

5 Mayıs 2015**1. Amaç**

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarih ve 5/143 sayılı ilke kararına dayanılarak, TSKB A.Ş. tarafından Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı Ak Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Ak Gıda, Şirket) halka arz fiyat tespit raporunun yöntem, içerik ve varsayımları itibarıyla analiz edilip, değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

2. Şirket hakkında özet bilgi

Ak Gıda 31 Aralık 2014 itibarıyla Türkiye geneline yayılmış 5 adet üretim tesisi, günlük 4000 ton süt işleme kapasitesiyle Türkiye'nin en büyük süt işleyicisidir ve ortalama %76 kapasite kullanım oranıyla faaliyet göstermektedir. Şirketin faaliyetleri kapsamında çiğ süt önce tedarikçilerinden lojistik hizmet sağlayıcılar aracılığıyla toplanıp süt işleme tesislerine taşınmakta, sonrasında süt işleme tesislerinde nihai ürünler üretilerek, satışı ve dağıtımı yapılmaktadır. Şirketin ürün gamı "İçim", "Dolcia" ve "Smartt" gibi markalı ürünler ile BIM ve Şok gibi Türkiye'deki bazı zincirlere satılan özel ve münhasır markalı ürünler dahil olmak üzere 325 adet stok kaleminden oluşmaktadır. Ulusal Süt Konseyi verilerine göre Şirket yaklaşık 1,1 milyon ton süt kullanımıyla Türkiye'nin en büyük süt işleyicisidir. 2014 sonu itibarıyla hacim bazında işlenen çiğ süt miktarında %12 pazar payı ile lider konumdadır. Ak Gıda Yıldız Holding grup şirketlerinden olup, Yıldız Holding'in Ak Gıda'nın sermayesindeki payı %33 seviyesindedir.

Ortaklık Yapısı	Halka arz öncesi		Halka arz sonrası	
	Sermaye (TL)	Pay (%)	Sermaye (TL)	Pay (%)
Yıldız Holding	105,600,000	33.0	41,600,000	13.0
Mustafa Latif Topbaş	70,400,000	22.0	48,000,000	15.0
Eaton Capital Fund	64,000,000	20.0	41,600,000	13.0
Ahmet Afif Topbaş	38,400,000	12.0	22,400,000	7.0
Zeki Ziya Sözen	16,000,000	5.0	0	0.0
Grosvenor Capital Fund	16,000,000	5.0	16,000,000	5.0
Firdevis Çizmeci	9,600,000	3.0	6,400,000	2.0
Halka açıklık	-	-	144,000,000	45.0
Ortak Satışı	-	-	144,000,000	45.0
Toplam	320,000,000	100.0	320,000,000	100.0

Ak Gıda 1996 yılında Sakarya'da bulunan Akyazı Köy-Tür tesislerini satın alarak İçim markalı ürünler ve BIM için ürettiği özel markalı ürünler ile faaliyetine başlamıştır. Şirket 1998 yılında 1500 ton günlük süt işleme kapasitesi ile Türkiye'deki en büyük süt işleme tesisi olan Sakarya'daki Pamukova Tesisine taşınmış, 2000 yılında süt ve süt ürünlerinin ihracatı kayıtlı satışını yapmaya başlamıştır. Şirket 2007 yılından itibaren her iki yılda bir yeni bir üretim tesisini faaliyete geçirmiştir. 2007 yılında Şirket günlük 1000 ton süt işleme kapasitesi ile süt, yoğurt, ayran ve peynir üretimi yapılan Karaman tesisini kurmuştur. 2009 yılında günlük 500 ton süt işleme kapasitesi ile süt, yoğurt ve ayran üretimi yapılan Lüleburgaz tesisi, 2011 yılında ise günlük 500 ton süt işleme kapasitesi ile süt, yoğurt ve ayran üretimi yapılan Kahramanmaraş Tesisi kurulmuştur. 2012 yılında Şirket Mis markalı ürünlerini münhasıran Yıldız Holding'in kontrolünde olan Şok zincir marketlerine satmaya başlamıştır. 2013 yılında özellikle peynir ve süt tozu gibi endüstriyel ürünlerin üretimine odaklanılan günlük 500 ton süt işleme kapasitesine sahip, Aydın Tesisi kurulmuştur. Şirket süt işleme kapasitesinin artırılmasına ilişkin yatırımları doğrultusunda Aydın Tesisinin süt işleme kapasitesini günlük 1000 tona çıkaracaktır. Söz konusu yatırımın 2015 yılının ilk yarısında tamamlanması beklenmektedir.

