

Ak Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.**Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu****1- Amaç**

A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan bu rapor, Ak Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Ak Gıda" veya "Şirket") için Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ak Yatırım") tarafından hazırlanarak 29.05.2015 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmiş olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirmesi niteliğindedir.

Bu Rapor; Ak Gıda'nın halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

2- Halka Arz Bilgileri

Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)	- Ödenmiş Sermaye - Halka Arz Şekli - Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı - Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı - Halka Arz Miktarı - Toplam - Halka Arz Oranı (Halka Açıklık) : : : : : : 320.000.000 TL Ortak Satışı 0 TL 144.000.000 TL 144.000.000 TL 45,00%												
Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	- Halka Arz Fiyat Aralığı - Şirket Değer Aralığı - Halka Arz Büyüklüğü - Yurtiçi Halka Arz Büyüklüğü - Yurtdışı Halka Arz Büyüklüğü : : : : : 41,00 TL - 49,00 TL 1,85 – 2,21 milyar TL 832 – 996 milyon TL 250 – 299 milyon TL 582 – 697 milyon TL												
Talep Toplama Yöntemi	- Fiyat Aralığı ile Talep Toplama												
Aracılık Yöntemi	- En İyi Gayret Aracılığı												
Konsorsiyum Lideri	- Yurtiçinde Ak Yatırım liderliğinde oluşturulan 29 üyeli konsorsiyum - Yurtdışında Ak Yatırım liderliğinde oluşturulan konsorsiyum												
Fiyat İstikrarı İşlemleri	16.000.000 adet pay satışından elde edilecek gelirin 30 gün boyunca - fiyat istikrarı için kullanılması planlanmaktadır. (Fiyatın düşmeyeceği anlamına gelmemektedir.)												
Lock-up (Satmama Taahhüdü)	- Şirket ortakları 180 gün pay satışı yapmama, Şirket ise 180 gün bedelli sermaye artırımı yapmama taahhüdü vermiştir.												
Yatırımcı Grupları ve Tahsisatlar	<table><tr><th>Yatırımcı Grubu</th><th>Satış Payı</th><th>Satış Adedi</th></tr><tr><td>- Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar</td><td>10%</td><td>14.400.000</td></tr><tr><td>- Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar</td><td>20%</td><td>28.800.000</td></tr><tr><td>- Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar</td><td>70%</td><td>100.800.000</td></tr></table>	Yatırımcı Grubu	Satış Payı	Satış Adedi	- Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	10%	14.400.000	- Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	20%	28.800.000	- Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar	70%	100.800.000
Yatırımcı Grubu	Satış Payı	Satış Adedi											
- Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	10%	14.400.000											
- Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	20%	28.800.000											
- Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar	70%	100.800.000											
BİST İşlem Kodu	- AKGDA												
Talep Toplama Tarihleri	- 6 – 7 – 8 Mayıs 2015												
BİST'te İşlem Görme Tarihi	- 14 Mayıs 2015												

3- Şirkete İlişkin Bilgiler

Ak Gıda 1996 yılında kurulmuş olup, aynı yıl 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.

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.

2013 yılı ISO 500 verilerine göre Türkiye'nin en büyük süt ve süt ürünleri şirketi olan Ak Gıda, 2014 yılı itibarıyla, çiğ süt tedarikçilerine yakın konumlarda bulunan sahip olduğu Türkiye geneline yayılmış beş adet üretim tesisi ile günlük 4.000 ton süt işleme kapasitesi, çeşitlendirilmiş ürün portföyü ve yüksek bilinirliğe sahip markaları ile faaliyet göstermektedir. 2014 sonu itibarıyla 2.249 çalışanı bulunmaktadır.

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. Şirket'in ürün gamı, "İçim", "Dolcia" ve "Smartt" gibi markalı ürünler ile BİM (Dost) ve Şok (Mis) 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, 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 (otel, restoran ve kafeler)) 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; Yıldız Holding iştirakleri olan, Eksper Horeca, Horizon, Pasifik gibi diğer satış şirketleri üzerinden markalı ürünlerin satış ve dağıtımını; özel markalı ürünlerin direkt Ak Gıda tarafından doğrudan BİM'e, özel ve münhasır markalı ürünlerin Yıldız Holding'in iştiraki Teközel'in koordinasyonu vasıtasıyla Şok ve diğer zincirlere satış ve dağıtımını (BİM ile Ak Gıda arasında, 1 Nisan 2015 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere 2 Nisan 2015 tarihinde imzalanan üretim ve tedarik sözleşmesi çerçevesinde, BİM'e yapılan satışlar direkt Ak Gıda tarafından yönetilmekte ve Teközel'e komisyon ödenmemektedir); endüstriyel ürünlerin Yıldız Holding grup şirketleri başta olmak üzere satış ve dağıtımını ve Eksper İhracat üzerinden yapılan ihraç kayıtlı satışlar olarak sıralanmaktadır.

