

Bu rapor InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (InvestAZ) tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, KERVAN GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş. (Kervan Gıda) halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Oyak Yatırım) tarafından hazırlanmış olan fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayınlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Şirket Hakkında Bilgi

Kervan Gıda; yumuşak şeker (jelly, licorice ve marshmallow), sakız, sert şeker, draje çikolata, süpriz yumurta ve oyuncaklı ürün kategorilerini içeren şekerleme sektöründe üretim ve satış faaliyeti göstermektedir. Üretim kapasitesinin büyük bir bölümünü yumuşak şeker ürünleri oluşturmaktadır. Sakız grubunda şekerli, şekersiz, yuvarlak ve draje sakız üretimi ve satışı yapmaktadır. Sert şeker kategorisinde lolipop, bonbon şeker ve yassı şeker üretimi ve satışı yapılmaktadır. Draje çikolata kategorisi çikolata kaplamalı ürünlerden oluşmaktadır. Bu dört kategorinin kapasiteleri ve satışları tonaj bazında takip edilmekteyken süpriz yumurta ve oyuncaklı ürün kategorilerinin kapasiteleri ve satışları ise adet bazında takip edilmektedir.

85 ülkeye gerçekleştirdiği satış ile Türkiye'nin lider yumuşak ihracatçısı olan Şirket'in Amerika, Almanya, İngiltere ve Rusya'da satış ofisleri bulunmaktadır. Ayrıca Şirket'in 31.12.2019 tarihinde net yabancı para yükümlülüğü 174.5 milyon TL iken 30.06.2020 tarihinde bu tutar 92.5 milyon TL'ye gerilemiştir.

Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)	
Ödenmiş Sermaye	150.000.000 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı	37.500.000 TL
Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı	12.000.000 TL
Halka Arz Miktarı - Ek Satış Hakkı	6.000.000 TL
Halka Arz Toplam Miktarı:	49.500.000 TL
Halka Arz Oranı (Halka Açıklık)	% 26,4 (Ek Satış Dahil %29,6)
Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	
Halka Arz Fiyatı	8-9 TL
Halka Arz Öncesi Şirket Değeri	1,20 - 1,35 milyar TL
Halka Arz Büyüklüğü	396,0 - 445,5 milyon TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1,50 - 1,69 milyar TL
BİST İşlem Kodu	
KRVGD	
Halka Arz Tarihleri	
26 -27 Kasım 2020	
Aracılık Yöntemi	
En İyi Gayret Aracılığı	
Talep Toplama Yöntemi	
Fiyat Aralığı ile Talep Toplama	
Fiyat İstikrarı	
Planlanmaktadır, 30 Gün, ek satış yapılması durumunda buradan yaratılacak fonun kullanılması suretiyle yapılacaktır.	
Lock-up (Satmama Taahhüdü)	
1 Yıl	

Halka Arz Gelirinin Kullanımı:

Halka arz gelirinin %55'i ile Avrupa'da şirket satın alınmasında, %25'i ile yapılmakta olan yatırımların fonlanmasında ve fabrika binası satın alınmasında ve son olarak %20'si ile kısa vadeli kredilerin kapatılması hedeflenmektedir.

Ortaklık Yapısı:

	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
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 Kısım	-	-	49.500.000	26,40%
Toplam	150.000.000	100%	187.500.000	100%

