

KERVAN GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş. HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor SPK'nın VII-128.1 nolu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Şirket Hakkında

- Kervan Gıda (Şirket), 1994 yılında İstanbul'da kurulmuş olup üretim kapasitesinin çoğunluğunu oluşturan yumuşak şeker (jelly, licorice ve marshmallow) kategorisi başta olmak üzere; sakız, sert şeker, draje çikolata, sürpriz yumurta ve oyuncaklı ürün kategorilerini içeren geniş bir yelpazede şekerleme sektöründe üretim ve satış faaliyetleri göstermektedir. Sakız grubunda şekerli, şekersiz, yuvarlak ve draje sakız üretimi ve satışı yapan Şirket, draje çikolata kategorisinde ise çikolata kaplamalı ürünlerin üretim ve satışını gerçekleştirmektedir. Şirket yumuşak şeker, sakız, sert şeker ve draje çikolata kategorilerinin kapasitelerini ve satışlarını tonaj bazında takip etmekte olup sürpriz yumurta ve oyuncaklı ürün kategorilerinin kapasite ve satışlarını adet bazında takip etmektedir.
- Şirket, üretim faaliyetlerine Kervan markası altında sakız kategorisi ile başlamış; 1999 yılında bünyesindeki ürün çeşitliliğini artırarak Bebeto markası ile Jelly kategorisinde de üretim sürecine girmiştir. 2005 yılında ilk Licorice hattını üretime açan Şirket, 2016 yılında ilk Marshmallow üretim hattını faaliyete geçirmiştir. Şirket, 2014 yılında sert şeker üreticisi Akaş Firması'nı, 2016 yılında da draje çikolata, oyuncaklı ürün satışı ve sürpriz yumurta alanında faaliyet gösteren Uçantay Fabrikası'nı satın alarak üretim hattını genişletmiştir.
- Kervan Gıda (Şirket), İstanbul ve Akhisar'da bulunan 3 fabrikası ile toplamda 70.000 m²'lik üretim tesislerine sahip olup 2.100 çalışanı ile faaliyetlerine devam etmektedir.
- Şirket'in yurtdışında ABD (2013), Birleşik Krallık (2016), Almanya (2018) ve Rusya'da (2019) toplamda 4 adet satış ofisi bulunmaktadır. Şirket, 85 ülkeye ihracat yapmakta olup ihracat gelirlerinin toplam ciro içerisindeki payı 2017'de %56, 2018'de %63 ve 2019'da %58 oranındadır. Şirket'in 2020 yılsonunda 72.300 tonluk üretim hedefi bulunmaktadır.
- Şirket'in ana faaliyetlerinin bağlı olduğu şekerleme sektörü, Türkiye'de 2019 yılında %1,5 büyüme göstererek 86.700 tonluk büyüklüğe ulaşmıştır. Yumuşak şeker sektörü ise yurtiçi pazarda 2019 yılında yıllık %6,6'lık artışla 15.348 ton olmuş, 2020 yılının ilk 6 ayında da geçen senenin aynı dönemine göre yıllık %3,2'lik artış gösterip 8.137 ton olarak gerçekleşmiştir. Değer açısından ise yumuşak şeker sektörü Türkiye'de 2019'da yıllık %36'lık büyüme gösterip 375 milyon TL büyüklüğe ulaşmıştır.
- Şirket'in, 30 Haziran 2020 itibarıyla ton ve adet olarak kapasitesi sırasıyla 60.200 ton/yıl ve 83.200 bin adet/yıldır. Şirket'in satışlarının %70,7'sini oluşturan Jelly ve Licorice ürün gruplarının 2020 yılının ilk yarısı itibarıyla kapasite kullanım oranı sırasıyla %98,7 ve %86,9'dur. 30 Haziran 2020 itibarıyla Şirket'in üretim kapasitesi ve KKO aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Ürün Grubu	Birim	Kapasite (Yıllık)	Üretim (6 Aylık)	Kapasite (6 Aylık)	KKO
Jelly	Ton	34.000	16.781	17.000	98,70%
Licorice	Ton	10.000	4.346	5.000	86,90%
Marshmallow	Ton	4.200	884	2.100	42,10%
Sakız	Ton	3.600	956	1.800	53,10%
Sert Şeker	Ton	3.000	984	1.500	65,60%
Draje Çikolata	Ton	5.400	1.236	2.700	45,80%
Oyuncaklı Ürün	Adet	40.000.000	12.929.735	20.000.000	64,60%
Sürpriz Yumurta*	Adet	43.200.000	3.824.160	7.200.000	53,10%
	Ton	60.200	25.186	30.100	83,70%
	Adet	83.200.000	16.753.895	27.200.000	61,60%

* Kapasite kullanım oranı hesaplamasında sürpriz yumurta hattı 2020 Nisan sonunda aktif olduğundan, iki aylık kapasite olarak dikkate alınmıştır.

