

KERVAN GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

26 Kasım 2020



İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Alnus Yatırım") Araştırma Müdürlüğü tarafından, Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Oyak Yatırım") Konsorsiyum Lideri olduğu Kervan Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş. ("Kervan Gıda", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Alnus Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1. HALKA ARZA İLİŞKİN GENEL BİLGİLER

Halka Arz Kodu: KRVGD	
Halka Arz Tarihi	26-27 Kasım 2020
Halka Arz Yöntemi	Fiyat Aralığı İle Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak satışı
Çıkarılmış Sermaye	150.000.000 TL
Sermaye Artırımı	37.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	187.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	% 26,4 (Ek satış olursa %29,6)
Halka Arza Aracılık Eden Konsorsiyum Lideri	Oyak Yatırım
Halka Arz Satış Fiyat Aralığı	8,00-9,00 TL

Kaynak: Oyak Yatırım

2. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Kervan Gıda" veya kısaca "Şirket") 1994 yılında kurulmuştur. İlk olarak sakız üretimi ile faaliyetlerine başlayan Şirket, 1999 yılında İstanbul Beylikdüzü'ndeki 40.000 m2 kapalı alanı olan fabrikasında Beбето markası altında şu anki faaliyetinin en önemli kısmını oluşturan yumuşak şekerleme üretimine başlamıştır.

Şirket 2005 yılında yapılan üretim hattı yatırımı ile Jelly'den sonra en önemli ikinci mal grubu olan Licorice üretimine başlamıştır. Şirket, 2014 yılında sert şeker üreticisi olan ve Akhisar Organize Sanayi Bölgesinde faaliyet gösteren Akaş Şekerleme firmasını satın almıştır.

2016 yılında ilk Marshmallow hattı yatırımlarını tamamlayan Şirket aynı yıl oyuncaklı ürün ve draje çikolata üretimi konusunda uzmanlaşmış olan ve İstanbul'da faaliyet gösteren Uçantay Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'yi ("Uçantay") satın almıştır. Uçantay'ın ürün portföyüne takip eden yıllarda yeni yatırımlarla draje çikolata ve sürpriz yumurta ürünleri de eklenmiştir.

Kervan Gıda, 2018'de Uçantay için Akhisar'da fabrika satın almış ve ikinci Marshmallow hat yatırımını gerçekleştirmiştir. Aynı yıl Ar-Ge Merkezini açan Şirket, Almanya'da faaliyet gösteren Erti Food şirketine de %55 oranında iştirak etmiştir.

2019 yılında Uçantay şirketi Akhisar Organize Sanayi Bölgesi'ndeki yeni üretim tesisine taşınmış ve faaliyetlerine orada devam etmeye başlamıştır. Yine 2019 yılında Şirket, dördüncü Jelly ve Licorice hat yatırımları tamamlayarak fonksiyonel ürünler pazarına giriş yapmıştır.

Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Şirket kayıtlı sermaye sistemine tabi olup kayıtlı sermaye tavanı 750.000.000 TL'dir. Şirket, 2019'da ödenmiş sermayesini iç kaynaklardan bedelsiz sermaye artırımını ile 40 milyon TL'den 80 milyon TL'ye yükseltirken, Mart 2020'de ise yine iç kaynaklardan bedelsiz sermaye artırımını ile 150 milyon TL'ye yükseltmiştir. 150 milyon TL'lik çıkarılmış sermayesinin %92'si (138.000.000 adet)

A Grubu nama yazılı, %8'i de (12.000.000 adet) B Grubu nama yazılı paylara ayrılmıştır. A Grubu paylarının altı üyeden oluşan yönetim kurulunun üç üyesini aday gösterme imtiyazı mevcut olup, B Grubu paylarının herhangi bir imtiyazı yoktur.

