

Akyürek Pazarlama Fiyat Tespit Raporu Analizi

Bu rapor, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Rapor, Vakıf Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. (Vakıf Yatırım) tarafından Akyürek Tüketim Ürünleri Pazarlama Dağıtım ve Ticaret A.Ş (Akyürek Pazarlama) için hazırlanmış Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmektedir. Akyürek Pazarlama'nın halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir.

ŞİRKET: Akyürek Pazarlama'nın ana faaliyet konusu hızlı tüketim ürünlerinin dağıtım ve pazarlamasını yapmaktır. Şirketin dağıtım anlaşması yaptığı üretici firmalar arasında Unilever (Algida dahil olmak üzere), Frito Lay, Nobel Pazarlama (Dimes Meyve Suları), Marmara Birlik, Trakya Birlik, Fisko Birlik, HİPP, Evden, Dr. Oetker, Dardanel Şimşek Gıda ve Tukaş firmaları bulunmaktadır.

HALKA ARZ ÖZETİ: Akyürek Pazarlama'nın çıkarılmış sermayesinin 32,586,740 TL'den 46,086,740 TL'ye artırılmasında, mevcut ortakların rüçhan haklarının kısıtlanması yoluyla ihraç edilecek 13,500,000 TL nominal değerli paylar ile Şirket'in ortaklarından Şekip Akyürek ve Eyyüp Serdal Akyürek'in sahip olduğu 3,000,000 TL nominal değerli paylar olmak üzere toplam 16,500,000 TL (Şirket sermayesinin % 35.8'i) nominal değerli paylar 2.60TL hisse fiyatı ile halka arz edilecektir. Talep olması durumunda 1,650,000 TL nominal değerli paylar ek satışı yapılacaktır; bu durumda halka açıklık oranı %39.38'e yükselecektir. Sabit fiyat ve en iyi gayret yöntemi ile yapılacak halka arzda yurtiçi bireysel yatırımcılara %80, yurtiçi kurumsal yatırımcılara %20 oranında pay tahsisatı yapılacaktır. Şirket, halka arzdan elde edilecek gelirin, yeni yatırımlar, yenileme çalışmaları ve işletme sermayesi için kullanılacağını belirtmiştir. Şirket 18 Nisan 2013 tarihli Yönetim Kurulu kararında dağıtılabilir kar olması halinde dağıtılabilir karın %20'sinin ortaklara kar payı olarak dağıtılmasının Genel Kurul'a teklif edeceğini taahhüt etmektedir.

Halka Arz Detayları

Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	: 32,586,740
Halka Arz Yöntemi	: Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	: Sermaye Artırımı: 13,500,000; Ortak Satışı: 3,000,000; Ek Satış: 1,650,000 olmak üzere toplam 18,150,000
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	: 46,086,740
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	: Ek Satış Hariç: %35.80 Ek Satış Dahil: %39.38
Talep Toplama Tarihleri	: 30-31 Mayıs
Halka Arz Fiyatı	: 2.60 TL
Halka Arz Piyasa Değeri	: 84,725,525 TL
Halka Arz Büyüklüğü (ek satış dahil)	: 47,190,000 TL
Satmama Taahhüdü	: 180 Gün
Planlanan Tahsisat Grupları	: %80 Yurtiçi Bireysel; %20 Yurtiçi Kurumsal
Fiyat İstikrarı	: Ek satış olması halinde payların BİAŞ'ta işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süre ile fiyat istikrarı işlemi yapılması planlanmaktadır

Ortaklık Yapısı

Ortak	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek satış hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek satış dahil)	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı
Şekip Akyürek	16,226,942	49.80%	14,726,942	31.95%	13,901,942	30.16%
Eyyüp Serdal Akyürek	16,226,942	49.80%	14,726,942	31.95%	13,901,942	30.16%
Aslan Akyürek	44,286	0.14%	44,286	0.10%	44,286	0.10%
Mehmet Akyürek	44,286	0.14%	44,286	0.10%	44,286	0.10%
Mustafa Akyürek	44,286	0.14%	44,286	0.10%	44,286	0.10%
Halka Arz	-	-	16,500,000	35.80%	18,150,000	39.38%
TOPLAM	32,586,740	100.00%	46,086,740	100.00%	46,086,740	100.00%

FİYAT TESPİT RAPORU ANALİZİ - GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Fiyat tespit raporunun ("FTR") net, anlaşılır ve makul olduğunu düşünüyoruz. FTR'de bulunan Şirket ve sektör verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup ayrıca mali ve hukuki inceleme yapılmamıştır.