- Şirket'in, finansal tablo dönemleri itibarıyla net satışlarının dağılımı ürün bazlı kırılımları itibarıyla aşağıda gösterilmiştir.

Şirket'in Net Satışlarının Ürün Bazlı Kırılımı

Net Satışlar (mn TL)	2017	Payı (%)	2018	Payı (%)	2019	Payı (%)	1Y2019	Payı (%)	1Y2020	Payı (%)
Jelly	177	49,8%	264	49,5%	342	49,8%	165	49,4%	263	56,0%
Licorice	53	14,8%	90	16,8%	115	16,7%	53	16,0%	69	14,7%
Draje Çikolata	16	4,5%	32	6,0%	59	8,5%	33	9,9%	40	8,5%
Oyuncaklı Ürün	41	11,6%	56	10,4%	54	7,9%	24	7,3%	28	6,0%
Sakız	34	9,5%	42	7,8%	48	7,0%	24	7,2%	25	5,4%
Marshmallow	25	7,1%	32	5,9%	31	4,5%	17	5,0%	17	3,6%
Sert Şeker	7	1,9%	13	2,5%	23	3,4%	10	2,9%	11	2,4%
Sürpriz Yumurta	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	8	1,7%
Diğer	3	0,8%	6	1,0%	15	2,1%	8	2,3%	8	1,8%
Toplam	355	100,0%	534	100,0%	687	100,0%	333	100,0%	469	100,0%

- Şirket net satışlarının kanal bazlı kırılımlarını gösteren tablo ise aşağıda verilmiştir.

Şirket'in Net Satışlarının Kanal Bazlı Kırılımı

(mn TL)	2017	2018	2018/2017 Değişim %	2019	2019/2018 Değişim %	1Y2019	1Y2020	1Y20/1Y19 Değişim %
Kervan Konsolide Ciro	355	534	50,0%	687	29,0%	333	469	41,0%
İhracat	199	335	68,0%	397	18,0%	190	268	41,0%
Geleneksel	81	87	8,0%	114	30,0%	53	67	27,0%
Organize Ticaret	75	112	48,0%	177	58,0%	91	134	48,0%

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortak	Halka Arz Öncesi		Ek Satış Hariç		Ek Satış Dahil	
	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı
Mitat Başar	19.510.000	13,01%	18.010.000	9,61%	17.260.000	9,21%
Mahmut Koçum	18.750.000	12,50%	17.250.000	9,20%	16.500.000	8,80%
Aydın Çelik	18.750.000	12,50%	17.250.000	9,20%	16.500.000	8,80%
Suat Erdem	18.750.000	12,50%	17.250.000	9,20%	16.500.000	8,80%
Mehmet Şükrü Başar	17.620.000	11,75%	16.120.000	8,60%	15.370.000	8,20%
Fikret Başar	17.620.000	11,75%	16.120.000	8,60%	15.370.000	8,20%
Burhan Başar	17.620.000	11,75%	16.120.000	8,60%	15.370.000	8,20%
Fahrettin Çezik	17.620.000	11,75%	16.120.000	8,60%	15.370.000	8,20%
Nurcan İlbahar	1.880.000	1,25%	1.880.000	1,00%	1.880.000	1,00%
Necla Delal	1.880.000	1,25%	1.880.000	1,00%	1.880.000	1,00%
Halka Açık	-	-	49.500.000	26,40%	55.500.000	29,60%
TOPLAM	150.000.000	100,00%	187.500.000	100,00%	187.500.000	100,00%

- Şirket, gerçekleştireceği halka arz faaliyetinde halka arz yöntemini “Mevcut Ortakların Pay Satışı” ve “Sermaye Artırımı” ile gerçekleştirecektir. Talep toplama yöntemi ise “Fiyat Aralığı ile Talep Toplama” olarak belirlenmiştir. Aracılık Yöntemi “En İyi Gayret Aracılığı” ile sağlanacaktır. Gerçekleştirilecek olan tahsisatların %20'si yurt dışı kurumsal yatırımcıya, %30'u yurt içi bireysel yatırımcıya, %50'si yurtiçi kurumsal yatırımcıya yönelik olacaktır. Yapılacak halka arz sonucunda Şirket'in halka açıklık oranı %26,4, ek satışın gerçekleşmesi durumunda ise toplamda %29,6 olacaktır.