Kervan Gıda Ortaklık Yapısı				
Ortaklar	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı
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%
Mitat Başar	19.510.000	13,01%	18.010.000	9,61%
Burhan Başar	17.620.000	11,75%	16.120.000	8,60%
Fahrettin Çezik	17.620.000	11,75%	16.120.000	8,60%
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%
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	100,00%	187.500.000	100,00%

Kaynak: Oyak Yatırım

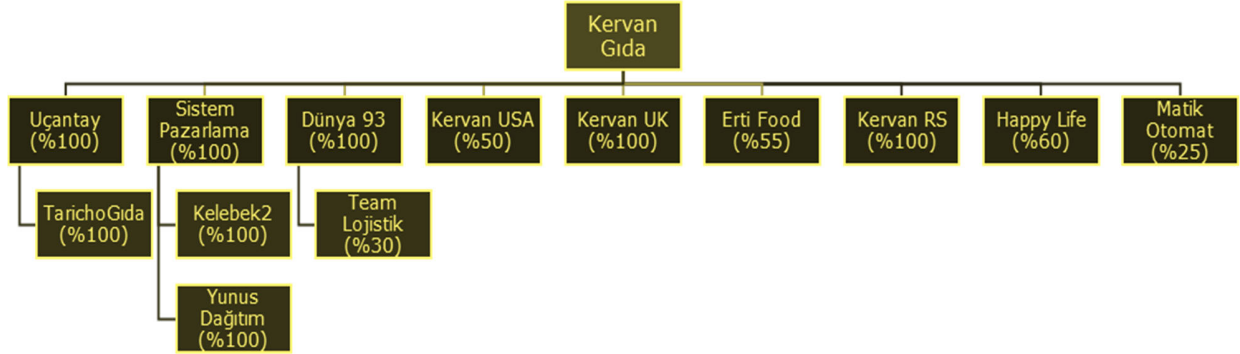
3. ŞİRKETİN FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİLER

Şirket bugün yumuşak şeker (yumuşak şeker "Jelly", ekstrüde yumuşak şeker "Licorice", havalı yumuşak şeker "Marshmallow"), sakız, sert şeker, draje çikolata, sürpriz yumurta ve oyuncaklı ürün kategorilerini içeren şekerleme sektöründe üretim ve satış alanında faaliyet göstermektedir. Şirket'in yaklaşık 2.100 çalışanı bulunmaktadır.

Şirket'in doğrudan veya dolaylı olarak iştirak ettiği 13 şirket bulunmaktadır. Söz konusu şirketler şirketleri genel itibarıyla Kervan Gıda ile aynı sektörde faaliyet gösteren şirketler ile Kervan Gıda'nın ürünlerinin dağıtımını, pazarlamasını, ihracatı ve hammadde ithalatı faaliyetlerini gerçekleştiren şirketlerden oluşmaktadır.

Kervan Gıda iştirak alımları açısından 2018'de 1,6 milyon TL ile Team Lojistik'e ve 2019'da 3,5 milyon TL ile Matik Otomat'a yatırım yapmıştır. 2020 yılında Team Lojistik'teki payı yeni pay alımı ile %25'den %30'a çıkıştır. Ocak 2020'de sağlıklı atıştırmalık ve gıda desteklerine gelen talebin artmasıyla eczanelerde reçetesiz satılabilen ürünlerden oluşan OTC sektöründe faaliyet göstermek amacı ile Happy Life şirketinin %60 hissesini satın almıştır. Mart 2020'de ise Yunus Dağıtım Pazarlama'nın %100'ünü 15 milyon TL'ye satın almıştır.

Şirketin güncel iştirak yapısı aşağıda gösterilmektedir.



30 Haziran 2020 tarihi itibarıyla Kervan Gıda Akhisar ve İstanbul'da bulunan toplam üç üretim tesisinde, toplam 70.000 m2 kapalı alanda faaliyetlerine devam etmektedir. Üretim kapasitesinin büyük bir bölümü yumuşak şeker ürünlerinden oluşan Şirket sakız grubunda da şekerli, şekersiz, yuvarlak ve draje sakız üretimi ve satışı yapmaktadır.

