

**AK GIDA**  
**Sanayi ve Ticaret A.Ş.**  
“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

**Mayıs 2015**

 **Ziraat Yatırım**

---

# İÇİNDEKİLER

<b>I. SEKTÖREL BİLGİ</b>	<b>3</b>
<b>II. ŞİRKET BİLGİLERİ</b>	<b>7</b>
<b>II. 1 Ortaklık Yapısı</b>	<b>8</b>
<b>II. 2 Üretim</b>	<b>8</b>
<b>II.3 Satışlar</b>	<b>11</b>
<b>III. FİNANSAL BİLGİLER</b>	<b>12</b>
<b>IV. DEĞERLENDİRME</b>	<b>14</b>

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ziraat Yatırım") tarafından hazırlanmıştır. Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Ak Yatırım") Konsorsiyum lideri olduğu Ak Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Ak Gıda veya Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Ak Yatırım'ın hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## I. Sektörel Bilgi

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

### I.1 Türkiye Süt ve Süt Ürünleri Sektörü

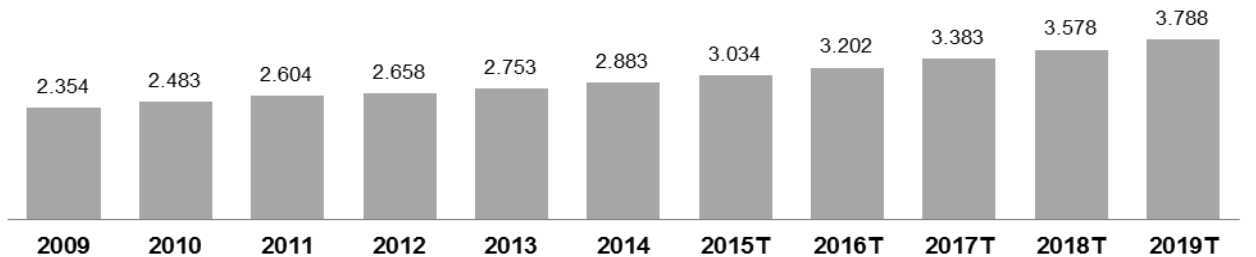
- ✓ Türkiye, dünyanın önde gelen süt üreticileri arasında yer almakta olup, 2012 yılı Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Örgütü ("FAO") verilerine göre dünyadaki en büyük 9. süt üreticisi konumundaki Türkiye'nin 2014 yılı TÜİK Hayvansal Üretim İstatistikleri verilerine göre 18,5 milyon ton çiğ süt üretimi bulunmaktadır.
- ✓ Euromonitor International verilerine göre, 2014 yılı itibarıyla, Türkiye, Batı Avrupa Bölgesi'nde yer alan ülkeler arasında, ambalajlı süt ve süt ürünleri sektöründe, 8,8 milyar TL sektör büyüklüğü ile 10. ülke konumunda olup, yaklaşık yıllık 3 milyon ton üretim miktarı ile ise en büyük 6. üretici ülke konumundadır.
- ✓ Euromonitor International verilerine göre, Türkiye Ambalajlı Süt ve Süt Ürünleri Pazarı, 2009-2014 yılları arasında, hacim bazında %4,1 YBBO ile Fransa, Almanya, İtalya ve Birleşik Krallık gibi ülkelere kıyasla daha hızlı bir büyüme sergilemiştir.
- ✓ Türkiye ile karşılaştırmalı olarak, seçilmiş bazı büyük ve gelişmiş pazarlardaki kişi başı yıllık ambalajlı süt ve süt ürünleri tüketiminin gelişimi yıllar itibarıyla, aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Yıllık (kişi/kg)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
Türkiye	32,9	34,2	35,3	35,6	36,4	37,7	39,3	41,1	43	45	74,2
ABD	105,8	104,7	102,4	101,6	100,7	99	98,2	97,5	97	96,7	95,9
Fransa	114	113,3	112,7	111,4	110,1	109,3	108,5	108	107,6	107,3	107,2
Almanya	115,8	115,8	116,3	115,9	115,7	115,8	115,8	115,7	115,5	115,2	114,8
İtalya	79,9	80,6	79,6	78,7	76,5	74,6	73,5	72,9	72,6	72,4	72,3
Birleşik Krallık	114,5	111,9	111,6	111,5	111,2	111,7	111,9	111,7	111,7	111,8	111,9

Kaynak: Euromonitor International

- ✓ Türkiye'deki kişi başı ambalajlı süt ve süt ürünleri tüketiminin gelişmiş ülkelerdeki seviyelerin çok gerisinde kaldığı görülmektedir. Euromonitor International'ın verilerine göre, 2014 yılı itibarıyla, Türkiye'deki kişi başı ambalajlı süt ve süt ürünleri tüketimi, ABD, Birleşik Krallık ve Batı Avrupa ülkeleri (Fransa, Almanya, İtalya ve Hollanda'nın ortalaması) gibi gelişmiş ülkeler ortalamasının yaklaşık %35'ine denk gelmektedir.
- ✓ Türkiye'de yıllar itibarıyla ambalajlı süt ve süt ürünleri pazarının hacim bazında büyüklükleri ve ilerleyen yıllardaki pazar büyüklüğü öngörülleri aşağıda gösterilmektedir:

#### Hacim (bin ton)



Kaynak: Euromonitor International

- ✓ Euromonitor International verilerine göre 2009-2014 yılları arasında hacim bazında %4,1 YBBO sergileyen süt ve süt ürünleri pazarının 2014-2019 yılları arasında da hacim bazında %5,6 YBBO ile büyüyeceği öngörülmektedir.

