

Ak Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Süt ve süt ürünleri üretimi

04 Mayıs 2015

Bu rapor, OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Ak Yatırım") Ak Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Ak Gıda" ya da "Şirket") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin analist raporudur.

Ak Gıda hakkında özet bilgi

1996 yılındaki kuruluşundan günümüze BİM'e özel markalı süt ve süt ürünleri üretimi yapan şirket, 2012'de Mis markalı ürünlerle Şok için münhasır üretime başlaması ve kendi markalarının da etkisiyle günümüzde yıllık yaklaşık 1.1mn ton süt kullanımıyla Türkiye'nin en büyük süt işleyicisidir. Günlük 4,000 ton çiğ süt işleme kapasitesi ve %76 kapasite kullanım oranıyla şirket, ülke genelindeki 5 üretim tesisinde (Lüleburgaz, Pamukova, Aydın, Karaman, Kahramanmaraş) üretim yapmaktadır. Geniş coğrafyada süt toplama, büyük ölçekli operasyon ve güçlü satış kanalları şirketin önemli özelliklerindedir. Şirket, çiğ süt tedarikini 45 şehirde yaklaşık 40.000 tedarikçiden sağlamaktadır. Son yıllarda devam eden bilinçlenmeyle tüketicinin paketli ürünlere yönelmesi ve Türk halkının özellikle peynir ve yoğurt tüketimine düşkünlüğü önemlidir. Buna rağmen Türkiye'deki kişi başına düşen ambalajlı süt ve süt ürünleri tüketimi, ABD, İngiltere ve Batı Avrupa ülkeleri gibi gelişmiş ülkeler ortalamasının yaklaşık %35'i seviyesindedir.

2014 verilerine göre şirketin satışlarının yaklaşık %41'i BİM ve %10'u Teközel vasıtasıyla Şok'a yapılan satışlar kaynaklıdır. Markalı satışlardan sorumlu Seher Gıda'nın toplam satışlardaki payı %32'dir. Şirketin ürün portföyü İçim, Dolcia ve Smartt gibi markalı ürünler ve zincirler için üretilen özel ve münhasır markalı ürünlerden oluşmaktadır. 325 stok kaleminden oluşan ürün portföyüyle şirket, indirim marketleri ve Horeca hariç Nielsen verilerine göre %9,8 Pazar payıyla üçüncü, IPSOS verilerine göre %12,7 Pazar payıyla ikinci sıradadır. Türkiye'deki toplam ambalajlı süt ve süt ürünleri pazarı ele alındığında şirket %24'lük pazar payıyla ilk sıradadır.

6-7-8 Mayıs tarihlerinde talep toplaması gerçekleşecek olan Ak Gıda'nın halka arzı tamamıyla ortak satışı şeklinde olacaktır. Halka arz sonrası şirketin halka açıklığı ek satış hariç %45 olacaktır. Tespit raporundaki fiyat aralığına (TL5,78-6,92) göre, halka arz edilen kısmın piyasa değerinin 832-996mn TL aralığında oluşması beklenmektedir.

Halka arz bilgileri

Halka arz fiyat aralığı	5.78-6.92 TL
Halka arz öncesi sermaye	320 milyon TL
Halka arz sonrası sermaye	320 milyon TL
Halka arz oranı	Tamamı ortak satışıyla %45
Halka arz sonrası piyasa değeri	1.85-2.21 milyar TL
Halka arz büyüklüğü	832-996 mn TL

Tahsis grupları

Yabancı kurumsal	%70
Yerli bireysel ve kurumsal	%30

Satmama taahhüdü	180 gün
Fiyat istikrarı	30 gün süreyle
Talep toplama zamanı	6-7-8 Mayıs

Ak Gıda mn TL	2012	2013	2014
Satışlar	1,419	1,749	2,041
Brüt kar	232	284	312
FAVÖK	99	136	156
Net diğer gelirler	-33	1	-7
Net finansal giderler	2	-21	-36
VÖK	42	77	71
Vergi	-8	-13	-11
Durdurulan faal. zararı	-2	-22	-70
Net kar	32	43	-10
Toplam varlıklar	1,010	1,199	1,121
Nakit	36	6	104
Ticari alacaklar	302	355	330
Stoklar	103	105	110
MDV	420	513	350
Kv finansal borç	194	81	11
Ticari borçlar	169	239	214
Uv finansal borç	39	145	158
Özsermaye	422	449	518

Ak Gıda'nın finansalları hakkında özet bilgi

2014 cirosunun segment bazında kırılımı açısından süt ve yoğurt kategorisi yaklaşık %57, peynir ve tereyağ vb %32, endüstriyel ürünlerse %11 pay sahibidir. Yine 2014 verilerine göre ihracatın şirket gelirlerindeki payı %4'le hali hazırda düşük olsa da gelecekte mühim potansiyel oluşturabilir. Labne ve krema ağırlığıyla Suudi Arabistan, Irak, Kuveyt ve BAE, Ak Gıda'nın 2014 ihracatının %81'ini oluşturmaktadır.

