

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Ak Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Ak Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Ak Gıda Halka Arz Bilgileri	
Halka Arz Yöntemi	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Ortak Satışı
Talep Toplama Tarihleri	6-7-8 Mayıs 2015
Sermaye	320.000.000 TL
Halka Arz Edilecek Nominal Sermaye	144.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	45,0%
Halka Arz Fiyatı-Taban	5,78 TL
Halka Arz Fiyatı-Tavan	6,92 TL
Halka Arz Büyüklüğü Taban	832.320.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü Tavan	996.480.000 TL
Piyasa Değeri-Taban	1.849.600.000 TL
Piyasa Değeri-Tavan	2.214.400.000 TL
Net Borç	70.332.462 TL
Tahsisat Grupları	Yurtdışı Kurumsal : %70 Yurtiçi Kurumsal : %20 Yurtiçi Bireysel : %10
Satmama Taahhüdü	Satan Ortaklar ve Şirket için 180 Gün
Fiyat İstikrarı	İşlem Görmeye Başladıktan İtibaren 30 Gün

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2014-Taban	31,2
F/K 2014-Tavan	37,3
FD/FAVÖK 2014-Taban	14,1
FD/FAVÖK 2014-Tavan	16,8
PD/DD 2014-Taban	3,6
PD/DD 2014-Tavan	4,3

Özet Bilgi

Ak Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. 23.07.1996 tarihinde kurulmuş ve Sakarya'da bulunan Akyazı Köy-Tür tesislerini satın alarak BİM için ürettiği özel markalı ürünler ile faaliyetlerine başlamıştır. Şirket, 1998 yılında İçim markalı ürünleri üretmeye başlamış ve 1999 yılında 1.500 ton günlük süt işleme kapasitesine sahip Sakarya'daki Pamukova Tesisi'ne taşınmıştır. 2000 yılında süt ve süt ürünlerinin ihraç kayıtlı satışını yapmaya başlamıştır.

Şirket, 2007 yılından itibaren her iki yılda bir, yeni bir üretim tesisini faaliyete geçirmiştir. 2007 yılında, Şirket, günlük 1.000 ton süt işleme kapasitesi ile süt, yoğurt, ayran ve peynir üretimi yapılan Karaman Tesisi'ni 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 Tesisi'nin süt işleme kapasitesini günlük 1.000 tona çıkaracaktır.

Şirket, ürün gamını genişletmek için süt ve süt ürünlerinin çeşitli ürün kategorilerinde düzenli olarak yeni ürün lansmanları gerçekleştirmektedir. Ak Gıda, faaliyete geçtiği günden beri, farklı markalar altında yeni süt ve süt ürünlerini piyasaya sunmuştur. Ak Gıda, 1999 yılında, sterilize şişe süt üretimine başlayan ilk şirket olmuştur. 2001 yılında, kolay açılabilir plastik ambalajda beyaz peynir üretimine başlamış, 2003 yılında ise iki litrelik UHT sütü piyasaya sürmüştür. 2012 yılında ise Mis markalı ürünlerin münhasır markalı ürün olarak Şok'a satışına başlamıştır. Son olarak 2014 yılı sonu itibarıyla, Dolcia soslu pudingler Türkiye'de bir ilk olarak pazara sunulmuştur. 2014 sonu itibarıyla 2.249 çalışanı bulunmaktadır.

Ak Gıda, süt ve süt ürünleri pazarında %24 Pazar payıyla lider konumunda olup markalı ürünlerde sektörde %9,8'lik payla üçüncü sırada yer alırken, özel ve münhasır markalı (private label) ürünler kategorisinde ise %31'lik payla açık ara Pazar lideri konumundadır. Türkiye'de toplam çiğ süt alımının %12'si Ak Gıda tarafından gerçekleştirilmektedir. Ağırlığı Orta Doğu Ülkeleri olmak üzere 40'tan fazla ülkeye ihracat yapan Ak Gıda, Türkiye'de en yaygın süt toplama ve dağıtım merkezlerine sahiptir.