## I.2 Türkiye Süt ve Süt Ürünleri Sektörü'nün Büyümesini Destekleyen Unsurlar

- ✓ Türkiye'nin demografik özellikleri ve tüketici eğilimlerinin büyüme destekleyici etkisi.
  - Nüfus artışı, (Türkiye nüfusu 2014 yılsonu itibarıyla 77,6 milyona ulaşmıştır.)
  - Hızlı kentleşme,
  - Kişi başı artan gelir seviyesi ile artması beklenen tüketim harcamaları,
  - Artan eğitim seviyesi ve toplumda açık süt ve süt ürünleri tüketiminin sağlığı tehdit edici unsurlar içerdiğine dair artan bilinç,
  - Okul Sütü gibi programlar ve devlet tarafından finanse edilen sağlıklı beslenme konusunda bilinçlendirmeye yönelik programlar.
- ✓ Organize perakendenin artan payı,
  - 2012 ile 2014 yılları arasında, organize perakende (indirim marketler ve süpermarketlerden oluşmaktadır) geleneksel perakende karşısında pazar payı kazanmıştır. Şirket söz konusu eğilimin devam etmesini beklemektedir. Nielsen verilerine göre, 2012 yılı itibarıyla, geleneksel ve organize perakende, indirim marketleri hariç Türkiye toplamı, TL bazında, toplam perakende pazarının, sırasıyla, %19 ve %81'ini oluşturmuştur. 2014 yılsonu itibarıyla, geleneksel perakende pazarının, TL bazında, pazar payı %16'ya gerilemiş, organize perakendenin ise pazar payı ise %84'e yükselmiştir. 2012 yılsonu itibarıyla, indirim marketleri, toplam perakende pazarının %33'ünü oluştururken, 2014 yılsonu itibarıyla, %38'ini oluşturmuştur. Nielsen verilerine göre, 2011 yılsonu itibarıyla, toplam perakende pazarındaki satış nokta sayısı 11.641 iken, 2012, 2013 ve 2014 yılsonları itibarıyla, sırasıyla, 13.507, 15.022 ve 17.808'e yükselmiştir.
  - Türkiye organize perakende pazarında birçok firma faaliyet göstermektedir. Farklı kategorilerde faaliyet gösteren belli başlı oyunculara ilişkin mağaza sayıları aşağıda gösterilmiştir.

### Yüksek Perakende Zincirleri

Ulusal Perakende Zincirleri	Şok	Migros	Carrefour	Kiler	Kipa	Makro	Real
Mağaza Sayısı	2.226	908	340	200	188	176	12

### Yüksek İndirim ve İndirim Marketleri

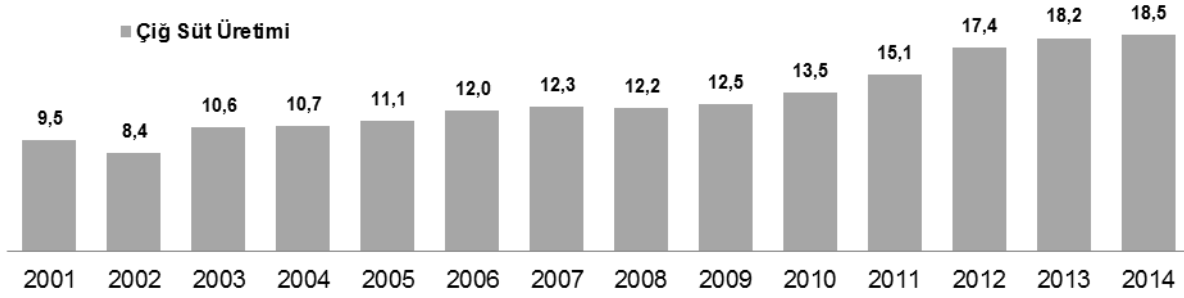
İndirim Marketleri	BİM	A101	UCZ	Hakmar Ekspres
Mağaza Sayısı	4.502	3.512	930	295

### Cash & Carry

Cash & Carry	Bizim Toptan	Metro	Tespo
Mağaza Sayısı	152	30	20

### I.3 Çiğ Süt Tedariki ve Fiyatının Belirlenmesine İlişkin Düzenleme

- ✓ Türkiye’de çiğ süt tedariki tek bir bölgeye bağlı olmaksızın birçok farklı bölgeden yapılabilmektedir. Ak Gıda, çiğ sütün %45’ini Marmara, %21’ini İç Anadolu, %16’sını Ege, %8’ini Akdeniz, %6’sını Doğu ve Güneydoğu ile %4’ünü Karadeniz Bölgesi’nden temin etmektedir.
- ✓ TÜİK Hayvansal Üretim İstatistikleri verilerine göre, Türkiye’de toplam çiğ süt üretimi, 2001 ve 2014 yılları arasında %5,3 YBBO ile artarak, 9,5 milyon tondan 2014 yılsonu itibarıyla 18,5 milyon tona yükselmiştir. Türkiye’deki çiğ süt üretiminin gelişimi yıllar itibarıyla aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.