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 pazar lideri konumundadır.

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. A1 Capital bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirmek hakkına sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. A1 Capital ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

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.

4- Ortaklık Yapısı

HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASI ORTAKLIK YAPISI				
	Halka Arz Öncesi Sermaye	Halka Arz Öncesi Sermaye Payı	Halka Arz Sonrası Sermaye	Halka Arz Sonrası Sermaye Payı
Yıldız Holding	105.600.000	33,00%	41.600.000	13,00%
Mustafa Latif Topbaş	70.400.000	22,00%	48.000.000	15,00%
Eaton Capital Fund	64.000.000	20,00%	41.600.000	13,00%
Ahmet Afif Topbaş	38.400.000	12,00%	22.400.000	7,00%
Zeki Ziya Sözen	16.000.000	5,00%	0	0,00%
Grosvenor Capital Fund	16.000.000	5,00%	16.000.000	5,00%
Firdevs Çizmeci	9.600.000	3,00%	6.400.000	2,00%
Halka Açık Kısım	0	0,00%	144.000.000	45,00%
Toplam	320.000.000	100%	320.000.000	100%

5- Temel Yatırım Unsurları

- Dinamik ve büyüyen Türkiye süt ve süt ürünleri sektörü
- Süt ve süt ürünleri pazarında lider konum
- Çeşitlendirilmiş süt ve süt ürünleri faaliyetleri
- Güçlü ürün ve marka portföyü
- Ülke çapında yaygın üretim, tedarik ve dağıtım ağı
- Operasyonel verimlilik
- Güçlü finansal performans

6- Finansal Tablolar

	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş		
VARLIKLAR	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2012
Dönen Varlıklar	744.583.441	565.607.302	529.377.833
Nakit ve Nakit Benzerleri	104.168.204	5.980.481	35.587.062
Ticari Alacaklar	329.981.211	355.075.564	301.993.640
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	224.115.241	229.344.464	195.447.449
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	105.865.970	125.731.100	106.546.191
Diğer Alacaklar	173.105.781	24.161.855	54.448.724
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	165.495.601	8.436.516	44.470.740
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	7.610.180	15.725.339	9.977.984
Stoklar	110.061.389	104.561.529	103.485.703
Peşin Ödenmiş Giderler	5.424.534	43.841.121	7.217.042
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Dönen Varlıklar	0	5.276.004	1.521.644
Diğer Dönen Varlıklar	9.768.418	26.710.748	25.124.018
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	12.073.904	0	0

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. A1 Capital bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. A1 Capital ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Duran Varlıklar	376.362.772	633.151.881	480.335.552
Diğer Alacaklar	3.018	178.492	7.570
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	3.018	178.492	7.570
Finansal Yatırımlar	0	10.011.292	10.011.292
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	20.760.000	19.805.000	24.793.825
Maddi Duran Varlıklar	350.223.902	512.907.196	420.248.216
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	68.080.000	0
Şerefiye	0	19.740.000	0
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	48.340.000	0
Peşin Ödenmiş Giderler	4.755.072	17.757.108	9.860.181
Ertelenmiş Vergi Varlığı	620.780	488.687	15.414.468
Diğer Duran Varlıklar	0	3.924.106	0
TOPLAM VARLIKLAR	1.120.946.213	1.198.759.183	1.009.713.385
Kısa Vadeli Yükümlülükler	416.387.098	562.017.207	520.746.088
Kısa Vadeli Borçlanmalar	9.770.773	80.519.381	193.619.014
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	806.699	104.344	774.130
Ticari Borçlar	213.824.846	238.952.737	168.661.658
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	5.468.953	7.793.578	14.250.299
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	208.355.893	231.159.159	154.411.359
Diğer Borçlar	171.706.399	183.471.056	142.317.188
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	171.706.399	181.693.883	142.317.188
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	0	1.777.173	0
Ertelenmiş Gelirler	1.194.636	10.755.985	598.374
Cari Vergi Yükümlülüğü	1.269.252	0	0
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4.887.170	24.994.470	3.877.356
Kısa Vadeli Karşılıklar	10.300.661	9.265.721	8.838.595
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	7.021.251	6.624.871	4.986.060
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	3.279.410	2.640.850	3.852.535
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.343.710	13.953.513	2.059.773
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Varlık Gruplarına İlişkin Yükümlülükler	282.952	0	0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	186.060.702	188.042.966	66.690.367
Uzun Vadeli Borçlanmalar	157.712.396	145.307.362	38.950.668
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	5.425.998	8.343.581	6.008.240
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	22.922.308	34.392.023	21.731.459
ÖZKAYNAKLAR	518.498.413	448.699.010	422.276.930
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	518.498.413	455.793.518	421.076.628
Ödenmiş Sermaye	70.000.002	70.000.002	70.000.002
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-63.481	-84.987	-84.987
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	22.971.631	22.541.631	20.904.712
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	392.934.345	320.608.141	298.080.504
Net Dönem Karı / (Zararı)	32.655.916	42.728.731	32.176.397
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0	-7.094.508	1.200.302
TOPLAM KAYNAKLAR	1.120.946.213	1.198.759.183	1.009.713.385