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporuna göre,

- Akyürek Pazarlama'nın halka arz edilecek paylarının birim fiyatı 2.60TL olarak tespit edilmiştir. Değerlemede İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılmış ve her iki yöntem sonucunda bulunan sonuçlara %50 ağırlık verilmiştir. Hesaplanan piyasa değerine %24 iskonto oranı uygulanmıştır ve şirketin iskonto sonrası piyasa değeri 84,725,525TL olarak belirlenmiştir.
- 2013-2020 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde net satışların yıllık bazda bileşik %7.8 büyüyerek 2020'de 982mn TL'ye ulaşacağı hesaplanmıştır. 2012'nin son çeyreğinde ürün gamına eklenmiş olan ton balığı ve konserve satışları bu projeksiyonlara dahil edilmemiştir.
- Projeksiyon dönemi boyunca (2013-2020) brüt kar marjının %7.4-%7.7 bandında gerçekleşmesi ve FVAÖK marjının kademeli olarak %3.3 seviyesine kadar yükselmesi beklenmektedir.
- Projeksiyon döneminde alacak tahsil süresi 60 gün, stok süresi 21 gün ve borç ödeme süresi 60 gün olarak alınmıştır. İnorganik büyümenin hesaba katılmadığı projeksiyon döneminin ilk yılında 2mn TL yatırım harcamasının her yıl enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır. Diğer faaliyetlerden gelir / (giderler) son 3 yılın ortalaması ve ileriye dönük uzun vadeli enflasyon oranı baz alınarak projeksiyonlara dahil edilmiştir.
- Şirketin 2013 yılı nakit akışlarında, ilişkili taraflardan olan 10.1mn TL ticari olmayan alacağın 2013 yılında tahsil edileceği dikkate alınarak söz konusu tutarın iffası gerçekleştirilmiştir.
- Akyürek Pazarlama'nın değerlemesinde 31 Aralık 2012 itibarıyla ekspertiz değeri 19,534,500 TL olan yatırım amaçlı gayrimenkullerin değeri bulunmamaktadır.

FTR'da kullanılan değerlendirme yöntemleri hakkındaki görüşlerimiz aşağıdadır:

- Değerlemede, 2012'nin son çeyreğinde ürün gamına eklenmiş olan ton balığı ve konserve satışlarının ve gayrimenkullerin değerlemeye dahil edilmemesini muhafazakârlık adına olumlu karşıyoruz.
- Şirket her ne kadar ürün gamına yeni ürünler eklemiş olsa bile, sektördeki yoğun rekabet ve aşağı yönlü enflasyon rakamları göz önünde bulundurulduğunda İNA projeksiyon döneminde net satışların yıllık bazda bileşik %7.8 büyümesi iyimser bir tahmin olabilir.
- 2012 finansalları baz alındığında, şirketin pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinde en büyük pay %1.28 ile personel giderleri, %1.10 ile nakliye giderleri ve %0.48 ile yakıt giderleri oluşturmaktadır. Giderlerin bileşimine bakıldığında, kademeli olarak %3.3 seviyelerine ulaşması beklenen FVAÖK marjının petrol fiyatlarına bağımlı gelişeceğini düşünüyoruz.
- İNA yönteminde kullanılan %13 ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti makul görünmektedir; %5 olarak kullanılan nihai büyüme oranının ise daha muhafazakar bir oran olarak kullanılabileceğini düşünüyoruz.