- Şirket'in halka arz öncesi ödenmiş sermayesi 150.000.000 TL'dir. Şirket, halka arz yönteminde Mevcut Ortakların Pay Satışı'nın yanı sıra sermaye artırımına da gideceği için halka arz sonrasında ödenmiş sermayesi 187.500.000 TL olacaktır.
- Şirket, toplamda ek satış dahil 55.500.000 TL'lik nominal değerli payların halka arzını yapacaktır. Belirlenen halka arz fiyatı 8,00 - 9,00 TL fiyat aralığında olduğundan dolayı ek satışlarla birlikte halka arz büyüklüğünün 8,00 TL fiyatından olursa toplamda 444.000.000 TL; 9,00 TL fiyatından olursa toplamda 499.500.000 TL olması beklenmektedir. Talep toplama tarihi 26-27 Kasım 2020 tarihlerinde, gerçekleşecektir.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

- 1- **Avrupa'da Şirket Satın Alımı:** Şirket, gümrük avantajlarından yararlanmak, coğrafi riskleri dağıtmak ve Avrupa modern kanalında (zincir marketlerde) Beбето markasının konumunu güçlendirmek üzere kendi sektöründe faaliyet gösteren, Avrupa Birliği sınırları içerisinde bir şirket satın almayı planlamaktadır. Şirket, satın alma sonrası sağlayacağı ilave 10.000 ton hacim artışı ile hedef şirketin operasyonel verimliliğini artırarak FAVÖK marjında iyileşme hedeflemektedir.
- 2- **Yatırım Finansmanı:** Halka arz gelirlerinin yaklaşık %25'i ile yapılmakta olan yatırımların tamamlanması ve potansiyel hat yatırımları için Akhisar'da yeni fabrika binası satın alınması planlanmaktadır. Bu yatırımlar sonucunda Şirket, kapasitesini yaklaşık %20 oranında artırmayı planlamaktadır. Hatların tam kapasite ile çalışması durumunda bu artışın Şirket'in yıllık cirosuna katkısının yaklaşık 30 milyon USD olması hedeflenmektedir. Şirket uzun vadeli planları çerçevesinde 2022 yılında yeni Jelly ve Licorice hat yatırımları da planlamaktadır.
- 3- **Finansal Borçların Ödenmesi:** Şirket, halka arz gelirlerinin yaklaşık %20'lik kısmıyla kısa vadeli finansal kredilerini kapatmayı hedeflemektedir. Şirket, finansal borçlarının azaltılması ve toplam finansal borçlarının içerisinde uzun vadeli kredilerin oranını artırarak daha güçlü bir pozisyon elde etmeyi planlamaktadır.

Halka Arz Hakkında Bilgi	
Halka Arz Edilen Şirket	Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Kervan Gıda)
Fiyat Aralığı	8,00 TL - 9,00 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye (TL)	150.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	Ortak Satışı: 12.000.000 TL Nominal Değerli Paylar Sermaye Artırımı: 37.500.000 TL Nominal Değerli Paylar
	Ek Satış: 6.000.000 TL Nominal Değerli Paylar
Halka Açıklık Oranı	26.4% (Ek Satış Sonrası %29.6)
Ek Satışın Halka Arza Oranı	12,1%
Halka Arz Büyüklüğü	396.000.000 TL - 445.500.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	444.000.000 TL - 499.500.000 TL
Tahsisat Grupları	Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar - 14.850.000 TL nominal değerdeki %30 kısmı Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar - 24.750.000 TL nominal değerdeki %50 kısmı Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar - 9.900.000 TL nominal değerdeki %20 kısmı
Halka Arz Sonrası Piyasa Büyüklüğü	1.500.000.000 TL - 1.687.500.000 TL
Fiyat İstikrarı Sağlayıcı İşlemler	Hissenin işlem görmeye başlamasından sonra 30 gün boyunca yapılması planlanmaktadır. Ayrılacak azami fon ek satış yapılması durumunda buradan sağlanacak tutar kadar olacaktır.
Talep Toplama Tarihi	26 - 27 Kasım 2020

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Hazırlamış ve KAP’ta yayınlamış olduğu Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Değerlendirme

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda;

a) **Piyasa Çarpanları Yöntemi** ve

b) **İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi - İNA** analizi yöntemleri kullanmıştır.

