.235	219.635.242	287.617.339	302.088.594
Rusya Federasyonu	67.673.640	81.574.604	99.249.454	96.322.090	122.735.920	227.870.907
Hollanda	138.873.285	144.152.016	140.681.514	166.366.620	221.816.940	207.180.305
İspanya	101.755.150	143.804.544	129.891.676	147.172.667	201.707.558	205.347.766
Yunanistan	92.152.264	115.775.651	119.882.384	118.056.701	167.973.613	204.044.668
Romanya	100.232.616	112.729.274	110.813.279	126.106.942	173.131.944	198.421.954
Polonya	80.926.240	88.289.776	95.304.932	98.694.236	143.115.960	177.279.566
Bulgaristan	100.400.917	113.270.040	109.680.797	113.827.354	161.201.465	163.834.790
Belçika	125.457.170	131.520.884	126.920.697	116.712.905	149.572.258	158.492.117
İran	170.574.062	161.398.223	184.346.798	127.789.247	129.287.635	133.163.208
Mısır	121.154.474	129.323.970	112.744.661	104.090.731	137.021.766	128.023.204
Gürcistan	70.201.433	76.539.108	80.097.306	69.465.124	96.341.534	111.446.404
Fas	60.936.680	72.630.558	74.715.249	82.662.141	93.785.861	95.111.676
Azerbaycan	73.586.162	73.997.936	72.638.505	68.798.025	69.213.229	93.147.351



Yukarıda Türkiye'nin Ambalaj Sanayine ilişkin üretim, ihracat ve ithalat rakamları şüphesiz ki 2022 yılına kadar mevcut üretim teknolojisi ve ambalaj tasarımları çerçevesinde gerçekleşen rakamlardır. Günümüz gıda paketlemede sıklıkla kullanılan plastikler (PP, PET, vs.) ve metalize filmler (alüminyum kaplanmış PET, metalize PET, vs.) çok katmanlı kutular ve gıda saklama kabı olarak kullanılmaktadır. Bu malzemeler her ne kadar günlük kullanım açısından pratik ve tedarik zinciri açısından gıdayı koruması için önemli olsa da, geri dönüştürülme oranları düşük veya yok denecek kadar az olmaktadır. Saf plastikler çoğunlukla

çöp sahalarında yakılmak üzere depolanmakta veya başka alanlarda sınırlı olarak geri dönüştürülebilmektedir. Ancak bu döngüde bile işlenmemiş yeni malzeme eklenmesi gerekmektedir. Metal film veya kaplama içeren kutuların ve plastiklerin geri dönüştürülmesi çok daha maliyetli ve masraflı olmaktadır. Kullanılan karton ve plastiğin geri dönüştürülme ihtimalinin olmamasına ek olarak, metal malzemenin tekrar elde edilmesi için "leaching" olarak tabir edilen kimyasal süreçlerin kullanılması gerekir. Bu süreç esnasında kullanılan kimyasallar hem çevreye zarar vermekte hem de ürün maliyetini artırmaktadır.

Geri dönüştürülme uygunluğuna ek olarak, gıda paketlerinin uluslararası standartlara göre oksijen ve nem geçirgenliğinin belirli bir seviyenin altında olması gerekmektedir. Bu bilgiler ışığında metale kaplanmış plastiğin metal üzerinden kolay bir şekilde ayrıştırılabildiği ve sıyrılabildiği bir teknolojinin, yapıştırma şeklinin veya yeni bir malzeme sınıfının geliştirilmesi hem dünya plastik tüketimini büyük ölçüde azaltacağı hem de doğayı koruyacağı gibi döngüsel ekonomiye büyük faydaları olacaktır. Ancak geliştirilen bu yeni teknolojinin uluslararası standartlardan da geçer not alması gerekmektedir (ASTM D 3985, ASTM F 1307, ISO 15105, ISO 2528).