- Akyürek Pazarlama için faaliyet alanı ve şirket büyüklüğü göz önüne alındığında birebir benzer şirket bulunmamaktadır. Çarpan analizinde yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerinin 2013 ve 2014 yıllarına ait FD/FVAÖK ve F/K değerlerinin ortalaması alınmıştır. Böylece, Akyürek Pazarlama'nın hedef piyasa değeri hesaplanırken 2013 ve 2014 F/K çarpanları 16.6x ve 14.1x, 2013 ve 2014 FD/FVAÖK çarpanları ise 9.0x ve 8.2x kullanılmıştır.
- Benzer şirket karşılaştırmalarında kullanılan BİST şirketlerine baktığımızda, yüksek çarpanlara sahip olan Bizim Toptan'ın hem iş modelindeki farklılaşma hem de ölçeği nedeniyle, çarpan analizinde kullanılmasını çok uygun bulmuyoruz. Bizim Toptan, gıda toptan satış pazarında kendine özgü Cash&Carry modeli ile faaliyet göstermektedir. Bizim Toptan'ın 100'ün üzerinde mağaza sayısını göz önüne aldığımızda, hem ölçeği hem de iş modeliyle Akyürek Pazarlama'dan ayrılmaktadır. Her ne kadar hedef müşteri tabanı benzerlik gösterse de, Akyürek Pazarlama geleneksel bir toptancı modeliyle bünyesinde bulundurduğu araç ve personeller ile ürünlerin dağıtımını gerçekleştirirken, Bizim Toptan ağırlıklı olarak gıda perakende mağazaları gibi kurumsal müşterilerin mağazalara gelerek toptan alışveriş yaptığı bir iş modeline sahiptir. Yine benzer şirket analizinde kullanılan Selçuk Ecza da, hizmet verdiği sektör kapsamında farklı dinamiklere sahiptir.
- Ayrıca, şirketin dağıtılabilir kar olması halinde, karın %20'sinin ortaklara kar payı olarak dağıtılma taahhüdünü olumlu buluyoruz.

Ek- FİYAT TESPİT RAPORU - VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

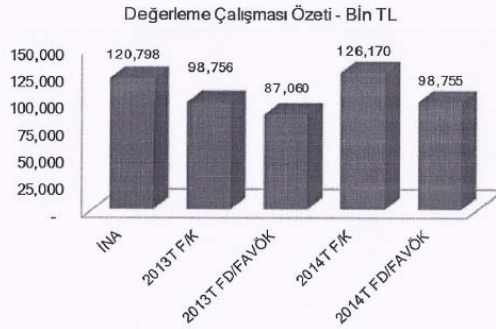
Vakıf Yatırım tarafından Akyürek Pazarlama için hazırlanmış Halka Arz Fiyat Tespit Raporu şirketin KAP sayfasında mevcuttur. Bu raporun sonuç kısmı aşağıdadır:

Değerleme Sonuçları Özet

Piyasa çarpanları yöntemi ve İNA Analizi çalışmalarının birlikte ortaya koyduğu piyasa değerleri aşağıdaki grafikte gösterilmektedir.

İNA analizi ve piyasa çarpanları yöntemi sonuçlarına %50'şer ağırlık verildiğinde karlılığı yüksek ve ciro içerisinde önemli bir pay alması beklenen ton balığı-konserve satışları projeksiyonlara dahil edilmeden, Akyürek için piyasa değeri 111.741.547 TL olarak hesaplanmaktadır.

Ton balığı-konserve satışlarının 2012 yılının son çeyreğinde bünyeye katılmış olması ve hammadde alımını da içeren farklı bir model kullanılması nedeniyle projeksiyonlara muhafazakâr olmak adına dahil edilmemiştir. Benzer şekilde 2013 yılında çalışmaya başlanan Şimşek Bisküvi de çalışmalara dahil edilmemiştir.



25

Vakıf Yatırım
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Değerleme Sonuçları Özet

Yukarıda anılan piyasa değeri 31 Aralık 2012 itibarıyla bağımsız denetim raporunda ekspertiz değeri 19.534.500 TL olarak belirtilen yatırım amaçlı gayrimenkullerin değerini içermemektedir.

Ayrıca halka arzdan elde edilecek gelir ile devam edilmesi planlanan inorganik büyüme (yeni tedarikçi veya yeni bölge veya yeni ürün distribütörlükleri) projeksiyonlara dahil edilmemiştir. Şirket 2008 yılından beri her yıl tedarikçi portföyüne yeni bir şirket katmasına rağmen halka arzdan sağlanacak kaynağın getirebileceği potansiyeli bugünden fiyatlara yansıtılmaması adına projeksiyon çalışmalarında inorganik büyüme dikkate alınmamıştır.

