

## Ak Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. “Fiyat Tespit Raporu” Değerlendirme Raporu

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu’nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Ak Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. **Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.**

### Halka Arz

Ak Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Şirket”), mevcut 320.000.000 TL olan ödenmiş sermayesinin 144.000.000 TL’lik kısmını temsil eden 144.000.000 TL nominal değerli mevcut ortakların paylarının satışı ile halka arz edecektir.

Halka arz sonrası ortaklık yapısı Yıldız Holding A.Ş. %13,00, Mustafa Latif Topbaş %16,05, Eaton Capital Fund %10,00, Ahmet Afif Topbaş %8,76, Grosvenor Capital Fund %5,00, Firdevs Çizmeci %2,19 ve halka açık payları %45,00 olacaktır.

Halka arz “fiyat aralığı” ile talep toplama ve “En İyi Gayret Aracılığı” yöntemi ile yapılacaktır. Halka arz fiyat aralığı 5.78 – 6.92 TL’dir. Buna göre şirket değeri 1,849,600,000-2,214,400,000 TL arasındadır. Halka açık kısmın piyasa değeri ise 832,320,000 TL ile 996,480,000 TL arasında olmaktadır.

Halka arzda öngörülen talep toplama tarihi 6-7-8 Mayıs tarihleridir.

### Ak Gıda A.Ş. - Halka Arz Özeti

|                                                   |                                |
|---------------------------------------------------|--------------------------------|
| Ödenmiş Sermaye- TL                               | 320,000,000                    |
| Ortak Satışı Halka Arz - TL                       | 144,000,000                    |
| Halka Arz Sonrası Sermaye - TL                    | 320,000,000                    |
| Halka Arz - %                                     | 45.00                          |
| Halka Arz Şekli                                   | Fiyat Aralığıyla Talep Toplama |
| Ortak Satışı                                      | Var                            |
| Aracılık Türü                                     | En iyi gayret aracılığı        |
| Hisse Satmama Tahhüdü- Şirket ve Tüm Hissedarları | 180 gün                        |

|                                |     |
|--------------------------------|-----|
| <b>Tahsisat Oranları</b>       |     |
| Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar | 70% |
| Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar  | 20% |
| Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar  | 10% |

|                         |               |
|-------------------------|---------------|
| Alt Fiyat - TL          | 5.78          |
| Üst Fiyat - TL          | 6.92          |
| Piyasa Değeri @ 5.78 TL | 1,849,600,000 |
| Piyasa Değeri @ 6.92 TL | 2,214,400,000 |

|                            |             |
|----------------------------|-------------|
| Halka Arz Değeri @ 5.78 TL | 832,320,000 |
| Halka Arz Değeri @ 6.92 TL | 996,480,000 |

|                           |       |
|---------------------------|-------|
| <b>İyi</b>                |       |
| F/K (x) @ 5.78 TL         | 31.2  |
| F/K (x) @ 6.92 TL         | 37.3  |
| FD/Satışlar (x) @ 5.78 TL | 0.87  |
| FD/Satışlar (x) @ 6.92 TL | 1.05  |
| FD/FAVÖK (x) @ 5.78 TL    | 12.18 |
| FD/FAVÖK (x) @ 6.92 TL    | 14.66 |

Halka arz edilen payların %70'i yurtdışı kurumsal yatırımcılar, %20'si yurtiçi kurumsal yatırımcılar, %10'u ise yurtiçi bireysel yatırımcılara tahsis edilecektir. 180 gün boyunca Şirket ve tüm hissedarlar halka arz yoluyla satış yapmayacaktır.

Fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerin ise BİST'te işlem görmeye başladıktan sonraki 30 gün boyunca yapılması planlanmaktadır.