Kaynak: TÜİK- Hayvansal Üretim İstatistikleri, 2014

- ✓ Türkiye’de 2008 yılından beri çiğ süt referans fiyatları, Ulusal Süt Konseyi tarafından belirlenmektedir.
- ✓ 31 Aralık 2012, 2013 ve 2014 itibarıyla, Ulusal Süt Konseyi tarafından belirlenen litre başı çiğ süt fiyatı, sırasıyla, 0,90 TL, 1,00 TL ve 1,15 TL tutarındadır. 1 Ocak 2015 ve 31 Mart 2015 tarihleri arasındaki süre için belirlenen litre başı çiğ süt fiyatı, 2014 yılı seviyesinde olup, 1,15 TL’dir.
- ✓ Genellikle, çiğ sütün taban fiyatı üzerine, sütün kalitesi, arz miktarı, üretici ve çiğ süt işleme tesisleri arasındaki mesafe ile yerel pazarlardaki rekabet gibi koşullara bağlı olarak ilave prim eklenmektedir.
- ✓ Çiğ süt fiyatı ile tüketici perakende süt fiyatı arasındaki fark 2010 yılında 1,12 TL iken bu fark 2014 yılında 1,59 TL’ye yükselmiştir (Kaynak: Ulusal Süt Konseyi).

### I.4 Süt ve Süt Ürünleri Kategorileri Hakkında Genel Bilgi

- ✓ 2014 yılı itibarıyla, Türkiye’de süt ve süt ürünleri tüketiminin, markalı, özel markalı ve münhasır markalı ürünler dâhil olmak üzere, ürün kategorileri bazında tutar ve hacim olarak kırılımı aşağıdaki grafiklerde gösterilmiştir.



(\* ) İndirim marketleri dâhil Türkiye toplamı  
Kaynak: Nielsen, Şirket Halka Arz İzahnamesi



(\* ) İndirim marketleri dâhil Türkiye toplamı  
Kaynak: Nielsen, Şirket Halka Arz İzahnamesi

## I.5 Sektörde Faaliyet Gösteren Firmalar

- ✓ 2013 yılı İSO 500 verilerine göre Türkiye'nin en büyük süt ürünleri şirketi olan Ak Gıda (2014 yılı İSO 500 verileri henüz açıklanmamıştır), Nielsen verilerine göre, markalı ürünleri dikkate alındığında, indirim marketleri hariç Türkiye toplamına göre, toplam markalı süt ve süt ürünleri pazarındaki en büyük 3. firma konumundadır.
- ✓ 2014 yılsonu itibarıyla, toplam markalı süt ve süt ürünleri pazarındaki en büyük üç oyuncu, pazarın yaklaşık %50'sini oluşturmuştur. Nielsen verilerine göre, 2012, 2013 ve 2014 yılları itibarıyla, markalı süt ve süt ürünleri pazarında faaliyet gösteren en büyük firmaların, TL bazında hesaplanan, indirim marketleri hariç Türkiye toplamı pazar payları yandaki tabloda gösterilmektedir.
- ✓ Şirket'in süt ve süt ürünleri pazarında başlıca rakipleri, süt, yoğurt, peynir ve ayran gibi çeşitli kategorilerde pazarda müşterilerce oldukça kabul görmüş olan ürünleri bulunan köklü markalardır.

Pazar Payları (%)	2012	2013	2014
Şirket1	22,1	24,1	24,3
Şirket2	15,3	14,6	14,8
<b>Ak Gıda*</b>	<b>9,9</b>	<b>9,9</b>	<b>9,8</b>
Şirket4	5,8	5,7	5,6
Şirket5	5,7	5,3	4,9
Şirket6	5,3	4,6	3,9
Şirket7	1,4	1,3	1,3
Şirket8	1,1	1	1,1
Şirket9	1	0,8	0,9
Diğer	32,5	32,7	33,5
<b>Toplam</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

(\*) Özel ve münhasır markalar hariç

Satış Hacmi ve Tutarı Bazında Pazar Payları (%)			
	2012	2013	2014
<b>Şirket 1</b>			
Satış Hacmine Göre	20,7	22,6	22,3
Satış Tutarına Göre	22,1	24,1	24,3
<b>Şirket 2</b>			
Satış Hacmine Göre	15	14,3	14,6
Satış Tutarına Göre	15,3	14,6	14,8
<b>Ak Gıda*</b>			
Satış Hacmine Göre	9,6	9,2	8,7
Satış Tutarına Göre	9,9	9,9	9,8

(\*) Özel ve münhasır markalar hariç

- ✓ Yandaki tabloda, 2012, 2013 ve 2014 yılları itibarıyla Ak Gıda ve en büyük iki rakibinin satış hacimleri ve satış tutarlarının markalı süt ve süt ürünleri pazarı içindeki payları gösterilmektedir.

