



KERVAN GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

**Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan
Varsayımlara İlişkin Denetim Komitesi Tarafından
Hazırlanan Değerlendirme Raporu**

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 No’lu Pay Tebliği’nin 29. maddesi uyarınca hazırlanmış olup, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin denetim komitesinin değerlendirmelerini içermektedir.

20.05.2022

1. RAPORUN AMACI

Bu raporun amacı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi uyarınca Şirket'in halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmedi ise nedeninin açıklanmasıdır.

2. FİYAT TESPİT RAPORUNDA YER ALAN ÖZEL ve OLAĞANDIŞI VARSAYIMLAR

Halka arz sürecinde Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan ve Şirketimizin internet sitesi ile KAP'ta yatırımcıların bilgisine sunulan 08.10.2020 tarihli Fiyat Tespit Raporu'nda (Rapor) kullanılan varsayımlar aşağıdaki gibidir.

Şirket tarafından sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmış, Şirket'in mevcut yapısı ile geleceğe dönük sektörel beklentiler değerlendirilmiş ve bu süreçte Türkiye ve dünya ekonomisinin gösterdiği ve ileride göstereceği tahmin edilen performanslar da dikkate alınmıştır.

İlgili Rapor'da Şirket'in 2017, 2018, 2019 yıl sonu dönemleri ile 2019 ve 2020 yılları 2. çeyrek dönemlerine ilişkin özel bağımsız denetimden geçmiş olan finansal tabloları esas alınmıştır. Aynı zamanda Şirket yönetimi tarafından sağlanan satış yöntemi, tedarik yöntemi, tahsilat ve ödeme koşulları gibi verilerin Şirket faaliyetlerini doğru yansıttığı kabul edilmiştir.

Değerleme raporunun oluşturulmasında aşağıda sayılan varsayımlar kullanılmıştır:

- i) Şirket'in, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vs. gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği,
- ii) Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışlagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı,
- iii) Türk ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gerçekleştirmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği.

Bu varsayımların Şirket değerlemesini doğrudan etkileyen sonuçları vardır. Değerlemede ayrıca olağanüstü herhangi özel bir varsayımda bulunulmamıştır.

Şirket değerlemesi, değeri etkileyebilecek ilgili tüm faktörlerin dikkate alınması ile hesaplanır. Bu faktörler genellikle şunları içerir:

- İşletmenin geçmişi
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görüntüsü
- İşletmenin mali yapısı ve defter değeri
- İşletmenin kar yaratma kapasitesi
- İşletmenin, sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki halka açık şirketlerin piyasa değerleri

3. FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN YÖNTEMLER

Oyak Yatırım, Kervan Gıda'nın halka arz fiyatının tespitinde Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımı) ve Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları Analizi) yöntemlerini kullanmıştır. Her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılmıştır. Piyasa Çarpanları Analizi yönteminde %50 yurt içi benzer şirket çarpanları ağırlıklandırılırken %50 yurt dışı benzer şirket çarpanları ağırlıklandırılmıştır. Böylece nihai şirket değeri belirlenmiştir.

- **İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemi:** Gelir bazlı bir değerlendirme yöntemi olup şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı nakit akımlarını tahmin edip, beklenen nakit akımlarının Ağırlıklı Sermaye Maliyeti Oranı ile iskonto edilip günümüze indirgenmesi ile şirket değerinin hesaplanmasını içerir.
- **Piyasa Çarpanları Analizi:** Piyasa bazlı bir yöntem olup şirket değeri, şirketin faaliyet gösterdiği sektörde olan ve borsada işlem gören gerek yurt içindeki gerekse yurt dışındaki şirketlerin değerleri ve çarpanları göz önüne alınarak hesaplanmaktadır.

2.1. İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Oyak Yatırım tarafından Rapor'da kullanılan İNA varsayımları aşağıdaki şekildedir:

Satışlar

Şirket'in 2017-2019 dönemi ciro YBBO'su tonaj bazında %42,0 ve adet bazında %14,7 olarak gerçekleşirken konsolide ciro büyüme oranı %39,1'dir. Şirket'in tonaj bazında satış hacminin 2017-2019 döneminde YBBO'su %11,1 olarak gerçekleşirken adet bazında satış hacminin YBBO'su -%8,8 olarak gerçekleşmiş ve adet bazında satış hacmi azalmıştır.