Şirket, süt ve süt ürünleri faaliyetlerine odaklanmak amacıyla, işlenmiş et, maden suyu ve kağıt üretimi konularında faaliyet gösteren Aytaç, Avrasya Et, Bahar Su ve Aktül Kağıt gibi iştiraklerinde sahip olduğu payları 2014 yılı itibarıyla elden çıkarmıştır. Ayrıca, Şirket, Nisan 2015 itibarıyla, bağlı ortaklığı Karma Gıda'nın kısmi bölünme yapılmak suretiyle, Şirket bünyesinden çıkarılması süreci devam etmektedir.

Ortaklık Yapısı

Şirketin halka arz öncesi sermayesi 320 milyon TL'dir. Halka arz edilecek 144 milyon TL'lik hisselerin tamamı mevcut ortakların sahip olduğu hisseler olup herhangi bir sermaye artırımını gerçekleştirmeyecektir. Halka arz öncesinde en büyük ortak %33 pay ve 105,6 milyon TL sermaye ile Yıldız Holding olup, halka arzda satmayı planladığı 64 milyon TL'lik sermaye sonrasında ortaklık payı %13'e gerileyecektir. Halka arzda bütün ortaklar hisse satmayı planlamamaktadır. Halka arzın planlandığı şekilde gerçekleşmesi durumunda halka açıklık oranı %45 olacak olup halka açık paylar haricinde en büyük ortak %15 ortaklık oranıyla Mustafa Latif Topbaş olacaktır. Mevcut durum, halka arz edilen paylar ve halka arz sonrası oluşacak ortaklık yapısı alttaki tabloda özetlenmiştir.

Ak Gıda Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Edilen Paylar			Halka Arz Sonrası	
Hissedar	Sermaye	Oran	Sermaye	Oran	Halka Arz Edilen Kısım İçindeki Pay	Sermaye	Oran
Yıldız Holding A.Ş.	105.600.000	33,0%	64.000.000	20,0%	44,4%	41.600.000	13,0%
Mustafa Latif Topbaş	70.400.000	22,0%	22.400.000	7,0%	15,6%	48.000.000	15,0%
Eaton Capital Fund	64.000.000	20,0%	22.400.000	7,0%	15,6%	41.600.000	13,0%
Ahmet Afif Topbaş	38.400.000	12,0%	16.000.000	5,0%	11,1%	22.400.000	7,0%
Zeki Ziya Sözen	16.000.000	5,0%	16.000.000	5,0%	11,1%	0	0,0%
Grosvenor Capital Fund	16.000.000	5,0%	0	0,0%	0,0%	16.000.000	5,0%
Firdevs Çizmeci	9.600.000	3,0%	3.200.000	1,0%	2,2%	6.400.000	2,0%
Halka Açılacak Kısım				0,0%	0,0%	144.000.000	45,0%
Toplam	320.000.000	100,0%	144.000.000	45,0%	100,0%	320.000.000	100,0%

Faaliyetler

Ak Gıda süt ve süt ürünleri sektöründe faaliyet göstermekte olup, 31 Aralık 2014 tarihi itibarıyla, 5 üretim tesisinin toplam günlük 4.000 ton çiğ süt işleme kapasitesi ile Türkiye'nin en büyük süt ve süt ürünleri şirketlerinden birisidir. Şirket'in üretim tesisleri süt tedarik bölgelerine yakın konumlardadır. Şirket'in faaliyetleri kapsamında, çiğ süt önce tedarikçilerinden lojistik hizmet sağlayıcılar aracılığı ile toplanıp süt işleme tesislerine taşınmakta, sonrasında süt işleme tesislerinde nihai ürünler üretilerek, satışı ve dağıtımı yapılmaktadır.

Şirket, farklı tüketici eğilimleri ve taleplerini hedef alan süt ve süt ürünleri sektörünün çeşitli kategorilerinde faaliyet göstermektedir. Ak Gıda, süt ve süt ürünlerinden oluşan geniş ürün gamının üretimini, dağıtımını ve satışını; Türkiye'de yüksek tanınırlığa sahip markalar ile özel ve münhasır markalı süt ve süt ürünleri kapsamında gerçekleştirmektedir.