Tüm bu bilgiler ışığında, ton balığı-konserve satışları ve inorganik büyüme dikkate alınmadan hesaplanan piyasa değerine yaklaşık %24 iskonto uygulandıktan sonra Akyürek için halka arz öncesi piyasa değeri 84.725.525 TL; birim pay fiyatı ise 2,60 TL olarak belirlenmiştir. Söz konusu halka arz iskontosu, yatırım amaçlı gayrimenkuller dahil edildiğinde bulunan piyasa değeri olan 131.276.047 TL üzerinden yaklaşık %35 düzeyine ulaşmaktadır.

26

Vakıf Yatırım
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Akyürek Pazarlama - ÖZET FİNANSALLAR

Gelir Tablosu (Bin TL)	2010	2011	2012
Satış Gelirleri	314,430	415,235	538,149
Satışların Maliyeti	-294,361	-386,656	-497,004
Brüt Kar	20,069	28,579	41,145
<i>Pazarlama Satış Giderleri</i>	<i>-12,049</i>	<i>-15,303</i>	<i>-19,496</i>
<i>Genel Yönetim Giderleri</i>	<i>-5,321</i>	<i>-7,617</i>	<i>-8,209</i>
Faaliyet Giderleri	-17,370	-22,920	-27,705
Diğer Faaliyet Gelir / Gider	447	797	526
Faaliyet Karı	3,146	6,456	13,965
Finansal Gelir / Gider	-1,162	-5,631	-4,764
Dönem vergi gideri	-421	-168	-1,901
Dönem Karı/Zararı	1,563	658	7,301
Amortisman ve itfa	1,078	1,446	1,833
FVAÖK	3,777	7,106	15,273
FVAÖK marjı	1.2%	1.7%	2.8%
Net Kar marjı	0.5%	0.2%	1.4%

Bilanço (Bin TL)	2010	2011	2012
Dönen Varlıklar	122,329	184,791	150,809
Nakit ve nakit benzerleri	6,525	4,644	2,790
Ticari Alacaklar	42,151	80,240	90,182
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	46,919	67,076	10,077
Stoklar	22,361	25,860	28,613
Diğer Alacaklar	220	166	442
Verilen Sipariş Avansları	2,460	4,179	11,744
Diğer Dönen varlıklar	1,694	2,626	6,961
Duran Varlıklar	28,499	16,942	31,137
Ticari Alacaklar	12,580	1,155	34
Maddi varlıklar (net)	5,235	5,802	11,309
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	9,203	9,224	19,535
Maddi olmayan varlıklar (net)	11	77	79
Ertelenen vergi varlığı	515	659	
Diğer Duran varlıklar	955	25	181
Toplam Varlıklar	150,828	201,733	181,946
Kısa Vadeli Yükümlülükler	129,666	189,209	129,559
Finansal Borçlar (net)	-	52,594	45,482
Ticari Borçlar (net)	51,671	78,949	81,541
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	35,324	55,660	-
Alınan Avanslar	524	979	1,137
Dönem karı vergi yükümlülüğü	-	-	310
Diğer Yükümlülükler (net)	666	1,027	1,090
Uzun Vadeli Yükümlülükler	12,157	2,308	4,877
Finansal Borçlar (net)	-	1,068	1,916
Ticari Borçlar (net)	12,081	1,164	1,792
Kıdem Tazminatı karşılıkları	76	77	114
Ertelenen vergi yükümlülüğü	-	-	1,055
Özsermaye	9,005	10,215	47,510
Toplam Yükümlülükler & Özsermaye	150,828	201,733	181,946

Bu rapordaki veri ve grafikler güvenilirliğine inandığımız sağlam kaynaklardan derlenmiş olup, yapılan yorumlar sadece GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.'nin görüşünü yansıtmaktadır. Bu bilgiler ışığında yapılan ve yapılacak olan ileriye dönük yatırımların sonuçlarından Şirketimiz hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisab edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. Rapor gönderilen kişiye özel ve münhasırdır. İlave olarak, bu raporun gönderildiği ve yukarıdaki açıklamalarımız doğrultusunda kullanıldığı ülkelerdeki yasal düzenlemelerden kaynaklı tüm talep ve dava haklarımız saklıdır.

Garanti Yatırım

Etiler Mahallesi Tepecik Yolu Demirkent Sokak

No.1 34337 Beşiktaş, İstanbul

Telefon: 212 384 11 21

Faks: 212 352 42 40

E-mail: arastirma@garanti.com.tr



Garanti Yatırım

ARAŞTIRMA