Onlarca yıldır gıda üreticileri, folyo bazlı esnek yapılardan metalize film bazlı ambalajlara geçmenin faydalarını görüyor. Folyo ve plastik bazlı gıda paketlerinin geri dönüşümü problemlidir olduğu gibi maliyetli de bir süreçtir. Metalize film teknolojisi gıda paketleme endüstrisinin daha döngüsel ve az maliyetli bir sektöre dönüşmesini vaat etmektedir. Temel filmin kalitesi ve metal kaplama işlemlerinin bütünlüğü, bir uygulamanın başarısı için kritiktir. Bu temel noktalar yerine getirildiğinde, metallizasyon, bir filmin oksijen ve nem bariyer dayanıklılığını önemli ölçüde arttırabilir, ışık için opak bir bariyer yaratabilir ve yüksek yansıtımlı, parlak bir görünüm sağlayabilir. Her ne kadar metalize film, şu anki paketleme teknolojisinden üstün olsa da geri dönüşümünde problemler gözlenmekteydi. Duran Doğan, 2015 yılında Gloss & Green teknolojisi ile metalize film teknolojisini kullanarak yüksek ölçüde geri dönüştürülebilir bir ambalaj üretmeyi vaat etmiştir. Bu amaçla, Duran Doğan "Heidelberg Speedmaster XL106 8 Renk + 2 Lak UV" ve teknoloji harikası büyük ebat "Heidelberg Speedmaster XL 145-8+LYYL" ofset baskı makineleri ile beraberinde çalışacak olan ilgili uygulama ünitelerinin faaliyete geçmesi ile birlikte 2020 yılı itibari ile aralarında dünya markası olan **Diageo**, **Patrón Tequila**, **Deanston**, **United Biscuits**, **Godiva** ve **Beiersdorf** gibi olan uluslararası firmalara Gloss & Green teknolojisi ile geri dönüşümlü ürünler üretip satmaktadır.

2022 yılı itibari ile işletmenin sahip olduğu yenilikçi teknolojisinin Duran Doğan'ın finansal tabloları üzerinde çok ciddi üretim hacmi ve ciro artışlarına yol açtığı belgindir. Duran Doğan'ın üretim faaliyetleri ve yenilikçi teknolojisi incelendiğinde işletmenin sahip olduğu teknoloji harikası büyük ebat Heidelberg Speedmaster XL 145-8+LYYL ofset baskı makinesinin tam kapasite ile çalışmadığı gözlenmektedir. Bu bilgi çıkarımı, Duran Doğan'ın "2022/12 No.lu almış olduğu Yönetim Kurulu kararına istinaden, kesim hattımızın diğer üretim prosesleri ile paralel çalışabilmesi, verimliliğinin ve kapasitesinin arttırması amacı ile, mevcut parkurumuza ilave olarak, İsviçre menşeli BOBST MEX SA firmasından EXPERTCUT 145 PER AUTOPLATEN PRESS model



(sıfır) yeni kesim makinesi alınmasına karar verilmiştir” kap bildirimi işletmenin yenilikçi ambalaj üretimin kapasitesinin tam kullanılmadığını göstermektedir. Dünya sayılı miktarda ve çevre dostu kağıt-karton ambalaj üreten üretim kapasitesi tam kullanıldığına işletmenin mevcut üretim seviyesini ortalama %30 ila %50 arasında artırma potansiyelinin olduğu gözlenmektedir. İşletmenin 2022 yılı toplam cirosunun kabaca 1.24 milyar TL olduğu düşünüldüğünde “EXPERTCUT 145 PER AUTOPLATEN PRESS” kesim makinesinin aktif hale geldiği bir durumda sabit fiyatlarda bu işletmenin ortalama 2023 yılına ilişkin 2 milyar TL civarı ciroya sahip olması beklenebilir.