Mevcut durumda İstanbul'da ve Akhisar'da ikişer adet olmak üzere toplam 4 adet Jelly üretim hattı, yine İstanbul'da 3 adet ve Akhisar'da 1 adet olmak üzere 4 adet Licorice hattı bulunmaktadır. Halen Jelly ve Licorice için Akhisar'daki fabrikada 5. tat yatırımları devam etmekte olup, bu yıl sonuna kadar faaliyete geçmesi beklenmektedir.

Şirket 2020 yılı Haziran ayı itibarıyla satışlarının %48'ini farklı alt markalardan oluşmak üzere Beбето markası oluşturmaktadır. Beбето'yu %6 ile Cosby, %2 ile Crayola ve Sunkist, %1 ile NoŞuga ve Jelido takip etmektedir.

Şirket, 2019-2017 yılları arasında hem ihracat rakamlarının dolar bazında büyümesi hem de TL'nin değer kaybı sayesinde cirosunu yıllık bileşik bazda %39 büyütebilmiştir. Verimlilik artışı sayesinde de faaliyet karlılığını sürekli artıran Şirket, 2020 itibarıyla % 21 FAVÖK kar marjına ulaştı.

2020 ilk yarısında Şirket'in satışlarının %70,7'sini oluşturan Jelly ve Licorice ürün gruplarının aynı dönemde kapasite kullanım oranı sırasıyla %99 ve %87 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılının ilk yarısında satışların ürün bazlı kırılımına göre Jelly %56 payıyla birinci, Licorice %14,7'yle ikinci, draje çikolata ise %8,5 ile üçüncü sıradadır.

Şirketin tonaj bazlı satış hacimleri 2017 yılında 34K ton iken 2019 yılında 42K seviyesine yükselmiştir; 2020 yılı ilk yarıyıl itibarıyla satış hacmi pandemiye rağmen bir önceki yıla göre %24 büyüyerek 25K ton olmuştur.

Kervan Gıda, yurtdışındaki satış ofisleri ve bayileri sayesinde 85 ülkeye ihracat yapmaktadır ve 2020/6A itibarıyla toplam satışların %57'sini ihracat oluşturmaktadır. Amerika, İngiltere, Almanya ve Rusya'da satış ofisleri bulunmakta olup kendi markaları ve "private label" ürünleri aracılığıyla satış yapmaktadır.

Şirket, iç piyasada geleneksel ve organize ticaret kanalında satış yapmaktadır. Son dört yılda organize ticaretin iç pazar cirosu içindeki payı %48'den %67'ye yükselmiştir. Şirketin, organize ticaret kanalında ana müşterileri "discount market" olarak bilinen BIM ve A101'dir. 2020 yılının ilk yarısında BIM ve A101'e yapılan satışların ciro içindeki payı %28 olmuştur.

Şirket'in maliyet kalemleri incelendiğinde; en önemli hammadde kalemleri %25,5 ile ambalaj, %19,2 ile jelatin, %14 ile şeker ve %9,2 glikoz olmak üzere 4 dört ürün grubundan oluşmaktadır. Bu ürün gruplarının maliyetinin 2/3'ü döviz cinsindendir. Buna karşılık, şirketin cirosunun %60'a yakın bir kısmı ihracat girdisinden oluştuğu için, şirket, operasyonel anlamda kur riski ile karşılaşmamaktadır.