## I.6 Sektördeki Rekabet ve Şirket'in Sektördeki Konumu

- ✓ Ak Gıda, tüm ürün segmentlerinde rekabetle karşılaşmaktadır. Rakipler, büyük çaplı ulusal ve uluslararası şirketler ile birtakım yerel ve bölgesel şirketleri kapsamaktadır. Şirket'in ürünleri, diğer markalı süt ürünleri, özel markalı ürünler, açık ürünler ve ketçap ve mayonez gibi süt ürünü harici ürünler ile rekabet etmekte olup, başlıca rekabet kriterleri arasında marka bilinirliği, kalite, yenilik, pazarlama programları, rekabetçi fiyatlar ve dağıtım ağı yer almaktadır.
- ✓ Ak Gıda, markalarını, iş süreçlerini, kalite kontrol sistemlerini, satış kanallarını ve müşteri hizmetlerini kendini rakiplerinden ayırtıran etkenler olarak değerlendirmektedir. Şirket, süt işleme kapasitesi ve birçok ürününün pazar payı bakımından Türkiye süt ve süt ürünleri pazarının önde gelen oyuncularındandır.
- ✓ Ak Gıda, çok parçalı bir yapıya sahip markalı süt ve süt ürünleri pazarında, Nielsen verilerine göre, 2014 yılı itibarıyla indirim marketleri hariç Türkiye toplamına göre, %9,8'lik pazar payı ile en büyük ilk üç oyuncu arasındadır.
- ✓ Aşağıda yer alan tablolar, farklı ürün kategorilerinde, Şirket'in pazar payının gelişimine ilişkin olarak tanınmış pazar araştırma şirketlerinden, IPSOS ve Nielsen tarafından toplanan verileri göstermektedir.

Satış Tutarı Bazında (%)	2012	2013	2014
<b>Ak Gıda</b>	<b>11,9</b>	<b>12,1</b>	<b>12,7</b>
UHT Süt	11,3	10,4	10,5
Yoğurt	11,1	11,2	11,6
Peynir	11,5	12,6	13,7
Ayran	13,4	12,1	13,4
Tereyağ	12,5	11,5	10,6

**Kaynak:** IPSOS (indirim marketleri ve horeca satışları hariç)

Satış Tutarı Bazında (%)	2012	2013	2014
<b>Ak Gıda</b>	<b>9,9</b>	<b>9,9</b>	<b>9,8</b>
UHT Süt	11,2	9,8	9,4
Yoğurt	8,4	8,3	7,4
Peynir	11,7	12,3	13,1
Ayran	10,6	10,6	10,2
Tereyağ	10,1	9,8	9,9

**Kaynak:** Nielsen (indirim marketleri hariç Türkiye toplamı ve horecasatışları hariç)

- ✓ Ak Gıda'nın 2012, 2013 ve 2014 yılları itibarıyla, farklı alt kategorilerde ürünler sunan, ana markaları bazında pazar paylarının gelişimi aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

(%)	2012	2013	2014
İçim	9,2	9,2	9,3
Dolcia	12,1	12,4	13
Smartt	20,7	21,7	22,5

**Kaynak:** Nielsen (indirim marketleri hariç Türkiye toplam ve horeca satışları hariç)

## II. Şirket Bilgileri

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- ✓ Ak Gıda, 1996 yılında, Akyazı Köy-Tür tesislerini satın alarak İçim markalı ürünler ve BİM için ürettiği özel markalı ürünler ile faaliyetlerine başlamıştır.
- ✓ Farklı tüketici eğilimleri ve taleplerini hedef alan süt ve süt ürünleri sektörünün çeşitli kategorilerinde faaliyet göstermektedir.
- ✓ Şirket, 1998 yılında, 1.500 ton günlük süt işleme kapasitesi ile Türkiye'deki en büyük süt işleme tesisi olan Sakarya'daki Pamukova Tesisi'ne taşınmış, 2000 yılında süt ve süt ürünlerinin ihracatı kayıtlı satışını yapmaya başlamıştır. 2007 yılında günlük 1.000 ton süt işleme kapasitesi ile süt, yoğurt, ayran ve peynir üretimi yapılan Karaman Tesisi'ni kuran Şirket, 2009 yılında da, günlük 500 ton süt işleme kapasitesi ile süt, yoğurt ve ayran üretimi yapılan Lüleburgaz Tesisi'ni hayata geçirmiştir.
- ✓ 2011 yılında ise günlük 500 ton süt işleme kapasitesi ile süt, yoğurt ve ayran üretimi yapılan Kahramanmaraş Tesisi'ni kuran Şirket 2012 yılında, 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.
- ✓ Türkiye'nin 5 farklı bölgesindeki 5 üretim tesisi, günlük 4.000 ton çiğ süt işleme kapasitesi ve %76 kapasite kullanım oranı ile güçlü bir üretim altyapısına sahiptir.
- ✓ Şirket'in bağlı ortaklıklarına ilişkin tablo aşağıda yer almaktadır.

Ticaret Unvanı	Faaliyetleri	İştirak Payı ve Sahip Olunan Oy Hakkı	31.12.2014 İtibariyle Sermaye Tutarı
Seher Gıda Pazarlama ve Tic. A.Ş.	Pazarlama ve Dağıtım	100%	5.000.000 TL
Karma Gıda San. ve Tic. A.Ş.*	Bilumum Gıda Maddeleri Üreten Firmaların Sermayelerine İştirak Etmek	100%	4.000.000 TL

(\*) Şirket'in bağlı ortaklığı Karma Gıda ile ilgili kısmi bölünme işlemleri başlamış olup, bu bölünmenin 2015 yılı içerisinde tamamlanması planlanmaktadır.