Değerleme çalışmasında; “**Piyasa Çarpanları Yöntemi**” yöntemine %50 (yurt içi piyasa benzer şirket çarpanlarına %25, yurt dışı piyasa benzer şirket çarpanlarına %25) ve “**İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi - İNA**” analizi yöntemine %50 eşit ağırlık verilerek öz sermaye değeri hesaplanmıştır.

1. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Yurt içi benzer şirketler olarak Bist-100 şirketlerine bakıldığında; Şirket’in faaliyetleriyle uyumlu yeterli benzer şirket tespit edilememiştir. Bu doğrultuda, yurtiçi çarpan analizinde; Ana Pazar ve BİST-100’de işlem gören gıda şirketlerinin 30/06/2020 verileri son 12 ay olarak dikkate alınmıştır.

Piyasa Çarpanları yöntemiyle yapılan analizde Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat / Kazanç (F/K) çarpanları dikkate alınmıştır.

Şirket’in 2019 yılı verileriyle, 2020 ilk yarı ve 2019 ikinci yarı verilerinin toplamıyla hesaplanan 1Y20 yıllıklandırılmış tutarları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Hesaplamalarda kullanılan FAVÖK tutarı esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler hesaplarını içermemektedir. Gerek yurt içi gerekse yurt dışı çarpan analizleriyle hesaplanan hedef fiyatlarda Finnet veri programından alınan 1Y2020 yıllıklandırılmış veriler kullanılmıştır.

Kervan Gıda Konsolide Finansal Veriler

TL	2019	1Y2020 Yıllıklandırılmış Verileri
FAVÖK	124.473.332	165.844.819
Net Kar	75.038.736	98.070.533
Net Borç	265.913.916	287.405.932
Net Borç / FAVÖK	2,1	1,7

i) Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler 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. Şirketler, FAVÖK marjlarına göre sıralıdır. Her oranın eşit öneme sahip olduğu varsayımı ile FD/FAVÖK ve F/K çarpanı kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değerlerinin aritmetik ortalaması olan 1.617 milyon TL’lik bir şirket büyüklüğüne ulaşılmıştır.

Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları

Şirket	Menşei	Açıklama	Piyasa Değeri (mn USD)	FAVÖK Marjı	F/K	FD/FAVÖK
Tootsie Roll	ABD	Tootsie Roll paketlenmiş şekerleme ürünlerin üretim ve satışını gerçekleştirmektedir. Ürünler ABD, Kanada ve Meksika'da pazarlanmaktadır.	1.983	18,3%	31,7	22,9
Wavel SA	Polonya	Wavel S.A. Şekerleme üreticisidir. Şirketin ana ürünleri kakao, çikolata ve çikolatalı ürünlerdir. Şirket, ürünlerini hem perakende satış mağazaları vasıtasıyla yurtiçine, hem de yurtdışına vermektedir.	206	17,9%	15,3	7,5
Universal Robina	Filipinler	Universal Robina Corporation markalı tüketici gıdaları üretir, pazarlar ve dağıtır. Şirketin ürünleri arasında domuz ve kümes hayvanları yetiştiriciliği, hayvan yemleri, mısır ürünleri ve hayvan sağlığı ürünleri de yer almaktadır.	6.081	17,0%	29	13,7
Cloetta	İsveç	Cloetta AB, İskandinav Bölgesi, Hollanda ve İtalya'da pazarları bulunan bir şekerleme şirkettir.	762	15,8%	15,1	9,6
M Dias Branco	Brezilya	M Dias Branco, buğdaydan elde edilen gıda ürünlerinin üretimini, pazarlama dağıtımını gerçekleştirmektedir.	2.122	14,1%	17,4	14,9
Grupo Nutresa	Kolombiya	Şirket'in ürünleri arasında bisküvi ve makarna, un ve buğday kepeğinin yanı sıra margarin ve bitkisel yağlar bulunmaktadır.	2.697	14,1%	18,3	8,9
Morigana & Co	Japonya	Grupo Nutresa, gıda ürünlerinin işlenmesi, dağıtımı ve pazarlamasını gerçekleştirmektedir. Şirket'in ürünleri arasında et, kurabiye, çikolata, kahve, dondurma ve makarna bulunmaktadır. Grupo Nutresa ürünlerini hem yurt içi hem de yurtdışı pazarlara satmaktadır.	2.210	13,2%	20,9	7
Flower Foods	ABD	Morigana & Co., şekerleme ürünleri, konserve, alkolsüz içecekler ve dondurma üretmektedir. Şirket ayrıca sağlıklı gıdalar ve eczacılık ürünleri üretmektedir.	5.064	12,7%	21,3	10,6
Lotte Confectionery	Güney Kore	Flowers Foods, Inc. perakende ve gıda hizmeti müşterileri için paketlenmiş unlu mamuller üretir ve pazarlar. Şirket taze paketlenmiş ve dondurulmuş unlu mamuller ile hamur işleri, çörekler ve unlu mamuller sunmaktadır.	541	10,9%	19,3	6,2
Guan Chong	Malezya	Lotte Confectionery Co, Ltd bir atıştırmalık gıda üretim şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, sakız, şekerleme, bisküvi, çikolatalar, turtalar, atıştırmalıklar ve diğer ürünler üretmekte ve satmaktadır.	820	8,5%	15,9	11,7
		Guan Chong, yan kuruluşları aracılığıyla kakao likörü, kakao yağı, kakao keki ve kakao tozu dahil olmak üzere kakao türevi gıda bileşenleri üretmektedir. Şirket'in ürünleri dünyanın çeşitli ülkelerine ihraç edilmektedir.	Medyan	14,1%	18,8	10,1
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 Piyasa Değeri	1.388.818.622					
%50-50 Ağırlıklı Hedef Piyasa Değeri	1.616.749.168					
Pay Başına Değer TL	10,78					