## **Ak Gıda**

Ak Gıda, çiğ süt işleme kapasitesi, çeşitlendirilmiş ürün portföyü ve yüksek bilinirliğe sahip markaları ile Türkiye'nin lider süt ve süt ürünleri üreticisidir. Ulusal Süt Konseyi'nin verilerine göre, Şirket, süt ve süt ürünleri sektöründe toplam çiğ süt işleme kapasitesi bakımından Türkiye'nin en büyük üreticisi olarak yer almaktadır. 31 Aralık 2014 itibarıyla, Şirket'in sahip olduğu Türkiye geneline yayılmış beş adet üretim tesisi, günlük 4.000 ton süt işleme kapasitesiyle ve ortalama %76 kapasite kullanım oranı ile faaliyet göstermektedir. Şirket, farklı tüketici eğilimleri ve taleplerini hedef alan süt ve süt ürünleri sektörünün çeşitli kategorilerinde faaliyet göstermektedir.

Ak Gıda, geniş ürün gamının üretimini, dağıtımını ve satışını; Türkiye'de yüksek tanınırlığa sahip markalar ile özel ve münhasır markalı süt ve süt ürünleri kapsamında gerçekleştirmektedir. 31 Aralık 2014 itibarıyla, Şirket'in ürün gamı, "İçim", "Dolcia" ve "Smartt" gibi markalı ürünler ile BİM ve Şok gibi Türkiye'deki başlıca zincirlere satılan özel ve münhasır markalı ürünler dâhil olmak üzere, 325 adet stok kaleminden oluşmaktadır.

Şirket, markalı ürünlerinin dışında özel ve münhasır markalar altında, çok çeşitli ve katma değerli ürünlere sahiptir. Şirket'in özellikle süt, yoğurt, ayran ve peynir üretimine yoğunlaşan, taze ve UHT ürünlere, peynir çeşitleri ile ketçap ve mayonez gibi diğer ürünlere eşit ağırlık veren dengeli bir ürün portföyü bulunmaktadır. Şirket'in çiğ süt tedarikçilerine yakın konumlarda bulunan Pamukova, Karaman, Lüleburgaz, Kahramanmaraş ve Aydın'da olmak üzere beş adet üretim tesisi bulunmaktadır.

Şirket, ürettiği süt ve süt ürünlerinin satış ve dağıtımını için farklı kanallar kullanmaktadır. Satış kanalları markaya (markalı ürünler, özel ve münhasır markalı ürünler) ve kategoriye (endüstriyel, Horeca) göre çeşitlilik göstermektedir. Şirket'in satış ve dağıtım ağı beş ana kanal altında sınıflandırılmaktadır: Bu kanallar; Şirket'in bağlı ortaklığı Seher Gıda üzerinden geleneksel ve modern satış kanallarına markalı ürünlerin satış ve dağıtımını; 9 Yıldız Holding iştirakleri olan, Eksper Horeca, Horizon, Pasifik gibi diğer satış şirketleri üzerinden markalı ürünlerin satış ve dağıtımını; Yıldız Holding'in iştiraki Teközel üzerinden özel ve münhasır markalı ürünlerin BİM, Şok ve diğer zincirlere satış ve dağıtımını; endüstriyel ürünlerin Yıldız Holding grup şirketleri başta olmak üzere satış ve dağıtımını; ve Eksper İhracat üzerinden yapılan ihraç kayıtlı satışlar olarak sıralanmaktadır.

2012, 2013 ve 2014 yılları itibarıyla, Ak Gıda'nın net satışları sırasıyla, 1.419,3 milyon TL, 1.749,0 milyon TL ve 2.040,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemler itibarıyla, Şirket'in sürdürülen faaliyetlerden net kârı, sırasıyla 34,6 milyon TL, 64,2 milyon TL ve 59,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Ak Gıda'nın 2014 yılı itibarıyla, FAVÖK'ü 129,5 milyon TL, Şirket'in yapmış olduğu bağış tutarları hariç hesaplanan FAVÖK'ü ise 148,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

## Finansal Durum

2012, 2013 ve 2014 yılları itibarıyla, Ak Gıda'nın net satışları sırasıyla, 1.419,3 milyon TL, 1.749,0 milyon TL ve 2.040,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemler itibarıyla, Şirket'in sürdürülen faaliyetlerden net kârı, sırasıyla 34,6 milyon TL, 64,2 milyon TL ve 59,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Ak Gıda'nın 2014 yılı itibarıyla, FAVÖK'ü 129,5 milyon TL, Şirket'in yapmış olduğu bağış tutarları hariç hesaplanan FAVÖK'ü ise 148,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

2013 yılı itibarıyla 1.464,7 milyon TL olan satışların maliyeti, 2014 yılı itibarıyla 263,4 milyon TL tutarında ve %18,0 oranında artış göstererek 1.728,2 milyon TL'ye yükselmiştir. Satışların maliyetindeki artış, büyük oranda ilk madde malzeme giderlerindeki ve personel giderlerindeki artışlardan kaynaklanmakta olup bu artış, genel üretim giderlerindeki ve satılan ticari mallar maliyetindeki düşüşlerle kısmen dengelenmiştir.