- ✓ Seher Gıda tüm ürünlerini başta İstanbul, Ankara, İzmir olmak üzere, bölge müdürlükleri vasıtası ile Türkiye geneline yayılmış distribütörlükleri ve zincir mağazalar satış grubu kanalından, büyük, orta ölçekli marketler ile geleneksel kanallara ulaştırmaktadır.

## II.1 Ortaklık Yapısı:

- ✓ Şirket'in mevcut ortaklık yapısı ve halka arz sonrası oluşması planlanan ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır:

Ortaklık Yapısı						
Pay Sahipleri	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Edilecek Paylar		Halka Arz Sonrası	
	Nominal Değer (TL)	Oran	Nominal Değer (TL)	Oran	Nominal Değer (TL)	Oran
Yıldız Holding	105.600.000	33,00%	64.000.000	20,00%	41.600.000	13,00%
Mustafa Latif Topbaş	70.400.000	22,00%	19.027.027	5,95%	51.372.973	16,05%
Eaton Capital Fund	64.000.000	20,00%	32.000.000	10,00%	32.000.000	10,00%
Ahmet Afif Topbaş	38.400.000	12,00%	10.378.378	3,24%	28.021.622	8,76%
Zeki Ziya Sözen	16.000.000	5,00%	16.000.000	5,00%	-	-
Grosvenor Capital Fund	16.000.000	5,00%	-	-	16.000.000	5,00%
Firdevs Çizmeci	9.600.000	3,00%	2.594.595	0,81%	7.005.405	2,19%
Halka Açık	-	-	-	-	144.000.000	45,00%
<b>Toplam</b>	<b>320.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>144.000.000</b>	<b>45,00%</b>	<b>320.000.000</b>	<b>100,00%</b>

Kaynak: İzahname

## II.2 Üretim

- ✓ Ak Gıda, Türkiye'de bulunan beş üretim tesisinde toplam 4.000 ton günlük işleme kapasitesi ile Türkiye'nin en büyük süt işleyicisi olup, Avrupa'nın da en büyüklerinden biridir.
- ✓ Şirket'in süt işletme kapasitesi, Türkiye'deki toplam süt işleme kapasitesinin %12'sini oluşturmaktadır.
- ✓ 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'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 de dâhil olmak üzere, 325 adet stok kaleminden oluşmaktadır.

### II.2.1 Ürünler

- ✓ 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 ürünleri nüfusun tüm yaş ve ekonomik segmentlerini hedef alacak şekilde tasarlanmıştır. Süt kategorisi (UHT süt, aromalı süt, pastörize süt ve fonksiyonel süt), yoğurt kategorisi (homojen 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 ise 2014 yılı itibarıyla %32,0'dir.
  - ✓ Ev tüketimini hedefleyen üretimin yanı sıra, Şirket, ürünlerinin bir kısmını, çikolata ve şeker üreticileri ile okullar da dahil 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. Hükümet programı kapsamında okullara yapılan UHT süt satışları da endüstriyel kategori içerisinde yer almaktadır.
  - ✓ Markalar
    - **İçim ve Dolcia Markaları:** Şirket, UHT sade süt, UHT yarım yağlı süt, aromalı süt, şişe süt, pastörize süt de dâhil olmak üzere birçok farklı süt çeşidi sunmaktadır. İçim Süt, ilk üç rakibinin ardından süt kategorisinde dördüncü en büyük marka konumundadır (Kaynak: GFK). Ak Gıda, homojenize yoğurt, kaymaklı yoğurt, yarım yağlı yoğurt, süzme yoğurt ve light yoğurt da dâhil olmak üzere muhtelif yoğurt çeşitleri üretmektedir. İçim Yoğurt, tutar bazında yoğurt kategorisindeki en büyük üçüncü marka konumundadır (Kaynak:GFK). Şirket hem beyaz peynir hem de kaşar peynir kategorilerinde marka bilinirliği açısından ikinci sırada iken, krem peynir kategorisinde marka bilinirliği açısından üçüncü sırada yer almaktadır (Kaynak: GFK). Şirket'in peynir üretimi, ürün kategorileri arasındaki en yüksek katma değere sahiptir. İçim Ayran, ayran kategorisi içerisinde marka bilinirliği bakımından ikinci sırada yer almaktadır.
    - Şirket'in ayrıca aromalı sütler, büyüme küpleri, dondurma ve çikolata çeşitlerinden oluşan çocuklara yönelik bir ürün kolu da bulunmaktadır. Şirket çocuklara yönelik ürünlerini çoğunlukla **Smartt markası** altında satmaktadır.
    - **Dost Markası:** Ak Gıda, Dost markası altında yoğurt, süt, ayran ve peynir üretmektedir. Dost markası altında üretilen bu ürünler, Türkiye'nin 80 ilinde, 4.502 mağazası bulunan ve Türkiye'nin önde gelen yüksek indirim marketi olan BİM'e satılmaktadır. Ak Gıda, Dost markalı süt ve süt ürünlerinin, 2014 yılı itibarıyla, kendi ürettiği ürün kategorileri kapsamında yaklaşık %60'ının üretimini gerçekleştirmektedir.
    - **Mis Markası:** Ak Gıda, "Mis" markası altında yoğurt, süt, peynir, tereyağı, ayran, krema gibi ürünler üretmektedir. Mis markası altında üretilen bu ürünler Teközel aracılığı ile Şok'a satılmaktadır. Teközel ise Türkiye'deki ilk özel markalı ürün tedarik şirketlerindedir. Şok'un Türkiye çapında 70 ilde 2.226 mağazası bulunmaktadır.
    - **Diğer Markalı ve Özel Markalı Ürünler:** Ak Gıda, diğer markalarına ek olarak, Halk markası altında süt ve kaşar, Bizim Mutfak markası altında ketçap, mayonez, reçel ve bal üretmekte ve satmaktadır. Şirket'in üretimini yaptığı bu markalar, Yıldız Holding iştiraklerine aittir.
- BİM için Dost markası dışında üretilen diğer özel markalar; beyaz peynir ve kaşar peyniri markası olan "Aknaz"; labne peynir, krem ve beyaz peynir markası olan "Kerem," puding markası olan "Daphne" ile "Dostino" ve "Pervin" olarak sıralanmaktadır.
- **Endüstriyel ürünler:** Ak Gıda ayrıca konsantre süt, aromalı süt, süt tozu, peynir altı suyu tozu, krema, tereyağı, okul sütü ve labne peynir (az miktarda) dâhil olmak üzere çeşitli endüstriyel ürünler üretmekte ve bu ürünleri çikolata ve şekerleme üreticileri ile okul sütü projesi dâhil sayısı 25'i aşan endüstriyel müşteriye satmaktadır.