5 Mayıs 2015

Üretim Tesisleri				İşleme Kapasitesi
Yer	Alan (m2)	Çalışan Sayısı	Kuruluş Yılı	(ton)
Pamukova	286,731	1173	1996	1,500
Karaman	93,927	363	2007	1,000
Lüleburgaz	47,466	152	2009	500
Kahramanmaraş	51,136	178	2011	500
Aydın	60,000	200	2013	500

Ak Gıda'nın net satışları son üç yıllık dönemde %20 yıllık bileşik büyüme göstermiş ve 2 milyar liraya ulaşmıştır. Şirketin 2014 yılı satışları 716.000 ton seviyesindedir. 2014 yılında şirketin net satışları %16,7 artış göstermiştir. Şirketin satışlarındaki artışın tamamı yurtiçi satışların artışından kaynaklanmıştır. İhracat şirketin satışlarının sadece %4'ü seviyesindedir. Şirketin yurtiçi satışlarındaki artış BİM'e yapılan özel markalı ürünlerin satışlarında, markalı ürünlerin satışlarında ve Teközel tarafından özellikle Şok'a yapılan münhasır markalı ürünlerin satışlarında meydana gelen artıştan kaynaklanmıştır. 2014'te Şirketin brüt kar marjı %16,3'ten %15,3'e gerilemiştir. 2014 yılında çiğ süt fiyatında %15'ten fazla artış olması, Euro cinsinden fiyatlandırılan ambalaj hammaddelerinin maliyetlerinin TL'nin 2014'te değer kaybetmesi sonucundaki artış ve Aydın tesisinin kurulmasıyla personel giderlerinde oluşan artış brüt kar marjındaki düşüşün nedenleridir.

Şirketin diğer gelirlerinde vadeli satışlarda, ertelenen ödemelere uygulanan faiz oranının %8,5'ten %10'a yükseltilmesiyle artmış olmasına rağmen, bağışların 9,5 milyon liradan 19,3 milyon liraya yükselmesi sonucunda net diğer gider oluşmuştur.

Şirketin FVAÖK rakamı 2014'te 129,5 milyon lira olarak hesaplanırsa da bağışlara göre yapılan düzeltme sonucunda 148,8 milyon lira olarak görülmektedir. 2014 yılında net finansman giderleri esasen kur farkı giderlerindeki artıştan dolayı 20,6 milyon liradan 35,8 milyon liraya yükselmiştir. Sonuçta şirketin sürdürülen faaliyetler net karı %7,6 düşüşle 59,3 milyon lira olmuştur. Şirketin süt ve süt ürünleri dışındaki faaliyetlerine ilişkin durdurulan faaliyetler net zararının 69,7 milyon lira olmasıyla net dönem zararı 10,3 milyon lira olmuştur.

Kar Marjları	2012	2013	2014
BKM	16.3%	16.3%	15.3%
FKM	4.7%	5.1%	5.0%
FVAÖK Marjı	6.7%	7.4%	7.3%

Ak Gıda Gelir Tablosu (TL)	2012	2013	2014
SATIŞ GELİRLERİ	1,419,283,518	1,749,037,630	2,040,560,940
Satışların Maliyeti (-)	-1,187,774,944	-1,464,744,904	-1,728,156,854
Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı	231,508,574	284,292,726	312,404,086
Faaliyet Giderleri (-)	-164,972,364	-194,528,868	-209,645,379
Genel Yönetim Giderleri	-27,840,746	-33,280,721	-33,969,549
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	-134,450,555	-157,749,018	-172,077,427
Araştırma Giderleri	-2,681,063	-3,499,129	-3,598,403
Net Esas Faaliyet Karı/Zararı	66,536,210	89,763,858	102,758,707
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Giderleri	-33,154,236	1,418,050	-6,869,774
Faaliyet Karı veya Zararı	33,381,974	91,181,908	95,888,933
Yatırım Faaliyetlerinden K/Z	7,108,044	6,724,289	10,449,360
Finansman Giderleri	1,914,308	-20,611,563	-35,805,520
Vergi Öncesi Kar/Zarar	42,404,326	77,294,634	70,532,773
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	-7,848,737	-13,047,477	-11,187,621
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-4,972,841	-85,893	-6,172,892
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-2,875,896	-12,961,584	-5,014,729
SÜRDÜRÜLEBİLİR FAALİYETLER NET DÖNEM KARI/ZARARI	34,555,589	64,247,157	59,345,152
Durdurulan Faaliyetler	-2,377,210	-21,739,703	-69,657,702
Dönem Karı	32,178,379	42,507,454	-10,312,550