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. A1 Capital bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. A1 Capital ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

KAR VEYA ZARAR KISMI	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2012
Hasılat	2.040.560.940	1.749.037.630	1.419.283.518
Satışların Maliyeti (-)	(1.728.156.854)	(1.464.744.904)	(1.187.774.944)
BRÜT KAR/(ZARAR)	312.404.086	284.292.726	231.508.574
Satış Pazarlama ve Dağıtım Giderleri (-)	(172.077.427)	(157.749.018)	(134.450.555)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(33.969.549)	(33.280.721)	(27.840.746)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	(3.598.403)	(3.499.129)	(2.681.063)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	30.252.214	21.517.520	14.915.279
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(37.121.988)	(20.099.470)	(48.069.515)
ESAS FAALİYET KARI/(ZARARI)	95.888.933	91.181.908	33.381.974
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	11.097.947	14.238.227	7.108.044
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(648.587)	(7.513.938)	-
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI / (ZARARI)	106.338.293	97.906.197	40.490.018
Finansman Gelirleri	21.573.160	3.651.383	21.955.304
Finansman Giderleri (-)	(57.378.680)	(24.262.946)	(20.040.996)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/(ZARARI)	70.532.773	77.294.634	42.404.326
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri)/Geliri	(11.187.621)	(13.047.477)	(7.848.737)
-Dönem Vergi (Gideri)/Geliri	(6.172.892)	(85.893)	(4.972.841)
-Ertelenmiş Vergi (Gideri)/Geliri	(5.014.729)	(12.961.584)	(2.875.896)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/(ZARARI)	59.345.152	64.247.157	34.555.589
DURDURULAN FAALİYETLER DÖNEM KARI/(ZARARI)	(69.657.702)	(21.739.703)	(2.377.210)
DÖNEM KARI/(ZARARI)	(10.312.550)	42.507.454	32.178.379
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	(42.968.466)	(221.277)	1.982
Ana Ortaklık Payları	32.655.916	42.728.731	32.176.397

RASYOLAR	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2012
Cari Oran	1,79	1,01	1,02
(Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler)			
Likite Oran (Dönen Varlıklar – Stoklar – Diğer Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,46	0,69	0,75
Özkaynaklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	1,25	0,80	0,81
Özkaynaklar / Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,79	2,39	6,33
Özkaynaklar / Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler	0,86	0,60	0,72
Özkaynaklar / Kısa ve Uzun Vadeli Borçlanmalar	3,08	1,99	1,81
Kısa Vadeli Borçlanmalar / Toplam Varlıklar	0,01	0,07	0,19
Kısa ve Uzun Vadeli Yükümlülükler / Toplam Kaynaklar	0,54	0,63	0,58
Alacak Tahsil Süresi	59,02	74,10	77,66
Stok Devir Süresi	23,25	26,06	31,80
Borç Ödeme Süresi	45,16	59,54	51,83
NİS Döngüsü	37,11	40,61	57,64
NİS / Net Satışlar	11,09%	12,62%	16,69%
Brüt Kar Marjı	15,3%	16,3%	16,3%
Esas Faaliyet Kar Marjı	5,0%	5,1%	4,7%
Esas Faaliyet Kar Marjı	4,7%	5,2%	2,4%
(Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir / Gider Dahil)			
FAVÖK Marjı	5,0%	5,1%	4,7%
FAVÖK Marjı	6,3%	6,9%	4,1%
(Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir / Gider Dahil)			
FAVÖK Marjı	7,6%	7,8%	7,0%
(Düzeltilmiş; Bağışlar, Marka Kullanım Giderleri ve Teközel Komisyonları Eklenmiş)			
Faaliyet Giderleri / Net Satışlar	10,27%	11,12%	11,62%
Net Kar Marjı	1,60%	2,44%	2,27%
Özsermaye Karlılığı	6,30%	9,37%	7,64%