Finansal Tablolar

Varlıklar TL	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Nakit ve Nakit Benzerleri	52.027.304	6.676.793	4.961.764	2.878.891
Ticari Alacaklar	245.065.936	187.329.956	163.001.183	105.230.570
-İlişkili taraflardan alacaklar	688.881	4.462.397	5.101.016	4.549.077
-İlişkili olmayan taraflardan alacaklar	244.377.055	182.867.559	157.900.167	100.681.493
Diğer Alacaklar	4.683.223	9.057.261	6.434.103	1.945.316
Stoklar	142.315.908	143.735.449	86.807.075	66.647.109
Pesin Ödenmiş Giderler	14.830.984	16.332.088	20.554.780	8.042.392
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	-	225.077	-
Diğer Dönen Varlıklar	21.217.848	24.989.061	19.313.152	13.047.478
Toplam Dönen Varlıklar	480.141.203	388.120.608	301.027.134	197.791.756
Ticari Alacaklar	-	37.892	61.423	-
Diğer Alacaklar	949.019	761.663	108.455	107.431
Kullanım Hakkı Varlıkları	1.692.696	1.264.932	-	-
Özkaynaklar Değerlenen Yatırımlar	10.488.489	8.918.234	239.619	-
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	5.269.000	3.040.883	3.042.683	3.114.123
Maddi Duran Varlıklar	412.875.686	276.255.574	150.399.262	132.446.579
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	20.715.062	10.916.488	11.255.623	8.331.084
-Şerefiye	16.885.600	6.996.362	6.996.362	6.996.362
-Diğer	3.859.462	3.920.126	4.259.261	1.334.722
Peşin Ödenmiş Giderler	13.701.915	8.416.259	9.678.770	4.316.247
Toplam Duran Varlıklar	465.691.867	309.611.925	174.785.835	148.315.464
Toplam Varlıklar	945.833.070	697.732.533	475.812.969	346.107.220

Kaynaklar TL	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Kısa Vadeli Borçlanmalar	90.133.107	112.295.400	85.080.794	81.574.920
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	127.022.842	78.736.405	50.967.441	21.383.935
Uzun Vadeli Kirama Borçlarının Kısa Vadeli Kısımları	1.395.380	883.947	-	-
Ticari Boğlar	101.147.781	108.697.484	98.780.870	74.690.149
-İlişkili taraflara	4.849.334	2.762.473	4.329.695	3.517.960
-İlişkili olmayan taraflara	96.298.447	105.935.011	94.451.175	71.172.189
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	8.138.790	6.591.208	4.371.710	3.516.625
Diğer	6.493.080	318.091	425.639	108.760
-İlişkili taraflara	3.734.230	72.086	84.396	108.760
-İlişkili olmayan taraflara	2.758.850	245.005	341.243	-
Ertelenmiş Gelirler	6.509.941	5.056.511	5.618.662	3.762.111
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	6.138.096	4.337.844	5.423.209	632.585
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.669.777	1.837.737	1.613.882	1.219.757
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	844.211	190.471	201.642	210.016
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	350.493.005	318.945.098	252.483.849	187.098.898
Uzun vadeli borçlanmalar	120.512.558	80.196.471	81.681.728	52.445.300
Uzun vadeli kiralama borçları	369.349	478.486	-	-
Ticari Boğlar	-	474.924	-	301.566
Ertelenmiş Gelirler	-	-	-	29.500
Uzun Vadeli Karşılıklar	5.704.115	3.886.219	2.851.828	2.079.210
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	35.890.493	10.182.806	2.101.870	3.048.867
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	162.476.515	95.218.906	86.635.426	57.904.443
Toplam Yükümlülükler	512.969.520	414.164.004	339.119.275	245.003.341

Kaynaklar TL	30/06/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Özkaynaklar				
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	424.697.342	278.350.474	132.799.852	98.542.279
Ödenmiş Sermaye	150.000.000	80.000.000	40.000.000	40.000.000
Ortak Kontrole tabi teşebbüs veya işletme birleşme etkisi	2.011.813	2.011.813	2.013.075	2.013.075
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılamayacak	240.112.113	145.632.168	69.179.387	69.179.387
Kapsamli Gelir Giderler	4.618.540	2.213.810	1.833.490	-1.325.441
Diğer Yedekler	2.500.000	2.500.000	8.606.618	3.714.640
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.409.204	942.820	771.981	688.734
Geçmiş Yıl Kar/Zarar	-25.416.521	-29.988.873	-17.771.305	-26.254.144
Dönem Net Kar/Zarar	49.462.193	75.038.736	28.004.160	10.526.028
Kontrol Gücü Olmayan Özkaynaklar	8.166.208	283.568.529	3.893.842	2.561.600
Toplam Özkaynaklar	432.863.550	283.568.529	136.693.694	101.103.879
Toplam Kaynaklar	945.833.070	697.732.533	475.812.969	346.107.220