2020-2025 dönemi için ise ciro YBBO'su tonaj bazında %23,0 ve adet bazında %28,9 olarak tahmin edilmiştir. Konsolide ciro büyüme tahmini %23,6'dır. Aynı dönemde tonaj ve adet bazında satış hacimlerinin YBBO'ları sırasıyla %11,4 ve %17,4 olarak projekte edilirken ağırlıklı olarak Şirket'in yıllar içerisindeki tonaj ve adet beklentileri dikkate alınmıştır. Kapasite artışlarının taleple karşılanarak yüksek kapasite kullanım oranlarının jelly ve licorice ürünlerinde devam edeceği ve diğer ürünlerde de kapasite kullanımının artacağı yönünde projeksiyon oluşturulmuştur.

Faaliyet Giderleri

Faaliyet giderlerinin projeksiyonu geçmiş yıllara ait gerçekleştirmeler ve ileriye dönük beklentilere paralel olacak şekilde hesaplamalara dahil edilmiştir. Faaliyet giderleri ciro büyümesine bağlı olarak yıllar itibarıyla artarken, faaliyet giderlerinin ciroya oranı 2017 yılında %13,8, 2018 yılında %13,5, 2019 yılında %14,4 olarak gerçekleşmiştir. 30 Haziran 2019 ile biten 6 aylık dönemde faaliyet giderlerinin ciroya oranı %14,5 iken, 2020 yılının aynı döneminde azalarak %13,9 seviyesine düşmüştür. Önümüzdeki yıllarda da, faaliyet giderlerinin ciroya oranının %14,1 ile %14,4 aralığında olması tahmin edilmektedir.

Yatırım Harcamaları

Şirket'in öngörülerinde kapsamında projeksiyon dönemi boyunca kapasite artırımı ve iyileştirme yatırımları yapması beklenmektedir. 2020 yılında yapılması öngörülen yatırım tutarı 90.307.950 TL'dir. 2020, 2021, 2022, 2023, 2024 ve 2025 tahminlerimize göre yatırımların satışlara oranının %8,9, %2,6 % 6,8, %2,7, %5,4 ve %2,6 olması öngörülmektedir.

İşletme Sermayesi

Ticari İşletme Sermayesi, 5 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket'in özel bağımsız denetim raporunun bilanço ve gelir tablosu tutarlarına göre son 3 yılın ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incelenmiş, Şirket yönetiminin beklentilerine göre nakit dönüşüm süresinin ortalama 100 gün olacağı değerlendirilmiştir. İşletme sermayesi tarafında toparlanma bekleyen Şirket'in beklentilerine göre nispeten konservatif tuttuğumuz tahminlerde alacak gün sayısı (2019: 99) 2020'de 100, sonraki yıllarda 95 tahmin edilmiştir. Stok gün sayısı (2019: 110) 2020'de 90, sonraki yıllarda 85 tahmin edilirken projeksiyon döneminde ticari borç gün sayısı 80 olarak korunmuştur (2019: 83).

İNA Değeri

Oyak Yatırım tahmin edilen Serbest Nakit Akımlarını %16,7 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ile indirgeyerek İNA analizinden Şirket için 2.007.211.811 TL firma değeri hesaplamıştır. Şirket'in 30.06.2020 tarihli bilançosundaki net finansal borç tutarı olan 287.405.932 TL de düşüldükten sonra 1.719.805.879 TL piyasa değerine ulaşmıştır.

2.1. Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Piyasa çarpanları metodu, değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.

Oyak Yatırım tarafından Kervan Gıda'nın halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içinde ve yurt dışında benzer sektörde faaliyet gösteren şirketlerin Piyasa Değeri/Net Kar ve Firma Değeri/FAVÖK çarpanlarının medyanları kullanılmıştır.

Oyak Yatırım, Şirket'in 30.06.2020 tarihli bilançosundaki net finansal borç ve yıllıklandırılmış Net Kar ve FAVÖK değerlerini çarpan analizinde kullanmıştır.

2.1.1. Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları:

Şirket için yapılan yurt içi çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanı olan yumuşak şeker sektöründe birebir karşılaştırılabilir şirket olmaması sebebiyle BIST'de işlem göre gıda şirketlerine yer verilmiştir. Şirketlerin son piyasa değerleri ve 1Y2020 finansallarıyla yıllıklandırılmış tutarlarla yapılan analizde FAVÖK marjı %5-25 aralığında olan şirketler medyan hesabına katılmıştır. Piyasa çarpanları olarak Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) kullanılmıştır. Buna göre 28 Eylül 2020 tarihi kapanışı itibarıyla Borsa İstanbul'da işlem gören bu şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının medyanları aşağıdaki tabloda görülebilir. Yurt içi karşılaştırılabilir şirketlerin piyasa çarpanları kullanılarak ve iki piyasa çarpanı oranı da eşit ağırlıklandırılarak ulaşılan piyasa değeri 1.693 milyon TL'dir.

Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirket Çarpanları	
FD/FAVÖK Çarpanları Medyanı	11,0
F/K Çarpanları Medyanı	18,8
Şirket Yıllıklandırılmış FAVÖK	165.844.819
Şirket Yıllıklandırılmış Net Kar	98.070.533
30.06.2020 Net Finansal Borç	287.405.932
FD/FAVÖK Çarpanı ile Piyasa Değeri	1.539.222.536
F/K Çarpanı ile Piyasa Değeri	1.847.421.987
%50 - %50 Ağırlıklı Piyasa Değeri	1.693.322.262
Pay Başına Değer	11,29
Kaynak: Fiyat Tespit Raporu	

2.1.2. Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları:

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. Yine her iki oranın da eşit öneme sahip olduğu varsayımı ile FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak ulaşılan piyasa değeri 1.617 milyon TL'dir.

Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirket Çarpanları	
FD/FAVÖK Çarpanları Medyanı	10,1
F/K Çarpanları Medyanı	18,8
Şirket Yıllıklandırılmış FAVÖK	165.844.819
Şirket Yıllıklandırılmış Net Kar	98.070.533
30.06.2020 Net Finansal Borç	287.405.932
FD/FAVÖK Çarpanı ile Piyasa Değeri	1.388.818.622
F/K Çarpanı ile Piyasa Değeri	1.844.679.715
%50 - %50 Ağırlıklı Piyasa Değeri	1.616.749.168
Pay Başına Değer	10,78
Kaynak: Fiyat Tespit Raporu	

4. HALKA ARZ DEĞERİ

Sonuç olarak, değerleme çalışmasında hem indirgenmiş nakit akımı hem de piyasa çarpanları yöntemleri incelenmiştir. İndirgenmiş nakit akımına %50, yurt içi ve yurt dışı şirket çarpanları analizlerine %25'er pay vererek ulaşılan halka arz öncesi hedef piyasa değeri 1.687 milyon TL ve halka arz öncesi sermayeye bölünerek bulunan hisse başı hedef değer de 11,25 TL olmuştur. Sonrasında ise %20,0 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 9,00 TL halka arz değeri tespit edilmiştir.

Kervan Gıda Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA	1.719.805.879	50%	859.902.939
Yurt içi çarpanlar analizi	1.693.322.262	25%	423.330.565
Yurt dışı çarpanlar 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 (TL)	Tavan
Nominal Sermaye	150.000.000
Halka Arz Fiyatı	9,00
Halka Arz Fiyatları İle Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	1.350.000.000
Hedef Piyasa Değeri	1.687.420.797
İskonto Oranı	-20,0%

5. 31.03.2022 GERÇEKLEŞMELERİ

Kervan Gıda Gelir Tablosu	Tahmin	Gerçekleşen	Gerçekleşme Oranı
Tahmin ve Gerçekleşenler, TL	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2022
Net Satışlar	1.756.345.530	997.891.859	57%
Brüt Kar	562.694.214	269.830.716	48%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>32,0%</i>	<i>27,0%</i>	<i>84%</i>
Faaliyet Giderleri	250.465.922	161.142.039	64%
<i>Faaliyet Giderleri / Net Satışlar</i>	<i>14,3%</i>	<i>16,2%</i>	<i>113%</i>
Faaliyet Karı	312.228.292	108.688.677	35%
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	<i>17,8%</i>	<i>10,9%</i>	<i>61%</i>
FAVÖK	335.228.292	139.735.146	42%
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>19,1%</i>	<i>14,0%</i>	<i>73%</i>
Vergi Oranı	12,0%	9,0%	75%
<i>Vergi Sonrası Faaliyet Karı</i>	<i>274.760.897</i>	<i>98.943.376</i>	<i>36%</i>
Amortisman	23.000.000	31.046.469	135%
Yatırım Harcaması	119.917.247	59.278.041	49%
İşletme Sermayesi İhtiyacı	87.173.128	266.190.312	305%