Ak Gıda ile Yıldız Holding 10 Nisan 2015 tarihinde İçim ve Dolcia markalarının devrine ilişkin marka devir sözleşmesi imzalamıştır. Devir tarihini takiben Ak Gıda, Yıldız Holding'e devre konu markalara ilişkin herhangi bir marka kullanım ücreti ödemeyecektir. Devre konu markalara ilişkin devir bedeli 15 milyon TL'dir. Ayrıca marka sahibi Yıldız Holding tarafından, marka kullanım ücreti karşılığı kullanılan Smartt, Halk, Alpella ve Bizim Mutfak markaları ile satışa sunmaktadır. "Mis" markası altında Şok süpermarket zincirinde münhasır markalı satış gerçekleştirilmekte olup, Dost markası ile BİM'e özel markalı süt ve süt ürünleri üretimi gerçekleştirmektedir.

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 bir ürün portföyü bulunmaktadır.

Süt kategorisi (UHT süt, aromalı süt, pastörize süt ve fonksiyonel süt), yoğurt kategorisi (homojenize yoğurt, kaymaklı yoğurt, yarım yağlı yoğurt, light yoğurt, süzme yoğurt, fonksiyonel yoğurt, çocuk yoğurdu ve meyveli yoğurt) ve ayran kategorisinin (şişe ayran, kutu ayran, Tetra-Pak ayran) Ak Gıda'nın toplam satışları içindeki payı 2014 yılı itibarıyla %56,8 olarak gerçekleşmiştir. Peynir kategorisi (kaşar peyniri, beyaz peynir, lor peyniri ve diğer), tereyağı ve diğer (porsiyonluk küpler, krema, kefir vb.) kategorilerin Ak Gıda'nın toplam satışları içindeki payı 2014 yılı itibarıyla, %32,0 olarak gerçekleşmiştir.

Ev tüketimini hedefleyen üretimin yanı sıra, Şirket, ürünlerinin bir kısmını, çikolata ve şeker üreticileri ile okullar da dâhil olmak üzere tedarik ihtiyaçlarını karşılamak isteyen (çoğu Yıldız Holding şirketleri olmak üzere) endüstriyel müşterilere satmaktadır. Şirket'in endüstriyel ürün çeşitleri; konsantre süt, süt tozu, peynir altı suyu tozu, krema, tereyağı, okul sütü ve az miktarda labne peyniri içermektedir. Endüstriyel ürün satışlarının Ak Gıda'nın toplam satışları içindeki payı 2014 yılı itibarıyla %11,2 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in endüstriyel ürün

kategorisindeki büyüme, Yıldız Holding şirketlerinden artan talep neticesinde meydana gelmiştir. Hükümet programı kapsamında okullara yapılan UHT süt satışları da endüstriyel kategori içerisinde yer almaktadır.

31 Aralık 2014 itibarıyla, Şirket'in ürün gamı; markalı ürünler ile özel ve münhasır markalı ürünler de dâhil olmak üzere, 325 adet stok kaleminden ("SK") oluşmaktadır.

Ak Gıda Stok Çeşitliliği		
No:	Ürün Çeşidi	Stok Kalemi Sayısı
1	Süt	63
2	Yoğurt	40
3	Labne	30
4	Beyaz peynir	29
5	Puding	24
6	Ketçap ve mayonez	23
7	Kaşar	21
8	Ayran	19
9	Tereyağı	19
10	Tatlı	15
11	Büyüme küpü	10
12	Krem peynir	9
13	Kefir	4
14	Krema	4
15	Süt tozu	4
16	Kaymak	3
17	Peynir altı suyu tozu	3
18	Dil Peyniri	2
19	Dilimlenmiş kaşar	1
20	Örgü peynir	1
21	Yoğurt tozu	1
Toplam		325

Üretim Tesisleri

Ak Gıda'nın toplam 5 adet üretim tesisi bulunmakta olupen büyük tesisi Pamukova'da yer almaktadır. Toplam faaliyet alanı 539.260 metrekaredir. Tesislerde çalışan personel sayısı 2.066 olup günlük çalışma kapasitesi 4.000 ton seviyesindedir. Aydın'da yer alan tesis sadece peynir üzerine konsantre olmuş