Şirket'in 2013 yılı itibarıyla 284,3 milyon TL olan brüt kârı, 2014 yılı itibarıyla 28,1 milyon TL tutarında ve %9,9 oranında artış göstererek 312,4 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket' in brüt kâr marjı %16,3'ten %15,3'e düşmüştür ve bu durum satışların maliyetinin satış gelirlerine oranla arttığı anlamına gelmektedir. 2014 yılında çiğ süt fiyatlarında %15'ten fazla artış olması ve bu artışın fiyatlara nominal olarak yansıtılması brüt kar marjında düşüşe neden olmuştur.

Şirket'in 2013 yılı itibarıyla 157,7 milyon TL olan satış, pazarlama ve dağıtım giderleri, 2014 yılı itibarıyla 14,3 milyon TL tutarında ve %9,1 oranında artış göstererek 172,1 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket'in satışlarındaki artışa bağlı olarak söz konusu gider kalemlerinde de artışlar gözlemlenmektedir.

Şirket'in 2013 yılı itibarıyla 33,3 milyon TL olan genel yönetim giderleri, 2014 yılı itibarıyla 0,7 milyon TL tutarında ve %2,1 oranında artış göstererek 34,0 milyon TL'ye yükselmiştir. Genel yönetim giderlerindeki artışın başlıca sebeplerinden biri, Şirket'in büyümesi ile doğru orantılı olarak, üst düzey yönetici kadrosundaki tayin ve terfiler de dâhil olmak üzere, yeni personel alımlarından dolayı personel giderlerinde meydana gelen artıştır.

Şirket'in, 2013 yılı itibarıyla 21,5 milyon TL olan esas faaliyetlerinden elde ettiği diğer gelirleri, 2014 yılı itibarıyla 8,7 milyon TL tutarında ve %40,6 oranında artış göstererek 30,3 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket'in esas faaliyetlerden elde ettiği diğer gelirlerdeki artışın başlıca sebebi, büyük çoğunluğu vadeli satış şeklinde gerçekleşen toplam yurtiçi satışlardaki artışa bağlı olarak, buna ilişkin faiz gelirlerinde meydana gelen 10,1 milyon TL tutarındaki artıştır.

Şirket'in 2013 yılı itibarıyla 20,1 milyon TL olan esas faaliyetlerden kaynaklanan diğer giderleri, 2014 yılı itibarıyla 17,0 milyon TL tutarında ve %84,7 oranında artış göstererek 37,1 milyon TL'ye yükselmiştir. Esas faaliyetlerden diğer giderlerdeki artış, büyük oranda, üniversitelere yapılan bağışlardaki 9,8 milyon TL tutarındaki artıştan kaynaklanmaktadır.

Yukarıda belirtilen hususlar neticesinde, Şirket'in 2013 yılı itibarıyla 91,2 milyon TL olan esas faaliyet kârı, 2014 yılı itibarıyla 4,7 milyon TL tutarında ve %5,2 oranında artış göstererek 95,9 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket'in esas faaliyet kârındaki bu artış, büyük oranda, brüt kârdaki artıştan kaynaklanmaktadır.

Şirket'in süt ve süt ürünleri dışındaki faaliyetlerine ilişkin durdurulan faaliyetler net dönem zararının, 2013 ve 2014 yılları itibarıyla, sırasıyla, 21,7 milyon TL ve 69,7 milyon TL olarak gerçekleşmesi sonucunda, Şirket, 2013 yılı itibarıyla 42,5 milyon TL net dönem kârı, 2014 yılı itibarıyla ise 10,3 milyon TL net dönem zararı elde etmiştir.

