

Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.

**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan
Analist Raporu**



26 Kasım 2020

İÇİNDEKİLER

1. RAPORUN AMACI	3
2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ	3
3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	3
3.1. Ortaklık Yapısı	4
4. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	4
4.1. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi)	4
4.2. Pazar Yaklaşımı Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)	5
4.2.1. Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları	5
4.2.2. Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları	5
5. SONUÇ	6
6. GÖRÜŞ	6

Şirket'in 2017-2019 yıllarında yıllık bileşik büyüme oranı; net satışlar olarak %39, FAVÖK olarak %69 ve Net Kar olarak %167 seviyesinde gerçekleşmiştir.

3.1. Ortaklık Yapısı

Şirket'in güncel dolaylı ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ortağın Ticaret Unvanı / Adı Soyadı	Halka Arz öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
Mitat Başar	19.510.000	13,01%	18.010.000	9,61%
Mahmut Koçum	18.750.000	12,50%	17.250.000	9,20%
Aydın Çelik	18.750.000	12,50%	17.250.000	9,20%
Suat Erdem	18.750.000	12,50%	17.250.000	9,20%
Mehmet Şükrü Başar	17.620.000	11,75%	16.120.000	8,60%
Fikret Başar	17.620.000	11,75%	16.120.000	8,60%
Burhan Başar	17.620.000	11,75%	16.120.000	8,60%
Fahrettin Çezik	17.620.000	11,75%	16.120.000	8,60%
Nurcan İlbahar	1.880.000	1,25%	1.880.000	1,00%
Necla Delal	1.880.000	1,25%	1.880.000	1,00%
Halka Açık	--	--	49.500.000	26,40%
TOPLAM	150.000.000	100	187.500.000	100

Kaynak: Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu ve İzahnamesi

4. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda şirket paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla; Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri incelenmiştir.

4.1. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi)

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır.

- Projeksiyonlar Türk Lirası cinsinden yapılmıştır.
- İndirgenmiş Nakti Akımları Analizi yönteminde projeksiyonlar, gelecek beş yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Oranı "AOSM" (indirgeme oranı) hesaplamasında sermaye maliyeti için;
- Risksiz Faiz Oranı olarak; 10 yıllık hazine tahvilinin bileşik getiri oranı %14,00 kullanılmıştır.
- Risk Primi olarak; %5 oranı kullanılmıştır.
- Beta katsayısı 1 olarak kullanılmıştır.
- Şirket'in 2025 yılı sonrası için nihai büyüme oranı %5 olarak değerlendirilmiştir.
- Kurumlar vergisi, Şirket'in teşvik bölgesindeki Akhisar yatırımları sebebiyle Şirket öngörülerine göre 2020'de %11, 2021-2025 döneminde %12 olarak dikkate alınmış ve ilgili oranların ortalaması %11,8 olmak üzere hesaplama dahil edilmiştir.

Bu varsayımlar doğrultusunda Sermaye Maliyeti %19,0 olarak hesaplanırken, vergi sonrası borçlanma maliyeti %15,0 olarak hesaplanmış ve nihai AOSM %16,7 olarak hesaplanmıştır.

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda öngörülen nakit akımlarının bugüne indirgenmesi yöntemi ile bulunan Şirket değeri 1.720 milyon TL'dir. Bu doğrultuda 150 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 11,47 TL'dir.

4.2. Pazar Yaklaşımı Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)

Piyasa Çarpanları Analizi Yönteminde; Şirket faaliyetleri bakımından borsada işlem gören birebir karşılaştırılabilir şirket olmaması sebebiyle BİST'te işlem gören gıda şirketlerinin çarpanları kullanılmıştır. Şirketlerin son piyasa değerleri ve 1Y2020 finansallarıyla yıllıklandırılmış tutarlarla yapılan analizde FAVÖK marjı %5-%20 aralığında olan şirketler medyan hesabına katılmıştır. Piyasa çarpanları analizinde kullanılan çarpanlar;

- F/K – Fiyat / Kazanç,
- FD/FAVÖK - Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr oranlarına yer verilmiştir.

Değerleme çalışmasında çarpanların ortalamasının hesaplanmasında medyan kullanılmış olup, Pazar Yaklaşımı Yönteminde kullanılan yıllıklandırılmış Şirket verileri aşağıdaki gibidir.