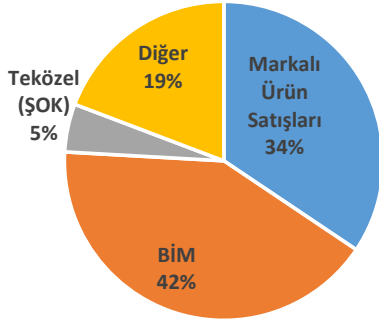
Ak Gıda Üretim Tesisleri					
Tesis	Ana Ürünler	Kuruluş Yılı	Alan (m2)	Çalışan Sayısı	Kapasite (ton/gün)
Pamukova	Süt, (aromalı, sade, fonksiyonel), ayran, kefir, labne, homojenize yoğurt, kaymaklı yoğurt, tatlı, taze peynir, diğer sürülebilir peynirler, süzme beyaz peynir, süt tozu ve krema, tereyağı, ketçap ve mayonez	1996	286.731	1.173	1.500
Karaman	Süt, süzme beyaz peynir, kaşar peyniri, homojenize yoğurt, ayran, süt tozu, peynir altı suyu tozu ve tereyağı	2007	93.927	363	1.000
Lüleburgaz	UHT süt, homojenize yoğurt ve ayran	2009	47.466	152	500
Kahramanmaraş	UHT süt, homojenize ve kaymaklı yoğurt, bardak ve şişe ayran	2011	51.136	178	500
Aydın	Beyaz peynir, kaşar peyniri, süt tozu, konsantre süt (yarı-mamul olarak), peynir altı suyu tozu	2013	60.000	200	500
Toplam			539.260	2.066	4.000

Satış Kanalları

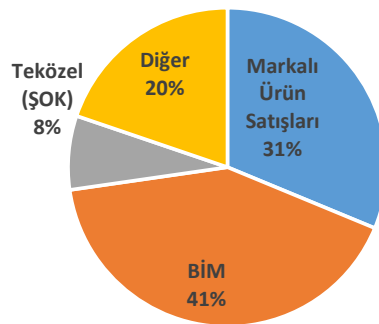
Şirket kendi markalı ürünlerini iştiraki olan Seher Gıda vasıtasıyla dağıtmaktadır. Şok Marketler'e yapılan satışlar Yıldız Holding şirketi olan Teközel üzerinden gerçekleştirilmiş olup halka arzdan sonra doğrudan Şok Market'e gerçekleştirilecektir. Son 3 yılda Bim Mağazalarına yapılan satışlar toplam satışların %41'ini oluşturmakta olup Şok Market'lere olan satışlar ise toplam satışların 2012'de %5'ini, 2013'te %8'ini ve 2014'te %10'unu oluşturmaktadır. Şok Marketler'in büyümesine paralel olarak bu kanala yapılan satışlarını ve satış payını her yıl artırmaktadır.

Ak Gıda Kanal Bazında Satışlar			
Milyon TL	2012	2013	2014
Markalı Ürün Satışları	488,3	546,4	647,2
BİM	588,8	725,5	828,4
Teközel (ŞOK)	69,2	131,1	210,1
Diğer	272,9	346	354,8
Toplam	1419,3	1749	2040,6

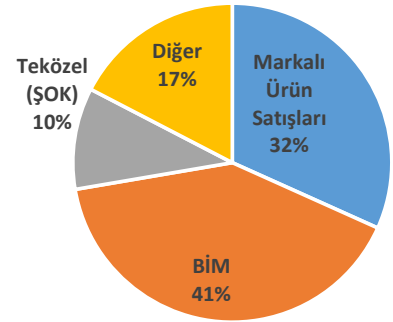
Ak Gıda Satış Dağılımı-
2012



Ak Gıda Satış Dağılımı-
2013



Ak Gıda Satış Dağılımı-
2014



Ak Gıda'nın satışını gerçekleştirdiği ürünlerden en yüksek ciro elde ettiği segment 2014 yılında süt olurken hemen ardından yoğurt gelmektedir. Toplam cironun %26,4'ü süt, %25,1'i yoğurt, %19,2'si peynirden kaynaklanmıştır.