“Avrupa Birliği, pandemi nedeniyle yaptığı harcamaları sübvans etmek için “plastik katkısı” uygulamasını başlatmıştır. 1 Ocak 2021’den itibaren geri dönüştürülmemiş her 1 ton plastik ambalaj atığı için 800 avro katkı payı hesaplanmıştır. AB üyesi devletler bu finansmanı sağlamak için çalışmalar yapmaya başladılar. Bu çerçevede İngiltere plastik ambalaj vergisi uygulamasını başlattı, İspanya ve İtalya ise 1 Ocak 2023 itibarıyla vergi uygulaması için çalışmalar yapmaya başladı. 1 Nisan 2022’den itibaren 20.000 ambalaj üreticisini ve ithalatçısını etkileyen Birleşik Krallık plastik vergi sistemine göre; ülke sınırları içerisinde 10 ton veya daha fazla plastik ambalaj üreten veya ithal eden firmaların üç ayda bir vergi ödemesi gerekiyor. Bir plastik ambalajın vergiye tabi olup olmaması için ilk etapta geri dönüştürülmüş malzemedan üretilip üretilmediğine bakılıyor. Eğer ambalaj üretilirken %30’dan fazla geri dönüştürülmüş malzeme kullanılmış ise ambalaj vergiden muaf tutuluyor. Aksi durumda ambalaj için ton başına 200 sterlin vergi alınıyor. Vergiye tabi olan işletme ise ya bu ürünü ithal eden ya da üründe son önemli değişikliği yapan yerli üretici oluyor. Birden fazla malzemedan yapılmış bir ambalajlar için -örneğin kâğıt-plastik ya da metal-plastik kompozit ambalaj uygulamaları- ağırlıkça diğer maddelerden daha fazla plastik içeriyorsa vergi açısından plastik ambalaj olarak değerlendiriliyor. İspanya ve İtalya ise plastik vergisi konusunda daha katı olup muafiyet için %30 gibi bir limit belirlememişler. Ancak bir plastik ambalaj geri dönüştürülmüş malzeme içeriyorsa, içerdiği oranda vergiden muaf tutuluyorlar. İspanya ve İtalya geri dönüştürülmemiş plastik ambalajlar için ton başına 450 avro vergi almayı planlıyorlar ki bu oranlar ile İspanya yılda yaklaşık 724 milyon avro gelir toplamayı hedefliyor. Çoğu endüstriyel ve tüketici ürünleri üreten firmaları etkileyecek olan yeni vergi sistemi, İspanya ve İtalya pazarında tek kullanımlık plastik ambalajların üretimi, ithalatı ve topluluk içi satın alınmasında uygulanacak. Birden fazla malzeme içeren ürünler, yalnızca geri dönüştürülmemiş plastik içeriğin ağırlığına göre vergilendirilecek.”. Türkiye’nin toplam ambalaj sanayi 2021 ve 2021 ihracat rakamlarına göre Kağıt-Karton grubu %0.23 ve %0.25 ve Plastik grubu %0.66 ve %0.64 oranları AB ülkelerine ihracat yapan Türkiye gibi bir ülke için AB ülkelerinin geri dönüşüm özelliği olmayan ambalajlar için bu kararları çok ciddi etkiler yaratacak. AB’nin bu kararlarını aldığı döneme paralel olarak Duran Doğan Basım ve Ambalaj Sanayi A.Ş. 11.08.2021 tarihinde almış olduğu Yönetim Kurulu kararına istinaden %100 sermayedar olacağı “AVANTGARDE SÜRDÜRÜLEBİLİR KAĞITÇILIK SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ” unvanı ile her bir payın nominal değeri 1,00 TL olmak üzere toplam sermayesi 250.000,00 TL (İkiyüzellibinTL) olan bir anonim şirket kurmuştur. Kurulan bu şirketin faaliyet konusu “sürdürülebilir esnek ambalaj üretiminde kullanılmak üzere oksijen, nem ve yağ gibi bariyer özelliklerine sahip teknik kağıtları satmak olacaktır. Pazardaki gelişmelere bağlı olarak, ilerleyen zamanlarda bazı ürünlerin üretimini kendi bünyesinde yapabilir.” der. Son dönemlerde işletme ortaklarının yurt- içi ve yurt-dışı yazılı ve görsel basındaki açıklamaları Dünya ambalaj piyasası açısından hem ekonomik katma değeri hem de çevre kirliliği açısından devrim niteliğinde olan oksijen, nem ve yağ gibi bariyer özelliklerine farklı özelliklerde yalıtım malzemesinin geliştirildiği ve buna ilişkin patent işlemlerinin nerede ise sonuçlandırılmak üzere olduğu ifade edilebilir. Teknik anlamda eğer bir ürün oksijen, nem ve yağ gibi bariyer özelliğine sahip kağıt ürünlerinin aynı zaman da ürünü güneş ışınlarından koruyan teknik bir özelliği olduğu çıkarımı ifade edilebilir.