## Finansal Tablolar

### Ak Gıda

| Bilanço (milyon TL)                            | 2012           | 2013           | 2014           |
|------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Dönen Varlık</b>                            | <b>529,4</b>   | <b>565,6</b>   | <b>744,6</b>   |
| Nakit ve Nakit Benzerleri                      | 35,6           | 6,0            | 104,2          |
| Ticari Alacaklar                               | 302            | 355,1          | 330,0          |
| Diğer Alacaklar                                | 54,4           | 24,2           | 173,1          |
| Stoklar                                        | 103,5          | 104,6          | 110,1          |
| Peşin Ödenmiş Giderler                         | 7,2            | 43,8           | 5,4            |
| Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar         | 1,5            | 5,3            | 0,0            |
| Diğer Dönen Varlıklar                          | 25,1           | 26,7           | 9,8            |
| Satış Amacıyla Sınıflandırılan Duran Varlıklar | 0,0            | 0,0            | 12,1           |
| <b>Duran Varlıklar</b>                         | <b>480,3</b>   | <b>633,2</b>   | <b>376,4</b>   |
| Diğer Alacaklar                                | 0,0            | 0,2            | 0,0            |
| Finansal Yatırımlar                            | 10,0           | 10,0           | 0              |
| Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller                  | 24,8           | 19,8           | 20,8           |
| Maddi Duran Varlıklar                          | 420,2          | 512,9          | 350,2          |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar                  | 0,0            | 68,1           | 0,0            |
| Peşin Ödenmiş Giderler                         | 9,9            | 17,8           | 4,8            |
| Ertelenmiş Vergi Varlığı                       | 15,4           | 0,5            | 0,6            |
| Diğer Duran Varlıklar                          | 0,0            | 3,9            | 0,0            |
| <b>Toplam Varlıklar</b>                        | <b>1.009,7</b> | <b>1.198,8</b> | <b>1.120,9</b> |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>               | <b>520,7</b>   | <b>562,0</b>   | <b>416,4</b>   |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar                       | 193,6          | 80,5           | 9,8            |
| Uzun Vad. Borç. Kısa Vad. Kısımları            | 0,8            | 0,1            | 0,8            |
| Ticari Borçlar                                 | 168,7          | 239,0          | 213,8          |
| Diğer Borçlar                                  | 142,3          | 183,5          | 171,7          |
| Ertelenmiş Gelirler                            | 0,6            | 10,8           | 1,2            |
| Cari Vergi Yükümlülüğü                         | 0,0            | 0,0            | 1,3            |
| Çalışanlara Sağ. Fayd. Kaps. Borçlar           | 3,9            | 25,0           | 4,9            |
| Kısa Vadeli Karşılıklar                        | 8,8            | 9,3            | 10,3           |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler                | 2,1            | 14,0           | 2,3            |
| Satış Ama. Sınıf. Varlık Gruplarına İliş. Yük. | 0,0            | 0,0            | 0,3            |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>               | <b>66,7</b>    | <b>188,0</b>   | <b>186,1</b>   |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar                       | 39,0           | 145,3          | 157,7          |
| Çalışanlara Sağ. Fayd. İliş. Uzun vad. Karş.   | 6,0            | 8,3            | 5,4            |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü                   | 21,7           | 34,4           | 22,9           |
| <b>Özkaynaklar</b>                             | <b>422,3</b>   | <b>448,7</b>   | <b>518,5</b>   |
| <b>Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar</b>     | <b>1.009,7</b> | <b>1.198,8</b> | <b>1.120,9</b> |