Ürün Bazlı Ciro (milyon TL)	2012		2013		2014	
	Ciro	Pay	Ciro	Pay	Ciro	Pay
Süt	358,4	25,3%	454,1	26,0%	539,1	26,4%
Yoğurt	370,5	26,1%	447,2	25,6%	511,7	25,1%
Peynir	244,2	17,2%	313,6	17,9%	391,1	19,2%
Ayran	78,4	5,5%	93,8	5,4%	108,4	5,3%
Endüstriyel	149,7	10,5%	185,6	10,6%	229,1	11,2%
Tereyağı	59,9	4,2%	74,7	4,3%	99,3	4,9%
Diğer	158,2	11,1%	180,1	10,3%	161,8	7,9%
Toplam	1.419,3	100,0%	1.749,0	100,0%	2.040,6	100,0%

Mali Tablolar

BİLANÇO (TL)	2012	2013	2014
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar	529.377.833	565.607.302	744.583.441
Nakit ve Nakit Benzerleri	35.587.062	5.980.481	104.168.204
Ticari Alacaklar	301.993.640	355.075.564	329.981.211
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	195.447.449	229.344.464	224.115.241
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	106.546.191	125.731.100	105.865.970
Diğer Alacaklar	54.448.724	24.161.855	173.105.781
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	44.470.740	8.436.516	165.495.601
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	9.977.984	15.725.339	7.610.180
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	-
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			
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	7.570	178.492	3.018
Finansal Yatırımlar	10.011.292	10.011.292	-
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	-	68.080.000	-
Şerefiye	-	19.740.000	-
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	-	48.340.000	-
Peşin Ödenmiş Giderler	9.860.181	17.757.108	4.755.072
Ertelenmiş Vergi Varlığı	15.414.468	488.687	620.780
Diğer Duran Varlıklar	-	3.924.106	-
TOPLAM VARLIKLAR	1.009.713.385	1.198.759.183	1.120.946.213

BİLANÇO (TL)	2012	2013	2014
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	520.746.088	562.017.207	416.387.098
Kısa Vadeli Borçlanmalar	193.619.014	80.519.381	9.770.773
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kıs.	774.130	104.344	806.699
Ticari Borçlar	168.661.658	238.952.737	213.824.846
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	14.250.299	7.793.578	5.468.953
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	154.411.359	231.159.159	208.355.893
Diğer Borçlar	142.317.188	183.471.056	171.706.399
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	142.317.188	181.693.883	171.706.399
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	-	1.777.173	-
Ertelenmiş Gelirler	598.374	10.755.985	1.194.636
Cari Vergi Yükümlülüğü	-	-	1.269.252
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kap. Borçlar	3.877.356	24.994.470	4.887.170
Kısa Vadeli Karşılıklar	8.838.595	9.265.721	10.300.661
Çalışanlara Sağlanan Fay. İliş. Karşılıklar	4.986.060	6.624.871	7.021.251
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	3.852.535	2.640.850	3.279.410
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.059.773	13.953.513	2.343.710
Satış Amaçlı Varlık Gruplarına İliş. Yük.	-	-	282.952
Uzun Vadeli Yükümlülükler	66.690.367	188.042.966	186.060.702
Uzun Vadeli Borçlanmalar	38.950.668	145.307.362	157.712.396
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karş.	6.008.240	8.343.581	5.425.998
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	21.731.459	34.392.023	22.922.308
ÖZKAYNAKLAR	422.276.930	448.699.010	518.498.413
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	421.076.628	455.793.518	518.498.413
Ödenmiş Sermaye	70.000.002	70.000.002	70.000.002
Diğer Kapsamlı Giderler	-84.987	-84.987	-63.481
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	20.904.712	22.541.631	22.971.631
Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları	298.080.504	320.608.141	392.934.345
Net Dönem Kârı	32.176.397	42.728.731	32.655.916
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	1.200.302	-7.094.508	-
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER VE ÖZKAYNAKLAR	1.009.713.385	1.198.759.183	1.120.946.213