Ak Gıda'nın satış hacmi ve gelir büyümesi 2012-2014 arasında yıllık bazda ortalama %9 ve %20 olarak gerçekleşmiştir. 2014 satışları TL2,04 milyar olan şirketin brüt marjı çığ süt fiyatlarındaki dalgalanmalar ve ürün miksinden etkilenmektedir. Brüt marj 2012 ve 2013 yıllarındaki %16,3 seviyesinden çığ süt fiyatlarındaki artışın etkisiyle 2014'te %15,3'e gerilemiştir. Bunun yanı sıra şirketin ölçek ekonomisi sayesinde operasyonel giderler/satış oranı 2012'deki %11,6 seviyesinden 2014'te %10,3'e gerilemiştir. Fiyat tespit raporundaki TL156mn'luk 2014 FAVÖK hesabı bağışlar (TL19mn), Teközel komisyonları (TL4mn) ve marka kullanım gideri (TL3mn) düzeltmelerini içermektedir. Rakam, 2014 için %7,6'lık FAVÖK marjına ve 2012-2014 arasında yıllık bazda ortalama %25'lik VAFÖK artışına işaret etmektedir. 2012 ve 2013'teki karşılaştırılabilir marjlar sırasıyla %7 ve %7,8'dir. Şirketin 2012,2013 ve 2014 bağış miktarları sırasıyla TL36mn, TL9mn ve TL19mn'dur ve gelirlere payı %2,6, %0,5 ve %0,9'dir.

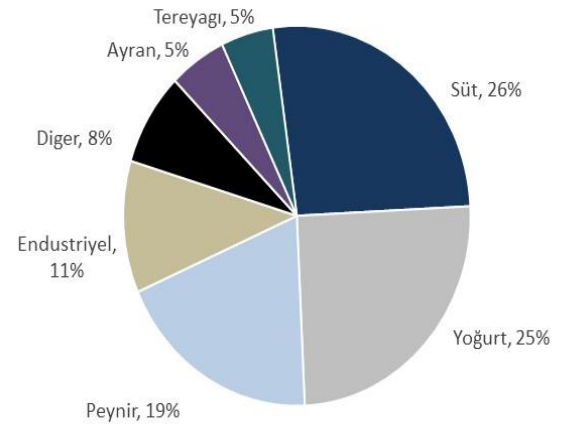
Şirket, 8 Aralık 2014'te Bahar Su, Aytaç Gıda, Avrasya Et ve Aktül Kağıt'tan oluşan süt dışı faaliyetlerini bünyesinden çıkarmıştır. Durdurulan faaliyetlerden zararlar 2012, 2013 ve 2014'te sırasıyla TL2,4mn, TL21,7mn, TL69,7mn'dur. Bu rakam, Ak Gıda'nın 2014 net zararının TL10mn olmasında etkili olmuştur.

Gerçekleştirilen yatırım harcamaları 2012, 2013, 2014 yıllarında kasa ve palet haricinde sırasıyla TL64mn, TL40mn ve TL72mn'dur. Son iki yılda ağırlıklı olarak Aydın ve Pamukova tesislerine yatırımlar yapılmış ve şirketin özkaynaklarıyla finanse edilmiştir.

Şirketin 2014 sonu nakdi TL104mn, ilişkili taraflardan ticari olmayan alacakları TL17mn, borcu TL168mn ve süt dışı alanlardaki bağlı ortaklık satışından kaynaklanan TL148mn'luk ticari olmayan alacaklar kaynaklı net borç TL219mn'dur. Bu ticari alacak rakamı düzeltilmiş net borç TL70mn'dur. Fiyat tespit raporu değerlendirme bölümünde de bu düzeltilmiş borç kullanılmıştır.

Daha önceki yıllarla bağlı ortaklık satışı sebebiyle karşılaştırılamaz olan net işletme sermayesi 2014 sonunda TL226mn'dur (ticari alacaklar TL330mn, stoklar TL110mn, ticari borçlar TL214mn). Net işletme sermayesi/ satışlar oranı yaklaşık %11'dir.

Ak Gıda 2014 Ciro kırılımı



Ak Gıda, mn TL	2012	2013	2014
Net satışlar	1419	1749	2041
Esas faaliyet karı	33	91	96
Amortisman	25	30	34
Bağışlar	25	30	34
Teközel komisyonları	36	9	19
Marka kullanım gideri	2	2	3
Düzeltilmiş FAVÖK	99	136	156
FAVÖK marjı	7%	7.80%	7.60%

mn TL	Ak Gıda 2014	Pınar Süt 2014
Net satışlar	2041	940
2012-2014 YBBO	19.90%	13.70%
Brüt kar	312	158
Brüt kar marjı	15.3%	16.8%
FAVÖK*	156	69
2012-2014 YBBO	25.10%	2%
FAVÖK marjı	7.6%	7.3%
Süred. faal. net kar**	59	67
Net kar marjı	2.9%	7.1%
Net borç*	70	24