## II.2.2 Hammadde ve Tedarikçiler

- ✓ Ak Gıda, üretim tesislerinin konum olarak çiğ süt toplama merkezlerine yakın olması sayesinde önemli bir lojistik avantaja sahiptir. Şirket, çiğ süt tedarikçilerinin süt toplama merkezlerinde bulunan soğutma tanklarından günde bir kez çiğ süt toplamaktadır.
- ✓ Şirket 2014 yılı itibarıyla Şirket çiğ süt tedarikini 45 şehirde yaklaşık 40.000 tedarikçiden sağlamıştır.
- ✓ Ak Gıda, 2014 yılında günlük ortalama 2.789 tondan toplam 1,1 milyon ton çiğ süt tedarik etmiştir.
- ✓ 2014 itibarıyla, Şirket'in en büyük on çiğ süt tedarikçisi toplam süt tedarikinin %23'ünü oluşturmuştur. Şirket'in, çiğ süt tedarikçilerinin yaklaşık %50'si ile arasındaki ilişki 2008 yılı ve öncesindeki döneme dayanmakta olup, bu yüzde 2011 yılı ve öncesi için %61'e çıkmaktadır. Bu durum, Şirket'in çiğ süt tedarikinde yakalamış olduğu istikrarın göstergesidir. Ak Gıda'nın satın alım gücüne ek olarak, tedarikçileri ile kurduğu uzun vadeli ve güçlü ilişkiler, Şirket'e önemli bir rekabet avantajı sağlamaktadır.
- ✓ Şirket ayrıca, çiğ süt depolamak, kalite istikrarını sağlayabilmek amacıyla bu tedarikçilerde kendi soğutma tanklarını kurmaktadır. 31 Aralık 2014 itibarıyla, Şirket, beş bölgedeki 56 adet bağımsız çiftlikte ve 650 adet kooperatifte bulunan 706 adet soğutma tankına sahiptir.
- ✓ Ak Gıda, çiğ süte ek olarak, 204 adedi yerli ve 45 adedi yabancı olmak üzere toplam 249 adet tedarikçiden ambalaj, maya, kültür, kakao, tatlandırıcı ve yüksek fruktozlu mısır şurubu gibi diğer ham maddeleri de satın almaktadır.

## II.2.3 Tesisler

- ✓ Ak Gıda'nın çiğ süt tedarikçilerine yakın konumlarda bulunan Pamukova, Karaman, Lüleburgaz, Kahramanmaraş ve Aydın'da olmak üzere beş adet süt işleme tesisi bulunmaktadır. Şirket, üretim tesislerinin üzerinde bulunduğu gayrimenkullerin malikidir.
- ✓ Şirket'in tesislerinin yerleri ile çiğ süt tedarikçilerinin coğrafi kapsama alanları haritada gösterilmiştir.