GELİR TABLOSU	2012	2013	2014
TL			
Satış Gelirleri	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 Kâr	231.508.574	284.292.726	312.404.086
Brüt Kar Marjı	16,3%	16,3%	15,3%
Pazarlama Giderleri (-)	-134.450.555	-157.749.018	-172.077.427
Genel Yönetim Giderleri (-)	-27.840.746	-33.280.721	-33.969.549
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-2.681.063	-3.499.129	-3.598.403
Esas Faaliyet Karı	66.536.210	89.763.858	102.758.707
<i>Esas Faaliyet Kar Marjı</i>	<i>4,7%</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,0%</i>
Amortisman	24.649.518	29.563.149	33.570.579
FAVÖK	91.185.728	119.327.007	136.329.286
FAVÖK Marjı	6,4%	6,8%	6,7%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	14.915.279	21.517.520	30.252.214
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-48.069.515	-20.099.470	-37.121.988
Faaliyet Kârı	33.381.974	91.181.908	95.888.933
Yatırım Faaliyetlerden Gelirler	7.108.044	14.238.227	11.097.947
Yatırım Faaliyetlerden Giderler (-)	-	-7.513.938	-648.587
Finansman Gideri Öncesi Esas Faaliyet Kârı	40.490.018	97.906.197	106.338.293
Finansman Gelirleri	21.955.304	3.651.383	21.573.160
Finansman Giderleri (-)	-20.040.996	-24.262.946	-57.378.680
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kârı	42.404.326	77.294.634	70.532.773
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri	-7.848.737	-13.047.477	-11.187.621
Dönem Vergi Gideri	-4.972.841	-85.893	-6.172.892
Ertelenmiş Vergi Gideri	-2.875.896	-12.961.584	-5.014.729
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Kârı	34.555.589	64.247.157	59.345.152
Durdurulan Faaliyetler Dönem Zararı	-2.377.210	-21.739.703	-69.657.702
Dönem (Zararı)/Kârı	32.178.379	42.507.454	-10.312.550

Değerleme

Ak Yatırım, Ak Gıda'nın halka arz fiyat aralığının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (İNA), Varlık Esaslı Şirket Değerlemesi ve Piyasa Çarpanları Yöntemi olmak üzere 3 farklı metodu incelemiş ama sadece Piyasa Çarpanları metoduyla değer tespiti yapmıştır. İNA metodunu kullanmama gerekçesi olarak yurtiçi ve yurtdışı makroekonomik göstergeler ile Şirket'in faaliyet gösterdiği sektöre ve karlılığa ilişkin hammadde fiyatlarındaki değişikliklerin ürün fiyatına yansıtılması, tüketicinin satın alma gücü ve tercihlerindeki değişiklikler gibi bir takım öngörülemez ve Şirket'in kontrolü dışındaki öngörüler sebebiyle ileriye dönük projeksiyonlara yer verilmemesi gösterilmiştir. Varlık Esaslı Şirket Değerlemesi yöntemini kullanmama gerekçesi olarak bu metodun ağırlıklı olarak mevcut durumu yansıttığı, geleceğe yönelik büyüme ve şirketin operasyonlarından elde ettiği katma değeri yansıtmaması gösterilmiştir. Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, yönetimin gelecek yıllardaki şirket performansını ve sahip olduğu varlıklardan elde edebileceği nakit ve katma değeri göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Varlık Esaslı Şirket Değerleme Yöntemi'nin kullanılmama gerekçesi İNA yönteminin kullanılması gerektiğini de işaret etmekte olmasına rağmen İNA'nın kullanılmamış olmasını yatırımcıların şirketin gelecek potansiyelini tam olarak göremeyeceği için bir eksiklik olarak değerlendiriyoruz. İNA metodunda kullanılacak olan şirket projeksiyonları sonucu elde edilecek değer birçok parametreye bağlı olması duyarlılığın yüksek olmasını beraberinde getirmektedir. Bu sebeple elde edilecek değere nihai fiyat tespitinde düşük ağırlık veya 0 ağırlık verilerek bu belirsizliğin etkisi minimize/nötrale edilebilirdi. Böylelikle projeksiyonların paylaşılması yeni ortaklar için şirketin gelecek potansiyelini gösterebilirdi. Kullanılan çarpan

metodunda da şirketin 2014 mali verileri kullanılmış olup 2015 ve/veya 2016 gelir tablosu verileri kullanılmadığı için gelecek potansiyeli yatırımcılar için net olarak ifade edilmemiştir.

Piyasa Çarpanları Metodu

Ak Yatırım tarafından Ak Gıda'nın halka arz fiyatının belirlenmesinde Firma Değeri/Satışlar (FD/Ciro), Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları ile Ak Gıda'nın 2014 mali tablo rakamları kullanılmıştır.