ii) Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Şirket için yapılan yurt içi çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanı yumuşak şeker sektöründe birebir karşılaştırılabilir şirket olmaması sebebiyle BİST'de işlem gören gıda şirketlerine yer verilmiştir. Şirketlerin son piyasa değerleri be 1Y2020 finansallarıyla yıllıklandırılmış tutarlarda yapılan analizde FAVÖK marjı %5-25 aralığında olan şirketler medyan hesabına katılmıştır. Fikir vermek amacıyla KENT, AVOD, FADE gibi yüksek çarpanlı şirketler tabloda yer almış; fakat medyan hesabına katılmamıştır. Analizde Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat / Kazanç (F/K) çarpanları dikkate alınmıştır. 28 Eylül 2020 tarihi kapanışı BİST'te işlem gören ve gıda şirketlerinin piyasa çarpanlarını takip eden tabloda sunulmuştur. Hedef fiyat hesabında medyan çarpanlar Şirket'in yıllıklandırılmış FAVÖK ve kar tutarlarıyla çarpılmış ve FD/FAVÖK çarpanından yapılan hesaplamada 30/06/2020 sonu net borç tutarı olan 287 milyon TL kullanılmıştır. Her oranın eşit öneme sahip olduğu varsayımı ile FD/FAVÖK ve F/K

çarpanı kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değerlerinin aritmetik ortalaması olan 1.693 milyon TL'lik bir şirket büyüklüğüne ulaşılmıştır.

TL	Piyasa Değeri	Yıllıklandırılmış FAVÖK Marjı	F/K	FD/FAVÖK
TUKAS	2.674.696.500	24,2%	21,8	17,2
ULKER	7.715.520.000	16,9%	9,4	5,8
KERVT	3.733.680.000	14,5%	38,1	9,9
KNFRT	522.060.000	13,9%	34,2	17,9
PETUN	1.151.844.300	11,8%	14,8	12,1
TATGD	1.486.480.000	11,5%	15,9	10,4
BANVT	2.538.598.435	6,9%	a.d.	11
	Medyan	13,9	18,8	11
KENT	74.250.000.000	13,3%	843,9	484,5
AVOD	509.400.000	10,9%	86,4	28,8
FADE	477.285.000	29,1%	a.d.	29,8
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			

2. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi - İNA

Projeksiyonlarda geçmiş yılların performansı ve Şirket yönetiminin beklentileri de dikkate alınmıştır. Değerleme modelinde kullanılan enflasyon ve kur tahminleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Makro Tahminler	2017	2018	2019	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Ort. USD/TL	3,65	4,82	5,67	6,94	7,92	8,52	9,03	9,57	10,14
Yıllık Değişim	21%	32%	18%	22%	14%	8%	6%	6%	6%
Yılsonu USD/TL	3,77	5,28	5,94	7,8	8,27	8,76	9,29	9,85	10,44
Yıllık Değişim	7%	40%	12%	31%	6%	6%	6%	6%	6%
Yılsonu EUR/TL	4,52	6,04	6,66	9,13	9,67	10,25	10,87	11,52	12,21
Yıllık Değişim	22%	34%	10%	37%	6%	6%	6%	6%	6%
Ortalama TÜFE	11,1%	16,3%	15,2%	11,9%	11,0%	10,4%	8,0%	8,0%	6,0%

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 Şirket'in planlanan yatırımları ve bu yatırımlara bağlı olarak oluşacak olan kapasite artışı dikkate alınmıştır.