4. MALİ TABLOLAR

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2017 Konsolide	31.12.2018 Konsolide	31.12.2019 Konsolide	30.06.2019 Konsolide	30.06.2020 Konsolide
Hasılat	355.237.897	534.216.898	687.362.079	333.220.997	469.107.370
Satışların Maliyeti (-)	-271.084.587	-380.840.919	-477.049.179	-238.779.540	-318.528.794
Brüt Kâr/(Zarar)	84.153.310	153.375.979	210.312.900	94.441.457	150.578.576
Genel Yönetim Giderleri (-)	-15.079.828	-19.324.003	-25.417.421	-12.117.803	-18.428.237
Pazarlama Giderleri (-)	-33.265.266	-51.402.091	-71.747.540	-35.111.109	-45.035.184
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-546.324	-1.157.990	-2.025.524	-953.773	-1.574.896
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	35.491.373	62.600.129	52.286.945	32.481.442	44.839.878
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-36.674.387	-46.454.835	-43.914.794	-26.894.787	-21.407.919
Esas Faaliyet Kâr/(Zarar)	34.078.877	97.637.190	119.494.566	51.845.427	108.972.218
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	406.111	831.195	808.921	162.622	3.731.004
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-296.678	-13.986	-407.392	-384.318	-645.205
Özkaynak Yöntemli Yatırımların Kârlarından/Zararlarından Paylar	-142.445	-1.360.381	5.178.615	3.526.835	176.392
Finansman Gideri Ön. Faaliyet K/Z	34.045.865	97.094.018	125.074.710	55.150.566	112.234.409
Finansman Giderleri (-)	-22.866.579	-62.720.802	-38.228.709	-24.922.220	-52.985.634
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kâr/(Zarar)	11.179.286	34.373.216	86.846.001	30.228.346	59.248.775
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri)/Geliri	-120.890	-6.549.649	-10.887.236	-4.078.030	-8.384.214
Dönem Kâr/(Zararı)	11.058.396	27.823.567	75.958.765	26.150.316	50.864.561

KONSOLİDE BİLANÇOLAR (TL)					
	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2019	30.09.2020
Dönen Varlıklar	197.791.756	301.027.134	388.120.608	480.141.203	580.888.394
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.878.891	4.691.764	6.676.793	52.027.304	49.961.720
Ticari Alacaklar	105.230.570	163.001.183	187.329.956	245.065.936	280.997.910
Diğer Alacaklar	1.945.316	6.434.103	9.057.261	4.683.223	3.018.316
Stoklar	66.647.109	86.807.075	143.735.449	142.315.908	194.012.630
Peşin Ödenmiş Giderler	8.042.392	20.554.780	16.332.088	14.830.984	20.166.746
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	225.077	-	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	13.047.478	19.313.152	24.989.061	21.217.848	32.731.072
Duran Varlıklar	148.315.464	174.785.835	309.611.925	465.691.867	483.178.764
Ticari Alacaklar	-	61.423	37.892	-	-
Diğer Alacaklar	107.431	108.455	761.663	949.019	1.069.990
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	-	1.264.932	1.692.696	1.243.510
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	239.619	8.918.234	10.488.489	12.485.302
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	3.114.123	3.042.683	3.040.883	5.269.000	5.269.000
Maddi Duran Varlıklar	132.446.579	150.399.262	276.255.574	412.875.686	421.485.633
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8.331.084	11.255.623	10.916.488	20.715.062	21.264.049
Peşin Ödenmiş Giderler	4.316.247	9.678.770	8.416.259	13.701.915	20.361.280
Aktif Toplamı	346.107.220	475.812.969	697.732.533	945.833.070	1.064.067.158
	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2019	30.09.2020
Kısa Vadeli Yükümlülükler	187.098.898	252.483.849	318.945.098	350.493.005	443.872.607
Kısa Vadeli Borçlanmalar	81.574.920	85.080.794	112.295.400	90.133.107	130.283.116
Uzun Vadeli Borçlanma. K.V Kısımları	21.383.935	50.967.441	78.736.405	127.022.842	142.626.894
Uzun V. Kiralama Borçla. K.V Kısımları	0	0	883.947	1.395.380	1.051.121
Ticari Borçlar	74.690.149	98.780.870	108.697.484	101.147.781	135.044.142
Çalışanlara Sağl. Fayd. Kaps. Borçlar	3.516.625	4.371.710	6.591.208	8.138.790	10.211.055
Diğer Borçlar	108.760	425.639	318.091	6.493.080	14.012.068
Ertelenmiş Gelirler	3.762.111	5.618.662	5.056.511	6.509.941	5.508.909
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	632.585	5.423.209	4.337.844	6.138.096	1.685.882
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.219.757	1.613.882	1.837.737	2.669.777	3.107.676
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	210.056	201.642	190.471	844.211	341.744
Uzun Vadeli Yükümlülükler	57.904.443	86.635.426	95.218.906	162.476.515	160.033.564
Uzun Vadeli Borçlanmalar	52.445.300	81.681.728	80.196.471	120.512.558	121.221.485
Uzun Vadeli Kiralama Borçları	0	0	478.486	369.349	273.003
Ticari Borçlar	301.566	0	474.924	0	0
Diğer Borçlar	29.500	0	0	285.203	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.079.210	2.851.828	3.886.219	5.704.115	5.126.409
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3.048.867	2.101.870	10.182.806	35.605.290	33.412.667
Toplam Yükümlülükleri	245.003.341	339.119.275	414.164.004	512.969.520	603.906.171
Toplam Özkaynaklar	101.103.879	136.693.694	283.568.529	432.863.550	460.160.987
Toplam Kaynaklar	346.107.220	475.812.969	697.732.533	945.833.070	1.064.067.158