Gelir Tablosu TL	30/06/2020	30/06/2019	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
Net Satışlar	469.107.370	333.220.997	687.362.079	534.216.898	355.257.897
Satışların Maliyeti	-318.528.794	-238.779.540	-477.049.179	-380.840.918	-271.084.588
Brüt Kar	150.578.576	94.441.457	210.312.900	153.375.980	84.153.309
Genel Yönetim Giderleri	-18.428.237	-12.117.803	-25.417.421	-19.324.003	-15.079.828
Pazarlama Giderleri	-45.035.184	-35.111.109	-71.747.540	-51.402.091	-33.265.266
ARGE Giderleri	-1.574.896	-953.773	-2.025.524	-1.157.990	-546.324
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	44.839.878	32.481.442	52.286.945	62.600.129	35.491.373
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-21.407.919	-26.894.787	-43.914.794	-46.454.835	-36.674.387
Esas Faaliyet Karı	108.972.218	51.845.427	119.494.566	97.637.190	34.078.877
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	3.731.004	162.622	808.921	831.195	406.111
Yatırım faaliyetlerinden giderler	-645.205	-384.318	-407.392	-13.986	-296.678
Özkaynak yönt. Değerlenen yatırım Kar/Zarar	176.392	3.526.835	5.178.615	-1.360.381	-142.445
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	112.234.409	55.510.566	125.074.710	97.094.018	34.045.865
Finansman Giderleri	-52.985.634	-24.922.220	-38.288.709	-62.720.802	-22.866.579
Vergi Öncesi Kar	59.248.775	30.228.346	86.846.001	34.373.216	11.179.286
Vergi	-8.384.214	-4.078.030	-10.887.236	-6.549.649	-120.890
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	1.402.368	-280.080	920.029	-180.593	532.368
Ana Ortaklık Net Kar	49.462.193	26.430.396	75.038.736	28.004.160	10.526.028

Piyasa Çarpanları Analizi

Oyak Yatırım, gerek yurt içi gerekse yurt dışı çarpan analizleriyle hesaplanan hedef fiyatlarda finnet veri programından alınan 1Y2020 yıllıklandırılmış verilerini kullanmıştır.

Konsolide Finansal Verileri (TL)	Net Kar	Net Borç	FAVÖK(*)	Net Borç/Favök
2019	75.038.736	265.913.916	124.473.332	2,1
1Y2020 Yıllıklandırılmış	98.070.533	287.405.932	165.844.819	1,7

(*) FAVÖK hesaplamasında; esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler kalemleri arızı olduğundan hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Değerleri

Kervan Gıda'nın Piyasa Çarpanları yöntemiyle piyasa değeri tespit edilirken, ana faaliyet alanı olan yumuşak şeker sektöründe birebir karşılaştırılabilir şirket olmaması sebebiyle BİST'de işlem gören gıda sektörleri kullanılmıştır. Çarpan analizi yönteminin tamamında Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) ve Fiyat / Kazanç (F/K), çarpanlarının medyanı dikkate alınmıştır.