Şirket Verileri(TL) ¹	FAVÖK	Net Kar	Net Finansal Borçluluk
30.06.2019 – 30.06.2020	124.473.332	75.038.736	265.913.916

Kaynak: Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu

4.2.1. Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları

BİST'te işlem gören gıda şirketlerinin çarpanları ile yapılan analizde KENT, AVOD ve FADE'nin çarpanları uç değer olarak kabul edilerek, dikkate alınmamıştır. Çarpan analizinde, Borsa İstanbul'un 28 Eylül 2020 tarihli kapanışı itibarıyla oluşan veriler kullanılmıştır.

Yurt İçi Çarpan Analizi		
Tarih	FD/FAVÖK	F/K
28/09/2020	11,0x	18,8x

Kaynak: Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)	
	FD/FAVÖK	F/K
BİST Gıda Şirketleri	1.539.222.536	1.847.421.987
Eşit Ağırlıklı Yurt İçi Çarpanlar ile Hesaplanan Şirket Değeri	1.693.322.262	
Pay Başına Değer	11,29	

Kaynak: Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu

4.2.2. Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları

Şirket için yapılan yurt dışı çarpan analizinde; Bloomberg verilerine göre hazırlanan karşılaştırılabilir şirketler kümesinde çoğu şirket için tahmin eksikliği sebebiyle yıllıklandırılmış çarpanlar medyanına yer verilmiş ve hedef değere Şirket'in yıllıklandırılmış verileri üzerinden ulaşılmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi		
Tarih	FD/FAVÖK	F/K
28/09/2020	10,1x	18,8x

Kaynak: Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)	
	FD/FAVÖK	F/K
Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları	1.388.818.622	1.844.679.715
Eşit Ağırlıklı Yurt Dışı Çarpanlar ile Hesaplanan Şirket Değeri	1.616.749.168	
Pay Başına Değer	10,78	

Kaynak: Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu

¹ Veriler yıllıklandırılmıştır.

5. SONUÇ

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık	Sonuç
İNA	1.719.805.879	%50	859.902.939
Yurt İçi Çarpan Analizi	1.693.322.262	%25	423.330.565
Yurt Dışı Çarpan Analizi	1.616.749.168	%25	404.187.292
Toplam		%100	1.687.420.797
Pay Başına Değer			11,25

Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı	Taban	Tavan
Hesaplanan Piyasa Değeri	1.687.420.797	1.687.420.797
İskonto Oranı	-%28,9	-%20
Halka Arz Fiyatları ile Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	1.200.000.000	1.350.000.000
Nominal Sermaye	150.000.000	150.000.000
Halka Arz Fiyatı	8,00	9,00

Kaynak: Kervan Fiyat Tespit Raporu

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Kervan Gıda'nın Şirket Değeri İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ile 1.687.420.797 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in 150.000.000-TL olan mevcut çıkarılmış sermayesine göre Şirket'in birim pay değeri 11,25 TL'dir. Bu değer üzerinden uygulanan %28,9 ve %20 halka arz iskonto oranları sonrası halka arz birim pay değeri sırasıyla 8,00 TL ve 9,00 TL olarak belirlenmiştir.

6. GÖRÜŞ

- Kervan Gıda için Oyak Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi Yöntemi için;
 - İNA analizinde, öngörülen nakit akımlarına ilişkin açıklamaların yeterli ve makul olduğu görüşündeyiz.
 - AOSM hesaplamalarında kullanılan değişkenlerin makul olduğu görüşündeyiz.
- Çarpan Analizi Yöntemi için;
 - Analizde kullanılan benzer şirketlerin yeterli ve makul olduğu görüşündeyiz.
 - Uç değer şirketlerin hesaplama dahil edilmemesini olumlu buluyoruz.
 - Ancak, çarpan analizinde yurt dışı şirketlerin de yer alması nedeniyle, FD/Net Satışlar çarpanının da kullanılması gerektiğini düşünüyoruz.

İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi kullanılarak bulunan Şirket Değeri'ne göre bulunan birim pay değerine uygulanan halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 8,00 TL – 9,00 TL halka arz fiyat aralığının, yukarıda belirtilen çekincemiz haricinde makul olduğu görüşündeyiz.