5. DEĞERLEME

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerleme çalışmasında Kervan Gıda'nın mali tabloları 30 Haziran 2020 dönemi itibariyle yıllıklandırılmış olarak kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında sonuca ulaşmak için çarpan analizi (yurt dışı karşılaştırılabilir şirketler ve yurt içi karşılaştırılabilir şirketler) ve indirgenmiş nakit akımı yöntemlerine eşit (%50) ağırlık verilmiştir.

Değerlemede kullanılan Şirket verileri:

Yıllıklandırılmış FAVÖK	165,844,819 TL
Yıllıklandırılmış Net Kar	98,070,533 TL
30.06.2020 Net Borç	287,405,932 TL

5.1 Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

5.1.1. Yurtiçi Benzerlere Göre Piyasa Değeri

Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu'nda Kervan Gıda'nın ana iş kolu olan yumuşak şeker üretiminde birebir benzer şirket bulunmadığı için VAFÖK marjı %5 ile %25 aralığında olan halka açık yerel gıda şirketlerini karşılaştırma grubu olarak tespit edilmiş ve bu şirketlerin 2020/6A bilanço değerlerini yıllıklandırarak 2020 yılına ait F/K ve FD/VAFÖK çarpanlarına ulaşılmıştır. Bu grubun medyan F/K çarpanı 18,8x olarak belirlenmiş; FD/VAFÖK çarpanı ise 11,0x olarak kullanılmıştır. Bu iki çarpanın eşit ağırlıklı olarak kullanıldığına elde edilen nihai değer ise TL 1.693 milyon TL'dir.

F/K çarpanıyla hedef piyasa değeri	1.847.421.987
FD/FAVÖK çarpanıyla hedef piyasa değeri	1.539.222.536
%50-50 ağırlıklı hedef piyasa değeri	1.693.322,262
Pay başına değer	11,29

5.1.2. Yurtdışı Benzerlere Göre Piyasa Değeri

Bloomberg terminalinden alınan benzer şirketler grubunda F/K (18.8x) ve FD/VAFÖK (10.1x) çarpanlarına tekabül etmektedir. Şirket verilerinin çarpımı neticesinde elde edilen nihai değer ise TL1.617 milyon TL'dir.