5 Mayıs 2015

Ak Gıda Bilanço (TL)	31 Aralık 2012	31 Aralık 2013	31 Aralık 2014
Dönen Varlıklar	529,377,833	565,607,302	744,583,441
Nakit vb	35,587,062	5,980,481	104,168,204
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	301,993,640	355,075,564	329,981,211
Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	54,448,724	24,161,855	173,105,781
Stoklar	103,485,703	104,561,529	110,061,389
Peşin Ödenmiş Giderler	7,217,042	43,841,121	5,424,534
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	1,521,644	5,276,004	0
Diğer Dönen Varlıklar	25,124,018	26,710,748	9,768,418
Satış Amacıyla Sınıflandırılan Duran Varlıklar			12,073,904
Duran Varlıklar	480,335,552	633,151,881	376,362,772
Diğer Alacaklar	7,570	178,492	3,018
Finansal Yatırımlar	10,011,292	10,011,292	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	24,793,825	19,805,000	20,760,000
Maddi Duran Varlıklar	420,248,216	512,907,196	350,223,902
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	68,080,000	0
Peşin Ödenmiş Giderler	9,860,181	17,757,108	4,755,072
Ertelenen Vergi Varlıkları	15,414,468	488,687	620,780
Diğer Duran Varlıklar	0	3,924,106	0
TOPLAM AKTİFLER	1,009,713,385	1,198,759,183	1,120,946,213
Kısa Vadeli Yükümlülükler	520,746,088	562,017,207	416,387,098
Finansal Borçlar	193,619,014	80,519,381	9,770,773
Uzun Vadeli Borçların KV kısımları	774,130	104,344	806,699
Ticari Borçlar	168,661,658	238,952,737	213,824,846
Diğer Borçlar	142,317,188	183,471,056	171,706,399
Ertelenmiş Gelirler	598,374	10,755,985	1,194,636
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0	1,269,252
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	3,877,356	24,994,470	4,887,170
KV Karşılıklar	8,838,595	9,265,721	10,300,661
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	2,059,773	13,953,513	2,343,710
Satış Amaçlı Duran Varlıklar	0	0	282,952
Uzun Vadeli Yükümlülükler	66,690,367	188,042,966	186,060,702
Finansal Borçlar	38,950,668	145,307,362	157,712,396
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	6,008,240	8,343,581	5,425,998
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	21,731,459	34,392,023	22,922,308
Öz Sermaye (Azınlık Payı Dahil)	422,276,930	448,699,010	518,498,413
ÖZ SERMAYE (ANA ORTAKLIĞA AİT)	421,076,628	455,793,518	518,498,413
Sermaye	70,000,002	70,000,002	70,000,002
Diğer Kapsamlı Giderler	-84,987	-84,987	-63,481
Yedekler	20,904,712	22,541,631	22,971,631
Geçmiş Yıl Karları	298,080,504	320,608,141	392,934,345
Net Dönem Karı	32,176,397	42,728,731	32,655,916
Kontrol gücü olmayan paylar	1,200,302	-7,094,508	0
TOPLAM PASİFLER	1,009,713,385	1,198,759,183	1,120,946,213

5 Mayıs 2015**3. Halka arz bilgileri**

Halka Arz Tarihi	: 6-7-8 Mayıs 2015
Halka Arz Şekli	: Ortak satışı
Yöntem	: Fiyat aralığı ile talep toplama
Fiyat Aralığı	: 5,78 TL – 6,92 TL
Aracılık Şekli	: En iyi gayret aracılığı
Ödenmiş Sermaye	: 320 milyon TL
Halka Arz	: 144 milyon TL
Halka Arz Oranı	: %45
Piyasa Değer	:

	Fiyat Aralığıyla	
Fiyat (TL)	5.78	6.92
Piyasa Değeri (mn TL)	1,849.6	2,214.4
Piyasa Değeri (mn \$)	696.4	833.8
Halka Arz Büyüklüğü (mn TL)	832.3	996.5
Halka Arz Büyüklüğü (mn \$)	313.4	375.2