Duran Doğan'ın hem bu tip teknik özelliklere hem de %100 geri dönüşüm özelliği olan "**birden fazla şeffaflık düzeyine sahip**" olmak üzere geliştirilmiş bir ambalaj ürünün aralarında Gıda, Kozmetik ve Kimya olmak üzere Dünya Endüstriyel üretimi açısından

ucu açık ekonomik ve finansal bir hikâyenin başlangıç aşamasında olduğunu göstermektedir. Duran Doğan'ın geliştirdiği bu farklı şeffaflık düzeyine sahip yalıtım ürünü Dünya Endüstriyel üretimi açısından aralarında dondurulmuş hazır gıda ürünleri, atıştırmalıklar, yulaf ezmesi, sıcak kakao, çeşniler, kuru çorbalar, pirinç, kuru peynir, karışımlar ve toz içecekler, beslenme barları, kahve, kuruyemiş, kuru meyve ve toz besin veya enerji içeceği gibi ürünlerin ambalajları için ideal bir ikame malzeme adaydır ve ambalaj yapılarında folyonun yerine kullanılması daha verimli ve elverişli olacaktır. Ayrıca, yoğurt ve dondurma gibi süt ürünleri için bir kapak uygulamasında folyo yerine mükemmel bir aday olacaktır. Bu gıda ürünlerinin paketlerinin geri dönüşümü hiç yapılmamakta veya çok düşük seviyede gerçekleştirilmektedir. Geliştirilen bu yalıtım ürünü bu ürünlerin paketlerinin yerini alacak olduğunda geri dönüştürülme oranı çok yüksek olacağından hem paketleme maliyetlerini düşürecek hem de çevreyi koruyacaktır.

Sonuç olarak, sermayesi 35.000.000 TL olan, 2022 yılını 1.24 milyar TL ciro ve 269 milyon TL net kar ile tamamlayan Duran Doğan Basım ve Ambalaj Sanayi A.Ş. için yukarıda bahsedilen gelişmeler ışığı altında 2023 sonrası için orta uzun vadede dolar bazlı 10 kat büyüklüğü ulaşma ihtimali olan bir ciro ve karlılık beklenebilir.