F/K çarpanıyla hedef piyasa değeri	1.844.679.715
FD/FAVÖK çarpanıyla hedef piyasa değeri	1.388.818.622
%50-50 ağırlıklı hedef piyasa değeri	1.616.749.168
Pay başına değer	10,78

5.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İNA metodunda, geçmiş 3 yıllık (2017-2019) gelir tablosu ve bilanço kalemleri Kervan Gıda yönetiminin beklentileri ile geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2020-2025 yılları için projeksiyon yapılmıştır.

Şirket'in 2017-2019 dönemi ciro yıllık bileşik büyüme oranı tonaj bazında %42 ve adet bazında da %14,7 oranında gerçekleşirken, konsolide ciro büyüme oranı %39,1'dir. Rapor'da yer alan projeksiyonda 2020-2025 dönemi için ciro yıllık bileşik büyüme oranı tonaj bazında %23 ve adet bazında da %28,9 oranında tahmin edilmiştir. Aynı dönemde konsolide ciro büyüme oranı da %23,6 olarak öngörülmüştür. Yapılan tahminlerde Şirket'in planlanan yatırımları ve bu yatırımlara bağlı olarak oluşacak kapasite artışının dikkate alındığı ifade edilmiştir.

Oyak Yatırım, FAVÖK hesaplamasında esas faaliyetlerden net diğer gelir kaleminin süreklilik arz etmemesi nedeniyle hesaplama dâhil edilmediğini belirtmiştir. Rapor'da Şirket'in geçmiş üç yıl (2017-2019) içerisinde satışlarının ve FAVÖK'ünün yıllık bileşik büyüme oranı ("YBBO") sırasıyla %39,1 ve %68,6 iken projeksiyon döneminde satışların ve FAVÖK'ün 2020-2025 yılları arasında YBBO'sunun sırasıyla %23,6 ve %24,2 olacağı öngörüldüğü ifade edilmiştir.

Raporda, tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları, %5 uç büyüme değeri ve %16,7 AOSM ile indirgenen verilerden çıkan sonuca Şirket'in 30 Haziran 2020 tarihindeki 287 milyon TL'lik net borç tutarı eklendiğinde, çıkan piyasa değeri 1.720 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

	İNA PROJEKSİYONU					
(bin TL)	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	1.011.255	1.432.970	1.756.346	2.221.346	2.592.089	2.912.978
% Büyüme	47,10%	41,70%	22,60%	26,50%	16,70%	12,40%
Satışların Maliyeti	687.400	974.155	1.193.651	1.504.156	1.751.250	1.965.691
% Satışlara Oranı	68,00%	68,00%	68,00%	67,70%	67,60%	67,50%
Brüt Kar	323.855	458.815	562.694	717.190	840.839	947.287
Brüt Kar Marjı	32,00%	32,00%	32,00%	32,30%	32,40%	32,50%
Faaliyet Gideri	145.141	202.674	250.466	314.140	364.663	410.300
% Satışlara Oranı	14,40%	14,10%	14,30%	14,10%	14,10%	14,10%
Faaliyet Karı	178.715	256.140	312.228	403.050	476.176	536.987
Faaliyet Kar Marjı	17,70%	17,90%	17,80%	18,10%	18,40%	18,40%
Amortisman Gideri	15.000	21.000	23.000	31.000	33.000	36.000
% Satışlara Oranı	1,50%	1,50%	1,30%	1,40%	1,30%	1,20%
FAVÖK	193.715	277.140	335.228	434.050	509.176	572.987
FAVÖK Marjı	19,20%	19,30%	19,10%	19,50%	19,60%	19,70%
Vergi oranı	11%	12%	12%	12%	12%	12%
Vergi sonrası faaliyet karı	159.056	225.404	274.761	354.684	419.035	472.548
(+) Amortisman	15.000	21.000	23.000	31.000	33.000	36.000
(-) Yatırım harcaması	-90.308	-37.250	-119.917	-60.827	-139.798	-76.683
(-) İşletme serm. İhtiyacı	-73.521	-90.420	-87.173	-125.281	-99.880	-86.457
Serbest Nakit Akım(SNA)	10.227	118.733	90.671	199.576	212.357	345.409
İndirgenmiş nakit akışı	5.114	101.751	66.588	125.605	114.533	159.649
SNA bugünkü değer	573.240					
Uç bugünkü değer	1.433.972					
Firma değeri	2.007.212					
Net borç*	287.406					
Özsermaye değeri	1.719.806					
Pay başına değer	11,47					