Kaynak: Ak Yatırım fiyat tespit raporu, * düzeltilmiş, ** tek seferlik ve durdurulan faaliyetlerden giderler düzeltilmiş

Değerleme Yöntemleri ve Fiyat Tespiti

Ak Yatırım raporunda, Ak Gıda'nın halka arzı için belirlemiş olduğu fiyat aralığını TL5,78-6,92 olarak açıklamıştır. İndirgenmiş nakit akımları (İNA) değerlendirme metodunun rapora dahil edilmemiş olduğunu görüyoruz. Tespit raporundaki TL7,33'lük fiyata piyasa çarpanları yöntemiyle ulaşılmıştır. Kullanılan ve eşit ağırlıklandırılmış üç çarpan FD/ Satışlar, FD/ FAVÖK ve F/K'dır. 2014 verileri esas alınan analizde uluslararası şirketlere %80, borsa şirketlerinden Pınar Süt'e %20 ağırlık verilmiştir.

Tespit raporundaki benzer şirket çarpanları analizine göre eşit ağırlıklandırılan FD/FAVÖK, FD/FAVKÖK ve F/K çarpanlarına göre piyasa değeri TL2.347mn ve hisse başına değer TL7,33'e denk gelmektedir. Halka arz iskontosu, halka arz fiyat aralığı olarak belirlenen aralığa göre %21,1 ve %5,6 olarak hesaplanmıştır.

Raporda 9 yabancı ve bir türk şirketi (Pınar Süt) karşılaştırılabilir şirket analizinde kullanılmıştır. Bloomberg'den ulaştığımız verilere istinaden yabancı karşılaştırılabilir şirketleri VAFÖK marjları açısından daha da sınırlamanın daha anlamlı olduğu görüşüyle yabancı şirket sayısını 5'e indirdik. Hesaplarımızda süt sektörünün ülkeler, tedarik, ithal korumacılık, ihracat imkanları ve bölgesel çiğ süt fiyatları gibi dinamiklerin farklılık göstermesine istinaden Pınar Süt 2014 çarpanlarından ulaşılan değere %60, yabancı şirket karşılaştırılmasına % 40 ağırlık vererek hisse başına TL6,25'lik değere ulaştık. Bu değer, fiyat tespit raporunun TL5,78-6,92 aralığındadır.

Karşılaştırılabilir firmalar	2014 FAVÖK marjı	2014 F/K	2014 FD/S	2014 FD/ FAVÖK
Inner Mongolia Yili	10.7%	24.9	1.94	18.1
China Mengniu Dairy	7.8%	29.0	1.21	15.6
Grupo Lala SAB de CV	12.2%	24.8	1.59	13.1
Emmi AG	8.4%	16.7	0.62	7.4
Dairy Crest	7.9%	11.6	0.63	7.8
Ortalama	9.4%	21.4	1.20	12.4
Pınar Süt çarpanları	7.3%	17.3	1.26	17.1
Yabancı şirket karşılaştırması (A)	Ağırlık			
F/K	30%			
FD/ Satışlar	35%			
FD/FAVÖK	35%			
Hesaplanan piyasa değeri (A) mn TL	1862			
Pınar Süt çarpanlarıyla (B)	Ağırlık			
P/E	30%			
EV/ sales	35%			
EV/EBITDA	35%			
Hesaplanan piyasa değeri (B) mn TL	2092			
%40 A ve %60 B ağırlıklı değer	2000			
Ak Gıda hisse sayısı	320			
Hisse başına hesapladığımız değer TL	6.25			
Tespit edilen alt banda göre prim	8%			
Tespit edilen üst banda göre iskonto	-10%			

Kaynak: Oyak Yatırım, Bloomberg

FD/ Satışlar	Detay	Ağırlık
Uluslararası şirket çarpanları ort	1.6	80%
Pınar Süt çarpanı	1.2	20%
Ak Gıda satışlar	2041	
Ak Gıda net borç	70	
Hedef piyasa değeri	2970	

FD/ FAVÖK	Detay	Ağırlık
Uluslararası şirket çarpanları ort	15.3	80%
Pınar Süt çarpanı	17.0	20%
Ak Gıda FAVÖK	156	
Ak Gıda net borç	70	
Hedef piyasa değeri	2365	

F/K	Detay	Ağırlık
Uluslararası şirket çarpanları ort	31.7	80%
Pınar Süt çarpanı	17.2	20%
Ak Gıda net kar	59	
Hedef piyasa değeri	1707	

mn TL

FD/ Satışlar çarpanı yöntemi	2970
FD/ FAVÖK çarpanı yöntemi	2365
F/K çarpanı yöntemi	1707
Ortalama piyasa değeri	2347
Nominal sermaye	320
Hisse başına fiyat	7.33
TL5,78'e göre iskonto	-21.1%
TL6,92'e göre iskonto	-5.6%

Kaynak: Ak Yatırım fiyat tespit raporu

Önemli Uyarı

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.