**Ak Gıda**

| <b>Gelir Tablosu (milyon TL)</b>                  | <b>2012</b>    | <b>2013</b>    | <b>2014</b>    |
|---------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Satış Gelirleri</b>                            | <b>1.419,3</b> | <b>1.749,0</b> | <b>2.040,6</b> |
| Satışların maliyeti (-)                           | (1.187,8)      | (1.464,7)      | (1.728,2)      |
| <b>Brüt Kar</b>                                   | <b>231,5</b>   | <b>284,3</b>   | <b>312,4</b>   |
| Pazarlama Giderleri (-)                           | (134,5)        | (157,7)        | (172,1)        |
| Genel Yönetim Giderleri (-)                       | (27,8)         | (33,3)         | (34,0)         |
| Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)             | (2,7)          | (3,5)          | (3,6)          |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler                | 14,9           | 21,5           | 30,3           |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)            | (48,1)         | (20,1)         | (37,1)         |
| <b>Esas Faaliyet Karı</b>                         | <b>33,4</b>    | <b>91,2</b>    | <b>95,9</b>    |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler                 | 7,1            | 14,2           | 11,1           |
| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)             | 0,0            | (7,5)          | (0,6)          |
| <b>Finansman Gideri Öncesi Esas Faaliyet Karı</b> | <b>40,5</b>    | <b>97,9</b>    | <b>106,3</b>   |
| Finansman Gelirleri                               | 22,0           | 3,7            | 21,6           |
| Finansman Giderleri (-)                           | (20,0)         | (24,3)         | (57,4)         |
| <b>Sürdürülen Faaliyetler Öncesi Vergi Karı</b>   | <b>42,4</b>    | <b>77,3</b>    | <b>70,5</b>    |
| <b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri</b>        | <b>(7,8)</b>   | <b>(13,0)</b>  | <b>(11,2)</b>  |
| Dönem Vergi Gideri                                | (5,0)          | (0,1)          | (6,2)          |
| Ertelenmiş Vergi Gideri                           | (2,9)          | (13,0)         | (5,0)          |
| <b>Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı</b>          | <b>34,6</b>    | <b>64,2</b>    | <b>59,3</b>    |
| <b>Durdurulan Faaliyetler Dönem Zararı</b>        | <b>(2,4)</b>   | <b>(21,7)</b>  | <b>(69,7)</b>  |
| <b>Dönem (Zararı) / Karı</b>                      | <b>32,2</b>    | <b>42,5</b>    | <b>(10,3)</b>  |

**Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşlerimiz**

Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Ak Gıda Fiyat Tespit Raporu'nda fiyatın FD/Satışlar, FD/FAVÖK ve F/K çarpanı metotları kullanılarak halka arz fiyat aralığının belirlendiği görülmektedir.

Şirket'in geleceğe yönelik projeksiyonları paylaşılmadığı için İndirgenmiş Nakit Akımı metodunun kullanılmadığını görüyoruz. Aynı şekilde çarpan hesaplamasında da kullanılan değerlerin geçmiş yıl rakamları sonucu oluşmuş değerlerden elde edildiği için halka arz fiyat tespitinde geleceğe yönelik olarak herhangi bir görüş bulunmamaktadır.

Çarpanlar hesaplanırken uluslararası benzer şirket çarpanları %80 ve ulusal benzer şirket olan Pınar Süt'ün %20 oranında ağırlıklandırılarak ortalama çarpan değerleri dikkate alınmıştır.

Yukarıdaki değerlendirmelere ek olarak Ak Gıda halka arzında belirlenen fiyat aralığını Bist 100 ve ulusal benzer şirket olan Pınar Süt'ün ağırlıklı ortalama FD/Satışlar, FD/FAVÖK ve F/K çarpanları ile test ettiğimizde:

30 Nisan 2015 tarihindeki kapanış verileri kullanılarak hesaplanan BIST 100 ve Pınar Süt'ün ağırlıklı ortalama FD/Satışlar, FD/FAVÖK ve F/K çarpan değerleri ile hesaplanan özsermaye değerlerinin 1/3 oranında toplanması ile ulaşılan ortalama özsermaye değeri 1,869,233,184 TL olmaktadır. Buna göre; Ak Gıda hissesi ulaştığımız özsermaye değerine göre 5.78 TL halka arz fiyatında %1.1 iskontolu; 6.92 TL halka arz fiyatında ise %18.5 oranında primlidir.

## Sonuç

Ak Gıda için FD/Satışlar, FD/FAVÖK ve F/K çarpanı yöntemleri eşit oranla ağırlıklandırılarak tespit edilen nihai değer aralığı 5.78 TL- 6.92 TL halka arz fiyat aralığını makul olarak değerlendiriyoruz.

‘Burada yer alan 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. 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.’