DURDO Değerleme Raporu

ALNUS YATIRIM

23.03.2022

Bilanço	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	%Değ.
Dönen Varlıklar	111.12	135.75	185.03	339.23	640.87	88.9%
Nakit ve Nakit Benzerleri	9.89	25.48	47.81	14.94	51.98	247.9%
Finansal Yatırımlar	2.00	1.63	0.28	0.00	10.88	0.0%
Ticari Alacaklar	54.53	53.16	70.43	149.67	224.26	49.8%
Diğer Alacaklar	0.86	0.04	0.05	0.07	0.05	-31.6%
Türev Araçlar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Stoklar	36.88	51.46	60.58	141.14	331.66	135.0%
Peşin Ödenmiş Giderler	4.65	2.64	3.27	16.91	11.83	-30.0%
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Diğer Dönen Varlıklar	2.32	1.33	2.61	16.50	10.21	-38.1%
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Duran Varlıklar	122.07	135.75	189.70	208.54	448.27	115.0%
Finansal Yatırımlar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Diğer Alacaklar	0.32	0.36	0.42	0.61	0.92	51.1%
Maddi Duran Varlıklar	118.56	43.43	51.61	74.79	84.20	12.6%
Kullanım Hakkı Varlıkları	0.00	81.51	126.47	120.47	278.96	131.6%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.76	2.93	2.97	3.01	2.67	-11.3%
Peşin Ödenmiş Giderler	0.00	5.46	5.84	1.54	13.96	807.1%
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.44	2.05	2.41	8.12	67.55	731.5%
TOPLAM VARLIKLAR	233.20	271.50	374.73	547.77	1,089.14	98.8%
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	98.11	86.83	155.64	317.81	533.84	68.0%
Kısa Vadeli Borçlanmalar	37.57	25.23	52.26	62.47	175.83	181.5%
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	14.06	26.85	57.35	129.69	108.46	-16.4%
Ticari Borçlar	33.74	26.28	37.21	98.31	134.28	36.6%
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.47	1.93	2.11	3.37	7.47	121.7%
Diğer Borçlar	0.36	0.33	0.25	0.48	45.79	9455.6%
Türev Araçlar	0.00	0.15	0.00	0.00	0.00	0.0%
Ertelenmiş Gelirler (Müşteri Sözleşmelerinden Doğan						
Yükümlülüklerin Dışında Kalanlar)	2.54	1.73	1.62	7.91	12.60	59.3%
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	2.79	0.50	0.02	5.74	8.86	54.2%
Kısa Vadeli Karşılıklar	3.64	1.79	1.61	6.93	2.28	-67.1%
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0.82	1.41	2.27	1.96	37.32	1805.4%
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlık Gruplarına İlişkin						
Yükümlülükler	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	72.57	114.13	142.28	158.10	78.86	-50.1%
Uzun Vadeli Borçlanmalar	51.21	88.70	110.59	111.70	59.54	-46.7%
Uzun Vadeli Karşılıklar	5.11	8.23	8.23	8.77	18.90	115.6%
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	4.00	3.84	5.45	6.81	0.00	-100.0%
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	170.68	200.96	297.92	475.92	612.71	28.7%
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	62.52	70.54	76.81	71.85	476.43	563.1%
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	62.48	70.50	76.76	71.85	476.43	563.1%
Ödenmiş Sermaye	16.58	16.58	35.00	35.00	35.00	0.0%
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş						
Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	42.96	41.25	59.60	59.83	196.67	228.7%
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş						
Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	-1.31	-1.85	-2.90	-9.67	-11.63	20.2%
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	0.33	0.78	1.37	1.37	2.21	61.7%
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	-16.94	-2.82	-11.72	-22.44	-21.59	-3.8%
Net Dönem Karı veya Zararı	14.42	10.12	-11.03	1.32	269.32	20236.2%
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0.04	0.04	0.05	0.00	0.00	74.6%
TOPLAM KAYNAKLAR	233.20	271.50	374.73	547.77	1,089.14	98.8%