BİST Gıda Sektörü	Piyasa Değeri	Yıllıklandırılmış FAVÖK marjı(**)	F/K	FD/FAVÖK
TUKAS	2.674.696.500 TL	24,2%	21,8	17,2
ULKER	7.715.520.000 TL	16,9%	9,4	5,8
KRVT	3.733.680.00 TL	14,5%	38,1	9,9
KNFRT	522.060.000 TL	13,9%	34,2	17,9
PETUN	1.151.844.300 TL	11,8%	14,8	12,1
TATGD	1.486.480.000 TL	11,5%	15,9	10,4
BANVT	2.538.598.435 TL	6,9%	a.d.	11,0
Medyan		13,9%	18,8	11,0

(**)FAVÖK marjı 5-25% aralığında olan şirketler medyan hesabına katılmıştır.

	Kervan Gıda
Yıllıklandırılmış FAVÖK	165.844.819
Yıllıklandırılmış net kar	98.070.533
30.06.2020 net borç	287.405.932
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

Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Değerleri

Oyak Yatırım, raporda Bloomberg verilerine göre hazırlanan karşılaştırılabilir şirketler kümesinde çoğu şirket için tahmin eksikliği sebebiyle yıllıklandırılmış çarpanlar medyanına yer verilmiş ve hedef değere Şirket'in yıllıklandırılmış verilerini kullanmıştır.

Yurtdışı Benzer Şirketler	Menşei	Piyasa Değeri (USD mn)	FAVÖK marjı	F/K	FD/FAVÖK
Tootsie Roll	ABD	1,983	18.3%	31,7	22,9
Wavel SA	Polonya	206	17.9%	15,3	7,5
Universal Robina	Filipinler	6,081	17,0%	29,0	13,7
Cloetta	İsveç	762	15,8%	15,1	9,6
M Dias Branco	Brezilya	2,122	14,1%	17,4	14,9
Grupo Nutresa	Kolombiya	2,697	14,1%	18,3	8,9
Morinaga&Co	Japonya	2,210	13,2%	20,9	7,0
Flower Foods	ABD	5,064	12,7%	21,3	10,6
Lotte Confectionery	Güney Kore	541	10,9%	19,3	6,2
Guan Chong	Malezya	820	8,5%	15,9	11,7
Medyan			14.1%	18.8	10.1

	Kervan Gıda
Yıllıklandırılmış FAVÖK	165.844.819
Yıllıklandırılmış net kar	98.070.533
30.06.2020 net borç	287.405.932
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

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

AOSM	
Risksiz Getiri Oranı	14,0%
Beta	1
Piyasa Risk Primi	5,0%
Şirket Risk Primi	1,0%
Vergi Oranı	11,8%
Borç oranı	40,0%
Özkaynak Oranı	60,0%
Sermaye Maliyeti	19,0%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	15,0%
AOSM	16,7%

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

Oyak Yatırım'ın düzenlediği İNA metodunda 6 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2020-2025 yılları için projekte edilmiştir.

İNA metodunda 6 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2020-2025 yılları için projekte edilmiştir. Raporda tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları, %5 uç büyüme değeri ve %16.7 AOSM ile indirgenen verilerden çıkan sonuca, 30.06.2020 tarihindeki 287 milyon TL'lik net borç tutarı eklendiğinde piyasa değeri 1.720 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin ödenmiş sermayesi olan 150 Milyon TL'ye göre hesaplanan pay başına değer 11.47 TL'dir.

Satışlar

Şirket kapasite ihtiyacı sebebiyle yatırımlarını sürdürmektedir. 2020, 2021, 2022, 2023, 2024 ve 2025 yıllarında yatırımların satışlara oranının %8.9, %2.6, %6.8, %2.7, %5.4 ve %2.6 olması tahmin edilmektedir.

Çarpan Analizi Sonucu

Değerleme Yöntemi	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA Analizi	1.719.805.879	%50	859.902.939
Yurt İçi Çarpanlar Analizi	1.693.322.262	%25	423.330.565
Yurt Dışı Çarpanlar Analizi	1.616.749.168	%25	404.187.292
	Toplam		1.687.420.796
	Pay Başına Değer		11,25

Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı

	Taban	Tavan
Hedef Piyasa Değeri	1.687.420.797	1.687.420.797
İskonto Oranı	28,9%	20,0%
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	8,0	9,0

Kervan Gıda'nın çarpan değerlendirmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin çarpan değerini %25'er ve indirgenmiş nakit akımı çarpan değerini %50 olarak hesaplanıp, hisse hedef başı hedef değeri 11.25 TL olmaktadır.