5.3 Nihai Değerleme

Yurtiçi ve Yurtdışı Piyasa Çarpanları Yöntemi neticesinde elde edilen özsermaye değeri %50, İNA yöntemi %50 oranına ağırlıklandırılarak Nihai Değere aşağıdaki şekilde ulaşılmıştır.

SERMAYE ARTIRIMI ÖNCESİ DEĞERLEME

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.719.805.879	50%	859.902.940
Yurtiçi Çarpanlar Analizi	1.693.322.262	25%	423.330.566
Yurtdışı Çarpanlar Analizi	1.616.749.168	25%	404.187.292
Ortalama Şirket Değeri			1.687.420.797

HALKA ARZ DEĞERLEMESİ

Halka Arz Öncesi Nominal Sermaye	150.000.000	
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	1.687.420.797	
Halka Arz Öncesi Hisse Başı Fiyat	11,25	
Halka Arz İskontosu	-29%	-20%
Halka Arz Fiyatı	8,00	9,00

Kaynak: Oyak Yatırım

Kervan Gıda için yapılan değerleme çalışmaları neticesinde Özsermaye Değeri 1.687.420.797 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 150.000.000 TL'ye göre birim pay değeri 11,25 TL'ye karşılık gelmektedir. Rapor'da bulunan hisse başı hedef piyasa değerine %29 halka arz iskontosu uygulandığında hisse başına piyasa değerinin 8,00 TL'ye, %20 iskonto uygulandığında da 9,00 TL'ye geldiği ifade edilmiştir. Söz konusu hesaplamalar neticesinde halka arz fiyat aralığı olarak 8,00 – 9,00 TL değerlerine ulaşıldığı belirtilmiştir.

6. SONUÇ

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan ve kap.org.tr'de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin analizimizde Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.

Şirketin ihracatçı yapısı, organik büyüme ile beraber satın alımlar yoluyla da büyüme stratejisi, artan karlılık verilerini dikkate alarak, halka arzdan gelecek kaynağın şirketi daha ileri taşımaya yardımcı olacağını düşünüyoruz.

Şirketin 150 milyon TL ödenmiş sermayesinin %92'nin A grubu hisseden oluşması (yönetim kurulunun yarısını seçme hakkına sahip) nedeniyle halka arz edilecek B grubu hisselerin yönetimde hakimiyet konusunda etkisi zayıftır. Borsada işlem görecektir hisselerin B grubu olduğu dikkate alındığında değerlemenin bu konuda eksikliği olduğu düşünülebilir.

Değerlemede kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve Şirket yetkililerinin yönlendirmesi ile oluştuğundan tarafımızca analiz edilememiştir. Ancak Ağırlıklı ortalama Sermaye maliyeti hesabındaki faizin son dönemdeki artışı karşısında biraz eksik kalabileceğini düşünüyoruz.

Yurtiçi benzer şirket çarpanlarında kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Kervan Gıda'dan uzak olduğunu görüyoruz. Üstelik son 6 ayda ciddi yükselişler bu şirketlerin çarpanlarını yükseltmiştir. Bu noktada Çarpan analizinde uç değerlerin alınmamasını, ortalama yerine medyan değer kullanıldığını olumlu buluyoruz. Ancak Firma Değeri/Ciro oranının kullanılmaması bir eksiklik görülebilir.

Yukarıdaki görüşlerimiz ve çekincelerimiz çerçevesinde Kervan Gıda halka arz fiyat tespit raporunu makul buluyoruz.

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 bulunan kurumların 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 Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.