Benzer şirket olarak Türkiye'den Pınar Süt (PNSUT) ve gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerden örneklem olarak 10 şirket seçilmiş ve çarpanları kullanılmıştır.

Değerlemede Baz Alınan Ak Gıda Verileri	
Milyon TL	
Ciro	2.041
FAVÖK	156
Net Kar	59
Net Borç	70

Ak Gıda'nın çarpan analizinde kullanılan mali tablo verileri 2014 yılı bağımsız denetim raporundan alınmış, FAVÖK kaleminde Ak Yatırım tarafından bazı düzeltmeler yapılmıştır.

FAVÖK Düzeltmesi		
Milyon TL		31.12.2014
a	Brüt Kar	312,4
b	Faaliyet Giderleri	-209,6
c=a-b	Esas Faaliyet Karı	102,8
d	Amortisman	33,6
c+d	FAVÖK	136,3
e	Diğer Faaliyet Gelirleri	30,3
f	Diğer Faaliyet Giderleri	-37,1
g=c+e+f	Faaliyet Karı	95,9
h	Bağışlar	19,0
i	Teközel Komisyonları	4,0
j	Marka Kullanım Gideri	3,0
=g+d+h+i+j	Düzeltilmiş FAVÖK	156,0

Esas faaliyet karına amortisman giderlerinin eklenmesi suretiyle hesaplamış olduğumuz 136,3 milyon TL FAVÖK rakamına diğer faaliyet gelirleri eklenmiş, diğer faaliyet giderleri düşülmüş ve bundan sonra tekrarlanmayacak olan Teközel komisyonları ve Marka kullanım giderleri eklenerek 156 milyon TL FAVÖK'e ulaşılmıştır. Bu yaklaşımı doğru bulmakla beraber şirketin bütün bağış giderlerinin eklenmesi yerine yönetimin almış olduğu her yıl dağıtılabilir karın en fazla %5'i kadar bağış yapılabileceği kararına istinaden dağıtılabilir karın %5'i kadar bağış giderinin FAVÖK hesabında kullanılmasını daha makul bulmaktayız. Komisyon ve marka kullanım giderlerinin bundan sonra tekrarlanmayacağı yapılan anlaşma ve marka devir sözleşmeleriyle garanti altına alınmışken bağışlar için böyle bir durum bulunmamaktadır. FAVÖK tarafında yapılan bu düzeltmelerin net borç tarafında da yansımaları bulunmaktadır çünkü AK Gıda marka devrine ilişkin olarak yaklaşık 15 milyon TL Yıldız Holding'e 2015 yılı içerisinde ödeme yapacaktır. Bu durumda net borcun 15 milyon TL artırılması gerekmektedir. FD/Ciro ve FD/FAVÖK çarpanlarından elde edilen değerlere şirketin nakit üretmeyen satılmaya hazır varlıkları, Finansal Varlıkları ve yatırım amaçlı gayrimenkullerinin de eklenmesi gerektiğini düşünmekteyiz.

Ak Gıda Benzer Şirket Çarpanları (Milyon TL)								
Şirket	Ülke	FD/Ciro	FD/FAVÖK	F/K	PD	Ciro	FAVÖK	Net Kar
Juhayna Food Industries	Mısır	2,9	19,7	32,0	2.914	1.138	150	91
Almarai Co	Suudi Arabistan		23,7	41,5	40.557	7.749	2.089	977
Danone	Fransa	2,4	16,2	37,9	123.097	61.397	9.022	3.248
Dean Foods Co	ABD	0,3	17,1		4.366	20.789	378	m.d.
Inner Mongolia Yili	Çin	3,3		51,2	50.574	20.366	m.d.	988
Dairy Crest Group	Birleşik Krallık	0,7	10,7	15,6	2.514	4.939	269	161
Grupo Lala	Meksika	1,7	13,8	26,6	13.466	7.396	899	506
Emmi AG	İsviçre	0,7	10,0	25,0	4.719	8.138	585	189
China Mengniu Dairy Co	Çin	1,6	20,7	34,6	28.899	17.773	1.374	835
Bongrain SA	Fransa	0,3	5,9	20,7	2.350	13.377	670	114
	Min	0,3	5,9	15,6	2.350	1.138	150	91
	Maks	3,3	23,7	51,2	123.097	61.397	9.022	3.248
	Aritmetik Ortalama	1,5	15,3	31,7	27.346	16.306	1.715	790
	Medyan	1,6	16,2	32,0	9.093	10.758	670	506
Pınar Süt	Türkiye	1,2	17	17,2	1.146	940	69	67