Taban olarak %28.9 halka arz iskontosu uygulandığında hisse başına değer 8.00 TL'ye, tavan olarak ise %20 iskonto uygulandığında ise hisse başına değer 9.00TL'ye gelmektedir.

Değerleme

Kervan Gıda'nın çarpan değerlendirmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin çarpan değerini %25'er ve indirgenmiş nakit akımı çarpan değerini %50 olarak hesaplanıp, hisse hedef başı hedef değeri 11.25 TL olmaktadır. Taban olarak %28.9 halka arz iskontosu uygulandığında hisse başına değer 8.00 TL'ye, tavan olarak ise %20 iskonto uygulandığında ise hisse başına değer 9.00TL'ye gelmektedir.

Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Kervan Gıda'nın fiyat tespit raporundaki bilgi ve veriler yeterince açıklayıcı verilerle desteklenmiştir. Fiyat tespitiyle alakalı olarak kullanılan %50 İNA ile %50 Piyasa Çarpanları ağırlıklandırmalarının firmayı değerlendirme yöntemi açısından doğru ve yeterli olduğu düşünülmektedir.
- Türkiye'deki 10 yıllık tahvilin son bir yıllık performansı değerlendirilerek risksiz getiri oranının %14, sermaye piyasası risk priminin %5 olarak kabul edilmesi ve özsermaye maliyetinin %16,7 olarak hesaplanması tarafımızca makuldür. Beta değeri 1 kabul edilmiştir, tarafımızca bu rakam da uygun bulunmuştur.
- Şirketin hasılatının 2020 yılında %47,1, 2021 yılında %41,7, 2022 yılında %22,6, 2023 yılında %26,5, 2024 yılında %16,7 ve 2025 yılında %12,4 oranında artacağı varsayılmıştır. Operasyonel Kar Marjlarında ortalama olarak brüt kar marjının %32 olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür. Faaliyet giderlerinin satışlara oranı ise %14 civarında yıllara oranla değişkenlik göstermektedir. Bu oranlar da tarafımızca makul bulunmuştur.
- Şirketin hasılatındaki mevcut büyüme oranları, yüksek büyüme potansiyeli ve ihracatta genişleme vizyonu göz önünde bulundurulduğunda, performans beklentisi açısından İNA yöntemine %50 ağırlık verilmesi makul bulunmuştur. Nihai Büyüme Oranı ise %5 olarak kullanılmıştır. Şirketin büyüme karakteri göz önünde bulundurulduğunda, bu oran tarafımızca makul karşılanmıştır.
- Piyasa çarpanları yönteminde yurtdışı ve yurtiçi çarpanlar birbirine yakın değerler vermektedir. Yurtiçi çarpanlarda sektörü temsil açısından kullanılan şirketlerden çarpan değeri uç değerler gösteren şirketlerin çıkarılması daha uygun olacaktır. Şirketin büyüme potansiyeli göz önünde bulundurulduğunda indirgenmiş Nakit Akışı yönteminden elde edilen değerler ve hesaplanan fiyat makul bulunmuştur.
- Döngüsel sektörlerden gıda endüstrisinin pandemi sonrası dünyadaki pozitif konumu ve 2000 sonrası dönemde alışılmışın dışında olan, gelişmekte olan ülkelerden gelişen ekonomilere sermaye akımlarının yaşandığı dönemde şirketin Avro Bölgesi'ne açılma vizyonuna bağlı olarak İNA yönteminde nihai büyüme oranının %5 alınması makul bulunmuştur.