2021-2025 yılları için satış kanallarında ürün bazında yapılan fiyat tahminlerinde ihracat fiyatlarında dolar bazında %1 artış, geleneksel ve organize ticaret kanallarında ise enflasyon artışı %3'lük fiyat artışı öngörülmüştür. Raporda adet bazlı ürünlerdeki fiyat artışı tahmininin enflasyon artışı %1'le daha konservatif olduğu belirtilmiştir.

Faaliyet Giderleri	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Faaliyet Giderleri	145.140.653	202.674.312	250.465.922	314.140.373	364.663.450	410.300.158
% Satışlara Oranı	14,4%	14,1%	14,3%	14,1%	14,1%	14,1%
Genel Yönetim Giderleri	35.947.232	47.878.670	57.157.686	71.174.167	82.097.564	92.445.800
% Satışlara Oranı	3,6%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%
Satış Pazarlama Giderleri	105.950.966	150.484.005	188.178.666	236.663.821	275.282.005	309.623.972
% Satışlara Oranı	10,5%	10,5%	10,7%	10,7%	10,6%	10,6%
AR-GE Giderleri	3.242.455	4.311.637	5.129.571	6.302.385	7.283.882	8.230.386
% Satışlara Oranı	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%

Operasyonel Marjlar	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	1.011.254.990	1.432.969.642	1.756.345.530	2.221.346.071	2.592.089.368	2.912.978.232
% Büyüme	47,1%	41,7%	22,6%	26,5%	16,7%	12,4%
Satışların Maliyeti	687.399.562	974.154.868	1.193.651.315	1.504.156.086	1.751.250.333	1.965.691.179
% Satışlara Oranı	68,0%	68,0%	68,0%	67,7%	67,6%	67,5%
Brüt Kar	323.855.428	458.814.774	562.694.214	717.189.985	840.839.035	947.287.053
Brüt Kar Marjı	32,0%	32,0%	32,0%	32,3%	32,4%	32,5%
Faaliyet Gideri	145.140.653	202.674.312	250.465.922	314.140.373	364.663.450	410.300.158
% Satışlara Oranı	14,4%	14,1%	14,3%	14,1%	14,1%	14,1%
Faaliyet Karı	178.714.775	256.140.463	312.228.292	403.049.611	476.175.584	536.986.895
Faaliyet Kar Marjı	17,7%	17,9%	17,8%	18,1%	18,4%	18,4%
Amortisman Gideri	15.000.000	21.000.000	23.000.000	31.000.000	33.000.000	36.000.000
% Satışlara Oranı	1,5%	1,5%	1,3%	1,4%	1,3%	1,2%
FAVÖK	193.714.775	277.140.463	335.228.292	434.049.611	509.175.584	572.986.895
FAVÖK Marjı	19,2%	19,3%	19,1%	19,5%	19,6%	19,7%

FAVÖK hesaplaması esas faaliyetlerden net diğer gelirleri içermemektedir. Şirket'in projeksiyon döneminde satışlarının ve FAVÖK'ünün 2020-2025 yılları arasında YBBO'sunun sırasıyla %23,6 ve %24,2 olacağı öngörülmektedir.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu indirgenmiş nakit akımları analizinde risksiz faiz oranı olarak: 10 yıllık devlet tahvili oranındaki değişimler göz önüne alınarak mevcut durum için %14,00 esas alınmıştır. Piyasa risk primi olarak %5,00 kullanılırken, Beta Katsayısı 1,00 olarak hesaplamaya dâhil edilmiştir.

Söz konusu bu varsayımlar neticesinde; sermaye maliyeti, %19,00 olarak hesaplanırken, vergi sonrası borçlanma maliyeti %15,00 olarak belirlenmiş ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti %16,7 olarak hesaplanmıştır.

AOSM	
Risksiz Getiri Oranı	14,0%
Beta	1,0%
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%

İNA yönteminde; 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'dir. Şirket'in 150 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına 11,47 TL'dir.