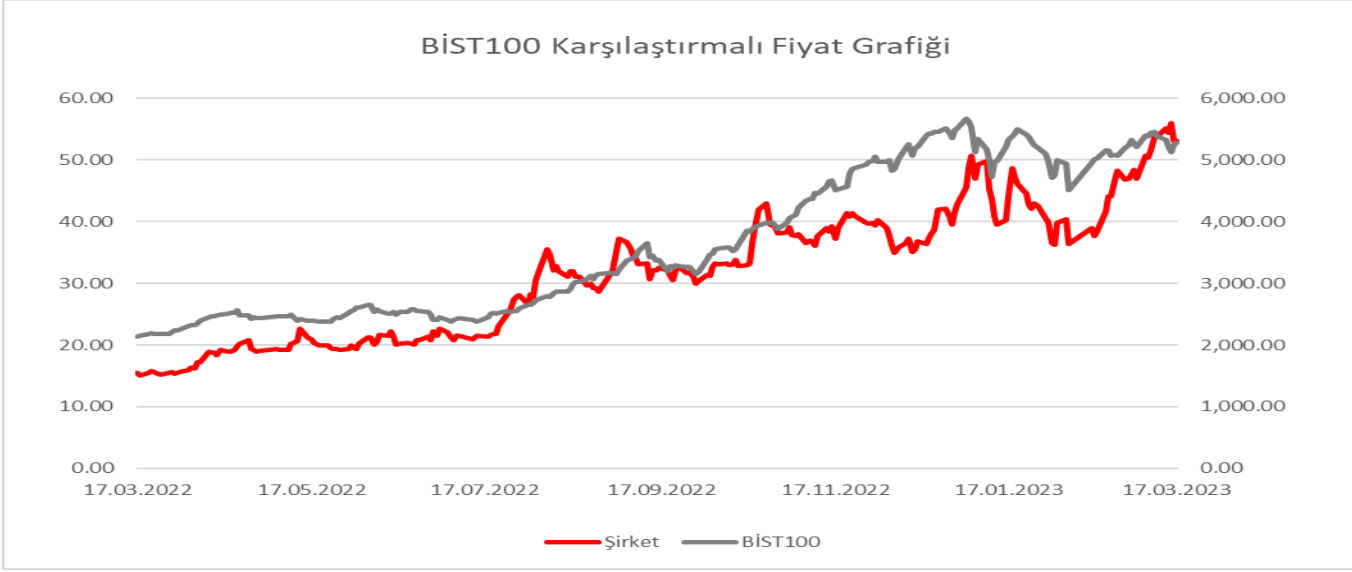


DURDO Değerleme Raporu

ALNUS YATIRIM

23.03.2022

Gelir Tablosu	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	%Değ.
Brüt Satışlar	209.15	251.17	299.97	531.96	1,254.29	135.8%
Yurtiçi Satışlar	90.14	102.92	134.08	203.38	457.40	124.9%
Yurtdışı Satışlar	119.01	148.25	165.89	328.58	796.88	142.5%
Satışlardan İndirimler (-)	2.75	2.56	3.00	3.26	12.61	286.4%
Satışdan İadeler (-)	2.18	2.29	2.26	2.85	9.66	238.7%
Satış İskontoları (-)	0.58	0.27	0.74	0.41	2.96	615.3%
Diğer İndirimler (-)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Hasılat	206.40	248.62	296.97	528.70	1,241.67	134.9%
Satışların Maliyeti	136.24	179.18	217.73	340.32	677.33	99.0%
TİCARİ FAALİYETLERDEN BRÜT KAR (ZARAR)	70.16	69.44	79.24	188.38	564.34	199.6%
BRÜT KAR (ZARAR)	70.16	69.44	79.24	188.38	564.34	199.6%
FAALİYET GİDERLERİ (-)	33.87	41.88	48.87	116.20	229.47	97.5%
Genel Yönetim Giderleri	14.17	17.94	21.24	36.61	68.10	86.0%
Pazarlama Giderleri	19.70	23.94	27.63	79.59	161.37	102.7%
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	36.29	27.55	30.37	72.18	334.87	364.0%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	38.16	30.91	34.24	120.90	88.76	-26.6%
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	36.41	23.46	16.31	65.06	73.49	12.9%
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	38.04	35.01	48.29	128.02	350.15	173.5%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	2.60	2.61	0.26	0.00	1.24	0.0%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0.00	0.00	0.00	0.00	7.97	0.0%
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından (Zararlarından) Paylar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ) ÖNCESİ FAALİYET KARI (ZARARI)	40.64	37.62	48.55	128.02	343.41	168.2%
Finansman Gelirleri	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
Finansman Giderleri	21.93	24.48	61.65	119.77	122.23	2.1%
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	18.71	13.14	-13.11	8.25	221.18	2580.0%
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	4.29	3.01	-2.08	6.93	-48.15	-794.8%
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	4.60	3.43	0.04	11.18	38.44	243.7%
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	-0.32	-0.41	-2.11	-4.26	-86.59	1934.7%
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)	14.42	10.12	-11.03	1.32	269.32	20245.5%
DURDURULAN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0%
DÖNEM KARI (ZARARI)	14.42	10.12	-11.03	1.32	269.32	20245.5%
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-128.1%
Ana Ortaklık Payları	14.42	10.12	-11.03	1.32	269.32	20236.2%
Dönem İçi Ayrılan Kıdem Tazminatı	0.46	1.18	1.50	1.75	1.82	4.0%
Yabancı Para Varlıklar	32.29	48.19	78.55	63.62	45.89	-27.9%
Yabancı Para Yükümlülükler	117.78	147.98	182.63	294.33	318.57	8.2%
Türev Enstrümanların Net Pozisyonu	0.00	0.00	0.00	0.00	50.49	0.0%
Yabancı Para Pozisyonu Net	-85.49	-99.79	-104.09	-230.71	-222.19	-3.7%
Amortisman Giderleri , İtfa ve Tükenme Payları	6.76	11.75	16.17	19.16	26.77	39.7%



YASAL UYARI

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir.

Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekilde ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.

Alnus Yatırım Araştırma Ekibi

Volkan Dükkancık

Araştırma Direktörü

İhsan Yıldırım

Araştırma Uzman Yrd.