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. A1 Capital bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. A1 Capital ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

7- Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

Halka arz ortak satışı yöntemiyle gerçekleştirileceğinden Şirket lehine bir kaynak girişi olmayacaktır. Ortak satışı yoluyla elde edilecek olan kaynağın kullanımı paylarını halka arz eden ortakların tasarrufunda olacaktır.

8- Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

Değerleme Özeti

Ak Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporuna göre halka arz fiyatlamasında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi, Varlık Esaslı Şirket Değerlemesi ve Piyasa Çarpanları yöntemleri incelenmiş olup, halka arz fiyat aralığına teşkil eden değerler piyasa çarpanları yönteminde göre belirlenmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Yurtiçi ve yurtdışı makroekonomik göstergeler ile Şirketin faaliyet gösterdiği sektöre ve karlılığa ilişkin hammadde fiyatlarındaki değişikliklerin ürün fiyatına yansıtılması, tüketicinin satın alma gücü ve tercihlerindeki değişiklikler gibi bir takım öngörülemez ve Şirketin kontrolü dışında olan öngörüler içermesi sebebiyle İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi şirket değerinin belirlenmesinde kullanılmamıştır.

Varlık Esaslı Şirket Değerlemesi

Şirketin maddi ve maddi olmayan tüm varlıklarını oluşturan aktif ve pasiflerini, piyasa değeri veya uygun başka bir cari değerden hesaplayarak değer tespitini öngören varlık esaslı şirket değerlendirme yöntemi; ağırlıklı olarak gayrimenkul şirketleri, yatırım veya holding şirketleri ile faal durumda olmayan ve tasfiye halindeki şirketlerin değerlemesinde kullanıldığı, ayrıca Şirketin mevcut durumu yansıtarak şirketin üretim faaliyetlerinden elde ettiği katma değeri yansıtmadığı için Ak Gıda'nın değerinin hesaplanmasında kullanılmamıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

Ak Gıda'nın piyasa çarpanları yöntemine göre şirket değerinin hesaplanmasında;

- Firma Değeri / Net Satışlar (FD/S)
- Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK)
- Fiyat / Kazanç (F/K) çarpanları kullanılmıştır.

Piyasa çarpanları yöntemine göre şirket değerinin belirlenmesinde Ak Gıda'nın 31.12.2014 dönemine ait net satışlar, FAVÖK, net kar ve net borç verileri baz alınmıştır. Verilerde düzeltilmiş rakamlar kullanılmıştır.

Şirket Verileri (Milyon TL)	Net Kar	Satışlar	FAVÖK	Net Borç
31.12.2014	59,3	2.040,6	155,7	70,3

Şirket değerinin belirlenmesine baz alınacak çarpanlar olarak ise aynı sektörde faaliyet gösteren uluslararası benzer şirketler ile Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirket olan Pınar Süt'ün çarpanları dikkate alınmıştır.

Piyasa Çarpanları	F/K	FD/S	FD/FAVÖK
Yurtdışı Benzer Şirketler	31,7	1,6	15,3
Pınar Süt	17,2	1,2	17,0

Piyasa çarpanları analizi yönteminde Ak Gıda'nın piyasa değerinin hesaplanmasında uluslararası şirketlere %80, Pınar Süt'e ise %20 oranında ağırlıklandırma verilmiştir.

Şirket Değeri	F/K	FD/S	FD/FAVÖK	Tüm Çarpanların Ortalaması
Yurtdışı Benzer Şirketler	1.879	3.095	2.311	2.428
Pınar Süt	1.019	2.470	2.579	2.525

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. A1 Capital bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. A1 Capital ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Şirket Değeri (Ağırlıklandırılmış)	F/K	FD/S	FD/FAVÖK	Tüm Çarpanların Ortalaması
Yurtdışı Benzer Şirketler	1503	2476	1849	1943
Pınar Süt	204	494	516	405
Toplam	1707	2970	2365	2347

Piyasa çarpanlarına göre elde edilen 2,35 milyar TL'lik piyasa değeri ve şirketin 320 milyon TL'lik sermayesi doğrultusunda pay başına şirket değeri 7,33 TL'ye denk gelmektedir.