TL	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	1.011.254.990	1.432.969.642	1.756.345.530	2.221.346.071	2.592.089.368	2.912.978.232
Yıllık Değişim	47%	42%	23%	26%	17%	12%
Brüt Kar	323.855.428	458.814.774	562.694.214	717.189.985	840.839.035	947.287.053
Brüt Kar Marjı	32,0%	32,0%	32,0%	32,3%	32,4%	32,5%
Faaliyet Giderleri	-145.140.653	-202.674.312	-250.465.922	-314.140.373	-364.663.450	-410.300.158
Faaliyet Giderleri/Ciro	-14,4%	-14,1%	-14,3%	-14,1%	-14,1%	-14,1%
Faaliyet Karı	178.714.775	256.140.463	312.228.292	403.049.611	476.175.584	536.986.895
Faaliyet Kar Marjı	17,7%	17,9%	17,8%	18,1%	18,4%	18,4%
FAVÖK	193.714.775	277.140.463	335.228.292	434.049.611	509.175.584	572.986.895
FAVÖK Marjı	19,2%	19,3%	19,1%	19,5%	19,6%	19,7%
Vergi Oranı	11%	12%	12%	12%	12%	12%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	159.056.150	225.403.607	274.760.897	354.683.658	419.034.514	472.548.468
Amortisman	15.000.000	21.000.000	23.000.000	31.000.000	33.000.000	36.000.000
Yatırım Harcaması	-90.307.950	-37.250.165	-119.917.247	-60.826.664	-139.797.840	-76.682.662
İşletme Sermayesi İhtiyacı	-73.521.105	-90.420.262	-87.173.128	-125.281.028	-99.879.683	-86.456.565
SNA	10.227.095	118.733.180	90.670.522	199.575.966	212.356.991	345.409.241
İndirgenmiş Nakit Akışı	5.113.547	101.750.947	66.588.439	125.605.113	114.533.361	159.648.835
SNA Bugünkü Deper	573.240.242					
Uç Bugünkü Değer	1.433.971.568					
Firma Değeri	2.007.211.811					
Net Borç	287.405.932					
Özsermaye Değeri	1.719.805.879					
Pay Başına Değer	11,47					

İNA yönteminde; 2020 - 2025 dönemi için net satışların %24 YBBO ile büyüyeceği öngörülmüştür. Projeksiyon dönemi sonundaki FAVÖK marj beklentisi ise %19,7'dir. 2020, 2021, 2020, 2023, 2024 ve 2025 tahminlerine göre yatırımların satışlara oranı %8,9, %2,6, %6,8, %2,7, %5,4 ve %2,6'dır. İNA analizine göre Kervan Gıda'nın özsermaye değeri 1.719.805.879 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer ise 11,47 TL'ye tekabül etmektedir.

Sonuç

Kervan Gıda'nın belirlenen değerlendirme yöntemlerine göre hesaplanan özsermaye değerleri eşit oranda ağırlıklandırılmıştır.

Kervan Gıda Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA	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		100%	1.687.420.797
Pay Başına Değer			11,25

Kervan Gıda için halka arz fiyatları ile halka arz öncesi taban olarak 1.200.000.000 TL piyasa değeri tespit edilirken, tavan olarak 1.350.000.000 TL piyasa değeri tespit edilmiştir. Taban olarak %28,90

oranında halka arz iskontosu uygulanarak elde edilen Kervan Gıda'nın halka arz fiyatı 8,00 TL; tavan olarak %20,00 oranında halka arz iskontosu uygulanarak elde edilen Kervan Gıda'nın halka arz fiyatı ise 9,00 TL tespit edilmiştir.

Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı (TL)	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

Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında verilen bilgiler anlaşılır ve yeterlidir. Değerleme için kullanılan yöntemler ise ayrıntılı bir şekilde açıklanmıştır.
- Kullanılmış olan yurt içi ve yurt dışı karşılaştırılabilir çarpan analizinin değerleme için yeterli olduğunu düşünüyoruz. Yurt içi benzer şirket çarpan analizinde benzer şirketlerdeki uç değerlerin çıkartılmasını makul bulmaktayız.
- Değerleme çalışmasında İNA yönteminin de kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi'nde kullanılan geleceğe yönelik tahminlerin ve verilen projeksiyonların değerleme analizi için makul olduğu görüşündeyiz. Ancak; tahmin yapılarak elde edilen sonuçlarda projeksiyonların farklılaşması durumunda farklı pay değerlerine ulaşılabilceğini belirtmek isteriz.