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemine göre 2022 yılı net satışları 1.756.345.530 TL olarak tahmin edilmiştir. 2022 yılı 1. çeyrek itibarıyla gerçekleşen net satış tutarı ise 997.891.859 TL olmuştur. Gerçekleşme oranı yaklaşık %57'dir. 2021 yılının aynı dönemine göre yaklaşık %208 büyümeye kaydedilmiştir. 2022 yılında görülen bu yüksek büyümenin en temel sebebi Polonya'da satın alınan şirketin konsolidasyona dahil olmasıdır. Fiyat tespit raporunda tahmin edilen net satış tutarının yarısından fazlasının yalnızca ilk çeyrek itibarıyla karşılanmış olmasının en önemli sebeplerinden biri de yine fiyat tespit raporu döneminde Polonya'nın henüz satın alınmamış olmasıdır. Bunların yanında Türkiye tarafında tonaj ve fiyat artışları net satış büyümesinde önemli etki oluşturmıştır.

İNA yöntemine göre 2022 yılı brüt kar tutarı 562.694.214 TL, brüt kar marjı ise %32,0 olarak tahmin edilmiştir. 2022 yılı 1. çeyrek itibarıyla gerçekleşen brüt kar tutarı 269.830.716 TL, brüt kar marjı ise %27,0 olmuştur. Brüt kar marjı için gerçekleşme oranı %84 seviyelerindedir. Brüt kar marjının tahmin edilenden düşük çıkmasının en önemli sebebi hammadde ve emtia fiyatlarındaki artışlarla beraber navlun masraflarında meydana gelen artışlardır. Aynı zamanda Polonya'da satın alınan şirketin kar marjının düşük olması da önemli etkenlerden biridir. Konsolidasyona ilk defa 2021 yılı üçüncü çeyrekte dahil edilen bu şirket kar marjlarında baskı oluşturmıştır.

İNA yöntemine göre 2022 yılı toplam faaliyet giderleri 250.465.922 TL olarak tahmin edilirken 2022 yılı 1. çeyrek itibarıyla gerçekleşen toplam faaliyet giderleri 161.142.039 TL olmuştur. Bunun sonucunda tahmin edilen faaliyet giderleri/net satışlar oranı %14,3 iken gerçekleşen oran %16,2'dir. 2022 yılı için tahmin edilen faaliyet karı 312.228.292 TL ve tahmin edilen faaliyet kar marjı %17,8 iken 2022 yılı 1. çeyrek itibarıyla gerçekleşen faaliyet karı 108.688.677 TL ve gerçekleşen faaliyet kar marjı %10,9 olmuştur. Faaliyet kar marjındaki düşüşün en önemli

sebebi brüt kar marjındaki azalıştır. Bunun yanında Polonya’da satın alınan şirketin karlılık anlamında problemleri olması ve faaliyet giderleri / net satışlar oranının yüksek olması da faaliyet kar marjını aşağı çekmiştir. Ek olarak Polonya’da satın alınan şirketin arazi, bina, makine – ekipman ve maddi olmayan duran varlıklarına yapılan değerlemeler sonucunda ciddi bir değer artışı ortaya çıkmıştır. Bu değer artışlarından kaynaklı olarak Polonya tarafından yüksek amortisman gideri gelmektedir. Aynı zamanda global anlamda artan navlun fiyatları kaynaklı müşterilere destekler verilmiştir. Bu destekler de faaliyet giderini artırmıştır ve faaliyet kar marjının düşmesine neden olmuştur.

İNA yöntemine göre Şirketimizin 2022 yılı FAVÖK tutarı 335.228.292 TL olarak tahmin edilmiştir. 2022 yılı 1. çeyrek itibarıyla gerçekleşen FAVÖK tutarımız ise 139.735.146 TL’dir. Böylelikle FAVÖK gerçekleşme oranı yalnızca 1. çeyrek itibarıyla %42 olmuştur. Aynı zamanda FAVÖK marjı da %19,1 olarak tahmin edilmiştir ve gerçekleşen oran ise %14,0’dır.

Sonuç olarak Covid-19 pandemisine rağmen Şirketimiz büyümeye devam etmiş ve yatırımlarını hem yurt içinde hem de yurt dışında sürdürmüştür. Bunun sonucunda Fiyat Tespit Raporu’nda esas alınan karlılık varsayımları büyük çoğunlukla gerçekleşmiştir. Önümüzdeki dönemlerde de Şirketimiz büyüme ve karlılık stratejileri doğrultusunda adımlarını atacak ve Fiyat Tespit Raporu’nun hazırlanmasına esas teşkil eden varsayımları gerçekleştirmek için çalışacaktır.

Bilgilerinize sunarız.

Saygılarımızla,

Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.