Halka arz iskontosu, halka arz fiyat aralığı olarak belirlenen 5,78 – 6,92 TL aralığına göre %21,1 ve %5,6 olarak hesaplanmıştır.

9- Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Ak Gıda'nın fiyat tespit raporunda yer alan bilgi ve verilerin yeterince açıklayıcı ve verilerle desteklenmiş olduğunu düşünmekteyiz.
- Şirket değerinin belirlenmesinde İNA yönteminin de gösterilerek, şirketin geleceğe ilişkin projeksiyonlarından oluşacak nakit akımlarının yatırımcıların bilgilendirilmesi açısından uygun olabileceğini düşünüyoruz.
- Varlık esaslı şirket değerlemesi yönteminin şirket değerinin tespitinde kullanılmamasını belirtilen gerekçeler doğrultusunda doğru bulmaktayız.
- Piyasa çarpanlarına göre şirket değerinin tespitinde F/K, FD/FAVÖK ve FD/S çarpanları kullanılmış olup, buna ek olarak Piyasa Değeri / Defter Değeri çarpanının da şirket değerinin belirlenmesinde dikkate alınabileceğini düşünmekteyiz.
- Yurtdışı benzer şirket çarpanlarından elde edilen değerlere %80 ağırlık verilmiş olup, yurt içinde tek benzer şirket olan Pınar Süt'e ise %20 ağırlık verilmiş olup, şirketin dahil olacağı Gıda, İçki Tütün Endeksi ile BİST – 100 çarpanlarının da şirket değerinin tespitinde kullanılmasının uygun olabileceğini düşünmekteyiz.

Şirketin düzeltilmiş finansal verilerinden hareketle BİST – 100 Endeksi, PNSUT ve Gıda İçki Tütün Endeksi ile Yurtdışı benzer şirketlerin güncel çarpanlarına göre F/K, PD/DD FD/FAVÖK ve FD/S çarpanlarına göre Ak Gıda için yapmış olduğumuz hesaplama aşağıda yer almaktadır.

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD/S	FD/FAVÖK
BİST - 100 Endeksi	12,75	1,55	1,08	9,98
Gıda İçki Tütün Endeksi	110,03	2,91	1,79	13,55
PNSUT	13,60	2,24	1,27	16,97
Yurtdışı Benzer Şirketler	29,89	3,13	1,53	13,27

Şirket Verileri (TL)	Net Kar	Özkaynaklar	Satışlar	FAVÖK	Net Borç
31.12.2014	59,3	518,5	2.040,6	155,7	70,3

Şirket Değeri (Milyon TL)	F/K	PD/DD	FD/S	FD/FAVÖK	Tüm Çarpanların Ortalaması
BİST - 100 Endeksi	756,6	804,6	2.138,9	1.484,2	1.296,1
Gıda İçki Tütün Endeksi	6.529,9	1.510,5	3.590,1	2.039,8	2.380,1
PNSUT	807,2	1.160,2	2.518,6	2.572,3	1.764,6
Yurtdışı Benzer Şirketler	1.774,0	1.622,9	3.041,6	1.996,0	2.108,6

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. A1 Capital bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. A1 Capital ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Gıda İçki Tütün Endeksi'nin F/K çarpanının uç değer olması sebebiyle çarpan ortalamasına dahil edilmemiştir.

Muhafazakar bir yaklaşımla belirtmiş olduğumuz tüm gruplar için %25'er ağırlıklandırma yapılarak şirket değeri 1,97 milyar TL karşılığı 6,17 TL'ye denk gelmekte olup, bu doğrultuda Ak Gıda için belirlenmiş 5,78 -6,92 TL halka arz fiyat aralığının makul olduğunu düşünmekteyiz.

	Şirket Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
Yurt Dışı Benzer Şirketler	2.108,6	25%	527,2
BİST - 100 Endeksi	1.296,1	25%	324,0
Gıda İçki Tütün Endeksi	2.380,1	25%	595,0
PNSUT	2.108,6	25%	527,2
Toplam Şirket Değeri			1.973,4
Halka Arz Fiyatı			6,17