Benzer Şirketlere Göre AK Gıda Piyasa Değeri	FD/Ciro	FD/FAVÖK	F/K
Milyon TL	3.095	2.311	1.879

Pınar Süte Göre AK Gıda Piyasa Değeri	FD/Ciro	FD/FAVÖK	F/K
Milyon TL	2.470	2.649	1.019

Çarpanlara Göre Ak Gıda Piyasa Değeri	FD/Ciro	FD/FAVÖK	F/K
Milyon TL	2.970	2.365	1.707
Ortalama Piyasa Değeri			2.347
Nominal Sermaye			320
Birim Hisse Fiyatı, TL			7,33

Örnekleme seçilen uluslararası şirketlerin ve Pınar Süt'ün cari çarpanları sonucu hesaplanan AK Gıda piyasa değerleri sırasıyla %80 ve %20 ağırlıklandırılarak nihai değer hesabında kullanılmıştır. FD/Ciro çarpanıyla hesaplanan değer, FD/FAVÖK ve F/K çarpanıyla hesaplanan değerden yukarı yönlü ayrıştığı görülmektedir. Bu durumun temel sebebi FD/Ciro çarpanı cironun nitelikli ve faaliyet karına yansıtılabilir olup olmadığını dikkate almadan kullanmasıdır. FD/Ciro çarpanının FAVÖK Marjı birbirine yakın olan şirketler için referans çarpan olarak kullanılmasını daha doğru bulmaktayız.

Hesaplanan 3 çarpana göre değerler eşit ağırlıklandırılarak Ak Gıda için 2.347 milyon TL referans piyasa değeri ve 7,33 TL/hisse referans hisse fiyatı tespit edilmiştir. Bulunan hisse fiyatına %5,6 iskonto uygulanarak 6,92 TL tavan hisse fiyatı, %21,1 iskonto uygulanarak 5,78 TL taban hisse fiyatı belirlenmiştir.

Çarpan metodunda örneklem sayısının az olduğu ve artırılması gerektiği kanaatindeyiz. Uluslar arası çarpanlarda uç değerlerin etkisinin nötralize edilmesi için, aritmetik ortalamadan ziyade medyan kullanılmasının daha uygun olacağı kanaatindeyiz.

Yurtiçinde Gıda sektörünün alt segmenti olan süt sektöründe sadece Pınar Süt'ün işlem görüyor olması referans olarak tek bir çarpanın dikkate alınmasına yol açmış. Bu durum sektörel bir eksiklik olsa da gıda sektöründe faaliyet gösteren çarpanların, içecek alt segmentinde faaliyet gösteren çarpanların, imalat sanayi çarpanlarının ve sınai endeks çarpanlarından da değer tespit edilerek yatırımcılara sunulmasını daha makul bulmaktayız. Çünkü tek bir şirketin çarpanlarının değerlendirilmesinde kullanılması ortalama piyasa yaklaşımını yansıtmamaktadır.

Halka Arz Fiyatına Göre Çarpanlar	Taban Fiyat Tavan Fiyat	
TL	5,78	6,92
F/K	31,3	37,5
FD/FAVÖK	12,3	14,6
PD/DD	3,6	4,3

Halka arz fiyatlarına göre oluşan Ak Gıda çarpanları yukarıdaki tabloda özetlenmiştir.

Gelecek dönem potansiyeli olumlu olan, ciro ve karını önemli derecede artırması beklenen şirketler için ortalama piyasa çarpanlarının üzerinde fiyatlandırma makul karşılanmaktadır. Ak Gıda için çarpanların yüksek olması bu nedene bağlanabilmekle beraber gelecek dönem potansiyelinin yatırımcılarla projeksiyon paylaşılmadığı için net olarak görülememektedir ancak mevcut şirket finansalları ve benzer şirket çarpanlarına göre fiyat aralığının makul olduğu kanaatindeyiz.