Fiyat istikrarı	: 30 gün (planlanıyor)
Satmama Taahhüdü	: Şirket için 1 yıl, satan ortaklar için 180 gün
BIST kodu	: AKGDA
Tahsisatlar	:

	Yatırımcı Grubu	Tahsisat (TL)	Halka arz içindeki payı
	Yurtiçi Bireysel	14,400,000	10%
	Yurtiçi Kurumsal Yatırım	28,800,000	20%
	Yurtdışı Kurumsal	100,800,000	70%
	Toplam	144,000,000	100%

4. Değerleme çalışması hakkında

Ak Gıda halka arzında 1 TL nominal değerli payın satış fiyatı aralığı 5,78TL – 6,92 TL olarak belirlenmiştir. Fiyat tespitinde emsal karşılaştırmasına dayanan piyasa çarpanları yöntemi kullanılmıştır.

Çarpan analizi yönteminde aşağıda belirtilen üç farklı çarpan kullanılmış ve Ak Gıda'nın 2014 yılı net satış, FAVÖK ve net kâr değerleri esas alınmıştır.

- FD/Satışlar (Firma Değeri/Net Satışlar) çarpanı
- FD/FAVÖK (firma değeri/FAVÖK) çarpanı
- F/K (fiyat / kazanç) çarpanı

Süt ve süt ürünleri sektöründe faaliyet gösteren Ak Gıda, aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık uluslararası şirketler ve payları Borsa İstanbul'da işlem gören tek benzer şirket olan Pınar Süt Mamülleri Sanayi A.Ş. (Pınar Süt) ile karşılaştırılmaktadır. Değerlemeye dahil edilen benzer şirketlerin belirlenmesinde ilgili şirketlerin gelirlerinin büyük

5 Mayıs 2015

çoğunluğunun süt ve süt ürünleri faaliyetinden elde ediliyor olmasına dikkat edilmiştir. Pınar Süt yurtiçinde işlem gören tek süt ve süt ürünleri şirketi olduğu için uluslararası firmalar değerlemeye daha ağırlıklı olarak dahil edilmiştir. Bu doğrultuda çarpan analizi yöntemiyle Ak Gıda'nın piyasa değerinin hesaplanmasında uluslararası şirketler %80, Pınar Süt ise %20 ağırlıklandırılmıştır.

- FD/Satışlar (Firma Değeri/Net Satışlar) çarpanı

FD/Satışlar (firma değeri/net satışlar) çarpanları, halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin ilgili şirketlerin 2014 yılı net satış tutarlarına bölünmesiyle elde edilmiştir. Süt ve süt ürünleri sektöründe faaliyet gösteren benzer uluslararası şirketlerin FD/Satışlar çarpanı ortalaması 1,6x olarak hesaplanmaktadır. Pınar Süt'ün FD/Satışlar çarpanı ise 1,2x'dir. Bu şekilde Ak Gıda'nın piyasa değeri uluslararası şirketler çarpanına göre 3.095 milyon lira, Pınar Süt çarpanına göre ise 2.470 milyon lira olarak hesaplanmaktadır. Uluslararası şirketler ile Pınar Süt'ün yukarıda belirtilen oranlar ile ağırlıklandırılması sonucunda FD/Satışlar çarpanı yöntemi ile Ak Gıda'nın piyasa değeri 2.970 milyon lira olarak hesaplanmaktadır.

(milyon TL)	
Net Satışlar	2.041
Net Borç ⁽¹⁾	70
Uluslararası Şirketler FD/Satışlar Çarpanı Ortalaması	1,6x
Uluslararası Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	3.165
Uluslararası Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	3.095
Pınar Süt FD/Satışlar Çarpanı	1,2x
Pınar Süt Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.540
Pınar Süt Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.470

- FD/FAVÖK (firma değeri/FAVÖK) çarpanı

FD/FAVÖK (firma değeri/FAVÖK) çarpanı halka açık benzer şirketlerin güncel firma değerlerinin ilgili şirketlerin 2014 yılı itibarıyla elde ettikleri FAVÖK tutarlarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Süt ve süt ürünleri sektöründe faaliyet gösteren benzer uluslararası şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı ortalaması 15,3x olarak hesaplanmaktadır. Pınar Süt'ün FD/FAVÖK çarpanı ise 17,0x'dir. Bu şekilde Ak Gıda'nın piyasa değeri uluslararası şirketler çarpanına göre 2.311 milyon TL, Pınar Süt çarpanına göre ise 2.579 milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Uluslararası şirketler ile Pınar Süt'ün yukarıda belirtilen oranlar ile ağırlıklandırılması sonucunda FD/FAVÖK çarpanı yöntemi ile Ak Gıda'nın piyasa değeri 2.365 milyon lira olarak hesaplanmaktadır.