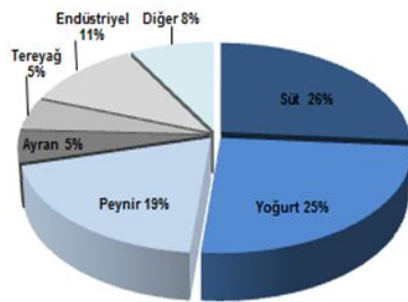


Yer	Ana Ürünler	Alan (m <sup>2</sup> )	Çalışan Sayısı	Kuruluş Yılı	İşleme Kapasitesi (ton/gün)
Pamukova	Süt, ayran, kefir, labne, homojenize yoğurt, kaymaklı yoğurt, tatlı, taze peynir, diğer sürülebilir peynirler, süzme beyaz peynir, süt tozu ve krema, tereyağı, keçap ve mayonez	286.731	1.173	1996	1.500
Karaman	Süt, süzme beyaz peynir, kaşar peyniri, homojenize yoğurt, ayran, süt tozu, peynir altı suyu ve tereyağı	93.927	363	2007	1.000
Lüleburgaz	UHT süt, homojenize yoğurt ve ayran	47.466	152	2009	500
Kahramanmaraş	UHT süt, homojenize ve kaymaklı yoğurt, bardak ve şişe ayran	51.136	178	2011	500
Aydın	Beyaz peynir, kaşar peyniri, süt tozu, konsantre süt (yarı mamul olarak), peynir altı suyu tozu	60.000	200	2013	500

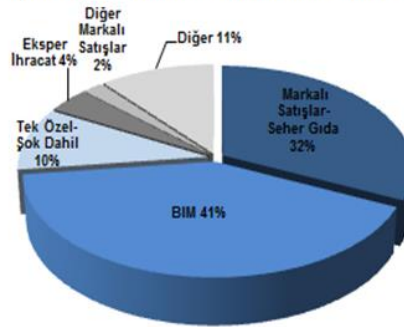
### II.3 Satışlar

- ✓ 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, Yıldız Holding A.Ş. iştirakleri olan, Ekspert 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 koordinasyonuyla Şok ve diğer zincirlere satış ve dağıtımını, endüstriyel ürünlerin Yıldız Holding grup şirketleri başta olmak üzere satış ve dağıtımını ve Ekspert İhracat üzerinden yapılan ihraç kayıtlı satışlar olarak sıralanmaktadır.

**Net satışların ürün kategorileri bazında kırılımı – 2014 (%)**



**Net satışların kanal bazında kırılımı – 2014 (%)**



### III. FİNANSAL BİLGİLER

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

TL	2012/12	2013/12	2014/12
	Konsolide	Konsolide	Konsolide
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>529.377.833</b>	<b>565.607.302</b>	<b>744.583.441</b>
Hazır Değerler(Nakit ve Nakit Benzerleri)	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	0	0	12.073.904
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>480.335.552</b>	<b>633.151.881</b>	<b>376.362.772</b>
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
<b>TOPLAM AKTİFLER</b>	<b>1.009.713.385</b>	<b>1.198.759.183</b>	<b>1.120.946.213</b>
<b>Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar</b>	<b>520.746.088</b>	<b>562.017.207</b>	<b>416.387.098</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar (Finansal Borçlar)	193.619.014	80.519.381	9.770.773
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli 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
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	3.877.356	24.994.470	4.887.170
Kısa Vadeli Karşılıklar	8.838.595	9.265.721	10.300.661
<b>Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar</b>	<b>66.690.367</b>	<b>188.042.966</b>	<b>186.060.702</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar (Finansal Borçlar)	38.950.668	145.307.362	157.712.396
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	6.008.240	8.343.581	5.425.998
Ertelenen Vergi Yükümlülüğü	21.731.459	34.392.023	22.922.308
<b>Özkaynaklar</b>	<b>422.276.930</b>	<b>448.699.010</b>	<b>518.498.413</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>421.076.628</b>	<b>455.793.518</b>	<b>518.498.413</b>
Ödenmiş Sermaye	70.000.002	70.000.002	70.000.002
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	20.904.712	22.541.631	22.971.631
Geçmiş Yıl Karları/Zararları	298.080.504	320.608.141	392.934.345
Dönem Net Karı	32.176.397	42.728.731	32.655.916
<b>TOPLAM PASİFLER</b>	<b>1.009.713.385</b>	<b>1.198.759.183</b>	<b>1.120.946.213</b>

GELİR TABLOSU (TL)	2012/12	2013/12	2014/12
	Konsolide	Konsolide	Konsolide
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)
<b>Brüt Kar</b>	<b>231.508.574</b>	<b>284.292.726</b>	<b>312.404.086</b>
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 ve Geliştirme Giderleri (-)	(2.681.063)	(3.499.129)	(3.598.403)

---

Esas Faaliyetlerden Gelirler	14.915.279	21.517.520	30.252.214
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(48.069.515)	(20.099.470)	(37.121.988)
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>33.381.974</b>	<b>91.181.908</b>	<b>95.888.933</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelirler	7.108.044	6.724.289	10.449.360
<b>Finansman Gelir/Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>40.490.018</b>	<b>97.906.197</b>	<b>106.338.293</b>
Finansman Gelir/Giderleri (net)	1.914.308	(20.611.563)	(35.805.520)
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı</b>	<b>42.404.326</b>	<b>77.294.634</b>	<b>70.532.773</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri</b>	<b>(7.848.737)</b>	<b>(13.047.477)</b>	<b>(11.187.621)</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı</b>	<b>34.555.589</b>	<b>64.247.157</b>	<b>59.345.152</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Dönem Zararı</b>	<b>(2.377.210)</b>	<b>(21.739.703)</b>	<b>(69.657.702)</b>
<b>Dönem Net Karı Zararı</b>	<b>32.178.379</b>	<b>42.507.454</b>	<b>(10.312.550)</b>

---

## IV. Değerlendirme

Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ak Yatırım") tarafından hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmış olan "Ak Gıda Fiyat Tespit Raporu"nda çarpan analizi kullanılmış olup, bu analiz kabul görmüş bir değerlendirme yöntemidir.