Sonuç: Değerleme çalışmasında; “Piyasa Çarpanları Yöntemi” yöntemine %50 (yurt içi piyasa benzer şirket çarpanlarına %25, yurt dışı piyasa benzer şirket çarpanlarına %25) ve “İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi - İNA” analizi yöntemine %50 eşit ağırlık verilerek hesaplanan ve kullanılan halka arz iskonto oranlarına göre (%28,90, %20,00) elde edilen 8,00 - 9,00 TL halka arz fiyat aralığının makul olduğunu düşünüyoruz.

Gelir Tablosu

Kar veya Zarar Tablosu (TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2019	30.06.2020
Net Satışlar	355.237.897	534.216.898	687.362.079	333.220.997	469.107.370
Satışların Maliyeti	-271.084.588	-380.840.918	-477.049.179	-238.779.540	-318.528.794
Brüt Kar	84.153.309	153.375.980	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
ARGE 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 Karı	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 Yönt. Değerlenen Yatırım Kar/Zarar	-142.445	-1.360.381	5.178.615	3.526.835	176.392
Finansman Fideri Öncesi Faaliyet Karı	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
Vergi Öncesi Kar	11.179.286	34.373.216	86.846.001	30.228.346	59.248.775
Vergi	-120.890	-6.549.649	-10.887.236	-4.078.030	-8.384.214
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	532.368	-180.593	920.029	-280.080	1.402.368
Ana Ortaklık Net Kar	10.526.028	28.004.160	75.038.736	26.430.396	49.462.193

Bilanço

Bilanço (TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.878.891	4.691.764	6.676.793	52.027.304
Ticari Alacaklar	105.230.570	163.001.183	187.329.956	245.065.936
Diğer Alacaklar	1.945.316	6.434.103	9.057.261	4.683.223
Stoklar	66.647.109	86.807.075	143.735.449	142.315.908
Peşin Ödenmiş Giderler	8.042.392	20.554.780	16.332.088	14.830.984
Diğer Dönen Varlıklar	13.047.478	19.313.152	24.989.061	21.217.848
Özkaynaklar Değerlenen Yatırımlar	-	239.619	8.918.234	10.488.489
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	3.114.123	3.042.683	3.040.883	5.269.000
Maddi Duran Varlıklar	132.446.579	150.399.262	276.255.574	412.875.686
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8.331.084	11.255.623	10.916.488	20.715.062
Peşin Ödenmiş Giderler	4.316.247	9.678.770	8.416.259	13.701.915
Toplam Varlıklar	346.107.220	475.812.969	697.732.533	945.833.070
Kaynaklar				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	81.574.920	85.080.794	112.295.400	90.133.107
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	21.383.935	50.967.441	78.736.405	127.022.842
Ticari Borçlar	74.690.149	98.780.870	108.697.484	101.147.781
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	3.516.625	4.371.710	6.591.208	8.138.790
Diğer Borçlar	108.760	425.639	318.091	6.493.080
Ertelenmiş Gelirler	3.762.111	5.618.662	5.056.511	6.509.941
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	632.585	5.423.209	4.337.844	6.138.096
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.219.757	1.613.882	1.837.737	2.669.777
Uzun Vadeli Borçlanmalar	52.445.300	81.681.728	80.196.471	120.512.558
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.079.210	2.851.828	3.886.219	5.704.115
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3.048.867	2.101.870	10.182.806	35.890.493
Ödenmiş Sermaye	40.000.000	40.000.000	80.000.000	150.000.000
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletme Birleşme Etkisi	2.013.075	2.013.075	2.011.813	2.011.813
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş	69.179.387	69.341.833	145.632.168	240.112.113
Kapsamlı Gelir Giderler	-1.325.441	1.833.490	2.213.810	4.618.540
Diğer Yedekler	3.714.640	8.606.618	2.500.000	2.500.000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	688.734	771.981	942.820	1.409.204
Geçmiş Yıl Kar/Zarar	-26.254.144	-17.771.305	-29.988.873	-25.416.521
Dönem Net Kar/Zarar	10.526.028	28.004.160	75.038.736	49.462.193
Kontrol Gücü Olmayan Özkaynaklar	2.561.600	3.893.842	5.218.055	8.166.208
Toplam Kaynaklar	346.107.220	475.812.969	697.732.533	945.833.070

Çekince:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler 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, ve öneriler nedeniyle ortaya çıkacak kazanç veya kayıplardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Buradaki yazı, görüş ve yorumlar yatırımcıları bilgilendirme niteliği taşımakta, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.