(milyon TL)	
FAVÖK ⁽¹⁾	156
Net Borç ⁽²⁾	70
Uluslararası Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Ortalaması	15,3x
Uluslararası Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.382
Uluslararası Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.311
Pınar Süt FD/FAVÖK Çarpanı	17,0x
Pınar Süt Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	2.649
Pınar Süt Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	2.579

- F/K (fiyat / kazanç) çarpanı

F/K (fiyat / kazanç) çarpanı halka açık benzer şirketlerin güncel piyasa değerlerinin ilgili şirketlerin 2014 yılı itibarıyla elde ettikleri net kar tutarlarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Süt ve süt ürünleri sektöründe faaliyet gösteren benzer uluslararası şirketlerin F/K çarpanı ortalaması 31,7x olarak hesaplanmaktadır. Pınar Süt'ün F/K çarpanı ise 17,2x'dir. Bu şekilde Ak Gıda'nın piyasa değeri uluslararası şirketler çarpanına göre 1.879 milyon TL, Pınar Süt çarpanına göre ise 1.019 milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Uluslararası şirketler ile Pınar Süt'ün yukarıda belirtilen oranlar ile

5 Mayıs 2015

ağırlıklandırılması sonucunda F/K çarpanı yöntemi ile Ak Gıda'nın piyasa değeri 1.707 milyon lira olarak hesaplanmaktadır.

(milyon TL)	
Sürdürülen Faaliyetlerden Net Dönem Kârı	59
Uluslararası Şirketler F/K Çarpanı Ortalaması	31,7x
Uluslararası Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.879
Pınar Süt F/K Çarpanı	17,2x
Pınar Süt Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	1.019

- Sonuç

Değerleme çalışmasında kullanılan FD/Satışlar, FD/FAVÖK ve F/K çarpanı yöntemleri eşit oranla ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Söz konusu ağırlıklandırma ile Ak Gıda'nın ortalama piyasa değeri 2.347 milyon lira olarak hesaplanmaktadır.

(milyon TL)	
FD/Satışlar Çarpanı Yöntemi	2.970
FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	2.365
F/K Çarpanı Yöntemi	1.707
Ortalama Piyasa Değeri	2.347
<hr/>	
Nominal Sermaye Tutarı	320
Birim Hisse Fiyatı (TL)	7,33

Yapılan değerlendirme sonucunda Ak Gıda'nın iskonto öncesi birim hisse fiyatı 7,33TL olarak tespit edilmiştir. Halka arz iskontosuz, halka arz fiyat aralığı olarak belirlenen 5,78 TL – 6,92 TL aralığına göre sırasıyla %21,1 ve %5,6 olarak hesaplanmaktadır.

5. Değerlendirme

Fiyat tespit raporunda şirket değerlemesi için kullanılan benzer şirket yöntemlerine dair hesaplamalar kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapımlarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verilmiştir.

Ak Gıda'nın değerlemesinde piyasa çarpanları yönteminin kullanılmış olmasını yerinde görmekteyiz. Yurtiçi benzer şirketler için Pınar Süt'ün ve uluslararası süt ve süt ürünleri sektöründe faaliyet gösteren firmaların alınmasını doğru bir yaklaşım olduğunu düşünmekteyiz. Ak Gıda'nın değerlendirilmesinde ileriye dönük tahminleri içeren indirgenmiş nakit akımları analizine yer verilmemesini de uygun bulmaktayız.

6. Sonuç

Sonuçta fiyat tespit raporunda kullanılan emsal karşılaştırmasına dayanan piyasa çarpanları yöntemini şirket değeri açısından kabul edilebilir bir sonuca ulaşılmasında isabetli bir seçim olarak görmekteyiz. Hesaplanan değerlere uygulanan ağırlıkların eşit olarak alınmasının oldukça yerinde bir yaklaşım olduğunu ve halka arz fiyatının makul sınırlarda olduğunu düşünmekteyiz.