Raporda, yurtiçi ve yurtdışı makroekonomik göstergeler ile Ak Gıda'nın 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 dışında olan öngörüler içermesi gerektiği için İndirgemiş Nakit Akımlar Analizi'nin kullanılmadığı ifade edilmiştir.

### Çarpan Analizi

Konsorsiyum lideri olan Ak Yatırım tarafından hazırlanan raporun çarpan analizi kısmında, BIST'de süt ve süt ürünleri sektöründe işlem gören tek şirket olan Pınar Süt ve uluslararası benzer şirketler dikkate alınmıştır. Pınar Süt yurtiçinde işlem gören tek süt ve süt ürünleri şirketi olduğu için uluslararası firmalar daha ağırlıklı olarak dahil edilmiştir. Bu doğrultuda çarpan analizi yöntemiyle Ak Gıda'nın piyasa değerinin hesaplanmasında uluslararası şirketler %80, Pınar Süt ise %20 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Değerleme çalışmasında FD/ Satışlar çarpanı, FD/FAVÖK çarpanı ve F/K çarpanı yöntemleri ile AK Gıda'nın piyasa değeri hesaplanmış ve bu yöntemlerin ortalaması alınarak nihai piyasa değeri tespit edilmiştir. Aşağıda Ak Yatırım tarafından hazırlanan raporda benzer şirket karşılaştırılmasına dahil edilen süt ve süt ürünleri sektöründe faaliyet gösteren halka açık şirketler, faaliyet alanları ve çarpan analizi yöntemine baz oluşturan çarpan değerleri yer almaktadır.

Benzer Uluslararası Firma	Ülke	FD/Satışlar (x)	FD/FAVÖK (x)	F/K (x)
Juhayna Food Industries	Mısır	2,9	19,7	32,0
Almarai Co	Suudi Arabistan	-	23,7	41,5
Danone	Fransa	2,4	16,2	37,9
Dean Foods Co	ABD	0,3	17,1	-
Inner Mongolia Yili	Çin	3,3	-	51,2
Dairy Crest Group	Birleşik Krallık	0,7	10,7	15,6
Grupo Lala	Meksika	1,7	13,8	26,6
Emmi AG	İsviçre	0,7	10,0	25,0
China Mengniu Dairy Co	Çin	1,6	20,7	34,6
Bongrain SA	Fransa	0,3	5,9	20,7

**Ortalama** **1,6** **15,3** **31,7**

Benzer Yurtiçi Firma	Ülke	FD/Satışlar (x)	FD/FAVÖK (x)	F/K (x)
Pınar Süt	Türkiye	1,2	17,0	17,2

Değerleme çalışmasında kullanılan üç çarpan yöntemi eşit oranda ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Söz konusu ağırlıklandırma ile Ak Gıda'nın ortalama piyasa değeri 2.347 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

	Benzer Uluslararası Şirketler	Pınar Süt	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
	<b>80%</b>	<b>20%</b>	
<b>Ağırlık</b>			
FD/Satışlar çarpanına göre Piyasa Değeri (mn TL)	3.095	2.470	<b>2.970</b>
FD/FAVÖK çarpanına göre Piyasa Değeri (mn TL)	2.311	2.579	<b>2.365</b>
F/K çarpanına göre Piyasa Değeri (mn TL)	1.879	1.019	<b>1.707</b>
<b>Ortalama Piyasa Değeri (mn TL)</b>			<b>2.347</b>
Nominal Sermaye Tutarı (mn TL)			320
Birim Hisse Fiyatı (TL)			7,33

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, Ak Yatırım

Hesaplanan ortalama piyasa değerine göre Ak Gıda'nın iskonto öncesi birim hisse fiyatı 7,33 TL olarak tespit edilmiştir. Halka arz iskontosu, halka arz fiyat aralığı olarak belirlenen 5,78 TL-6,92 TL aralığına göre sırasıyla %21,1 ve %5,6 olarak hesaplanmaktadır.

Ziraat Yatırım olarak yaptığımız analizde, konsorsiyum lideri olan Ak Yatırım tarafından hazırlanan raporda kullanılan uluslararası şirketler ile yurtiçinde Pınar Süt baz olarak alınmış ve aynı çarpanlar kullanılmıştır. Uluslararası şirketler ile yurtiçi benzer şirkete (Pınar Süt) %50-50 eşit ağırlık vererek yaptığımız analizde birim hisse fiyatı 6,0 TL olarak bulunmuş olup, bu değer halka arz fiyat aralığı içinde yer almaktadır.

Seçilmiş Çarpanlara Göre*	mn TL	Hisse Birim Fiyat
FD/Satış'a göre	2.277	7,1 TL
FD/FAVÖK'e göre	2.260	7,1 TL
F/K' ya göre	1.215	3,8 TL
<b>Ortalama</b>	<b>1.917</b>	<b>6,0 TL</b>

%50 Uluslararası Şirketler %50 Pınar Süt Olarak Ağırlıklandırılmış

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. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.