

Kervan Gıda San.Tic. A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna ilişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/ 2. Maddesi kapsamında QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest") tarafından hazırlanmıştır.

Rapor, OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("OYAK Yatırım") tarafından Kervan Gıda San.Tic. A.Ş. ("Kervan Gıda ve/veya "Şirket") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporuna ilişkin QNB Finansinvest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'da yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Halka Arz Talep Toplama Tarihleri	26 – 27 Kasım 2020
Halka Arz Yöntemi	Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret
Halka Arz Öncesi Sermaye	150.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%26,40 (Ek satış dahil: %29,60)
Halka Arz Fiyat Aralığı	8,00 - 9,00 TL
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Edilecek Paylar	49.500.000 TL nominal değerli pay 37.500.000 TL (Sermaye Artırımı) 12.000.000 TL (Ortak Satışı) 55.500.000 TL (Ek satış dahil) 6.000.000 TL (Ek satış-Ortak Satışı)
Halka Arz Büyüklüğü	Taban: 396.000.000- Tavan: 445.500.000 TL Taban: 444.000.000-Tavan 499.500.000 TL (Ek satış dahil)

Ortağın Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Mitat Başar	A	18.010.000	12,01%	18.010.000	9,61%
	B	1.500.000	1,00%	0	0,00%
Mahmut Koçum	A	17.250.000	11,50%	17.250.000	9,20%
	B	1.500.000	1,00%	0	0,00%
Aydın Çelik	A	17.250.000	11,50%	17.250.000	9,20%
	B	1.500.000	1,00%	0	0,00%
Suat Erdem	A	17.250.000	11,50%	17.250.000	9,20%
	B	1.500.000	1,00%	0	0,00%
Mehmet Şükrü Başar	A	16.120.000	10,75%	16.120.000	8,60%
	B	1.500.000	1,00%	0	0,00%
Fikret Başar	A	16.120.000	10,75%	16.120.000	8,60%
	B	1.500.000	1,00%	0	0,00%
Burhan Başar	A	16.120.000	10,75%	16.120.000	8,60%
	B	1.500.000	1,00%	0	0,00%
Fahrettin Çezik	A	16.120.000	10,75%	16.120.000	8,60%
	B	1.500.000	1,00%	0	0,00%
Nurcan İlbahar	A	1.880.000	1,25%	1.880.000	1,00%
Necla Delal	A	1.880.000	1,25%	1.880.000	1,00%
Halka Açıklık Oranı	B	0	0,00%	49.500.000	26,40%
Toplam	A+B	150.000.000	100,00%	187.500.000	100,00%

2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

1994 yılında Kervan Gıda San. Tic. Ltd. Şti. olarak kurulan Şirket, ilk faaliyetlerini sakız üretimi üzerine başlatmıştır. 1999'da Beбето markasıyla Jelly üretimine başlayan Şirket 2005'te Licorice ve 2016'da Marshmallow hat yatırımlarını tamamlamıştır. 2007 yılında Kervan Gıda San. Tic. A.Ş. olarak değiştirilen şirket unvanı 20 Nisan 2007 yılında 6792 sayılı Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilmiştir.

2014 yılında sert şeker üreticisi olan Akaş Şekerleme Gıda San. Tic. A.Ş ve 2016 yılında oyuncaklı ürün ve draje üretimi konusunda uzmanlaşmış olan Uçantay Gıda San. Tic. A.Ş.'yi satın alan Kervan Gıda ürün yelpazesini genişletmiştir.

Şirket, kuruluşundan itibaren ihracatını %100 bağlı ortaklığı olan yurt dışı satış ve pazarlama şirketi Dünya93 Dış Ticaret üzerinden yapmaktadır. Sırasıyla 2013 yılında Amerika'da, 2016 yılında İngiltere'de, 2018 yılında Almanya'da ve 2019 yılında Rusya'da kendi şirketlerini kurmuş veya mukim şirketlere ortak olmuştur.

30 Haziran 2020 itibarıyla şirket Akhisar (Manisa) ve İstanbul'da bulunan toplam 3 üretim tesisinde faaliyetlerine devam etmektedir.

2.100 çalışanı bulunan Kervan Gıda'nın merkez adresi Beylikdüzü-İstanbul'dadır.

Ana Faaliyet Alanları

Şirket, ana faaliyet alanı olarak yumuşak şeker (jelly, licorice ve marshmallow), sakız, sert şeker, draje çikolata, sürpriz yumurta ve oyuncaklı ürün kategorilerini içeren şekerleme sektöründe üretim ve satış faaliyetleri yürütmektedir.

- Kapasite

30 Haziran 2020 itibarıyla Şirket'in ton ve adet olarak kapasitesi sırasıyla 60.200 ton/yıl ve 83.200bin adet/yıl iken kapasite kullanım oranları ton ve adet olarak sırasıyla %83,7 ve %61,6 olmuştur.

Şirketin satışlarının %70,7'sini oluşturan Jelly ve Licorice ürün gruplarının 2020/06 itibarıyla kapasite kullanım oranları sırasıyla %98,7 ve %86,9 olarak gerçekleşmiştir. Yeni yatırımlar ile birlikte kapasitenin 72.300 tona yükselmesi beklenmektedir.

- Satışlar

Şirketin satışlarına en önemli katkıyı %56'lık payıyla Jelly, %14,7'lik payıyla Licorice ve %8,5'lik payıyla draje çikolata sağlamaktadır. Bu üç grubun 2020 Haziran sonu itibarıyla toplam net satışlardaki payı %79,1'dir.

Şirketin ana satış kanalları ihracat kanalı, organize ticaret kanalı ve geleneksel satış kanalı olarak devam etmektedir. Bu kanallar bazında dağılım sırasıyla %57,1, %28,6 ve %14,3 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket ihracat kanalı ile zincir marketlere odaklanarak modern kanalı genişletme planları bulunmaktadır. Perakendecilere satışların yapıldığı organize ticaret kanalı ise son yıllarda en ciddi büyümenin kaydedildiği alandır. Toptan, market ve bakkal gibi işletmeler vasıtası ile sıcak satışın yapıldığı geleneksel satış kanalı da büyüme kaydeden bir alandır.

Şirket, 85 ülkeye ürün ihraç etmektedir. 2020/06 itibarıyla ihracatın toplam ciro içerisindeki payı %57,1 olarak gerçekleşmiştir. Şirketin en çok ihracat yaptığı 3 ülke ABD, İngiltere ve Irak'tır.

Şirket, ihracat faaliyetlerini iştirakleri vasıtasıyla satış ofisleri üzerinden ve iştirak/satış ofisi bulunmayan ülkelerde ise bayilik üzerinden gerçekleştirmektedir.

- Hammadde tedariki

Şirketin hammadde kalemindeki ilk dört girdi ambalaj, jelatin, şeker ve glikoz olup bunların hammadde içindeki payları sırasıyla %25,5, %19,2, %14 ve %9,2'dir. Hammadde maliyetlerinin %65'i yabancı para bazındadır.

Kovid-19 etkisi

Şirket, Kovid-19 döneminde ekstra stok tedbirleriyle ciddi bir problem yaşamamıştır. Nisan ve Mayıs aylarında karantina kuralları sebebiyle süpermarketlerin çalışma saatlerinin kısıtlanması, çocukların marketlere girememesi

ve sokağa çıkma yasakları sebebiyle talepte azalma görülmüştür. Tüm bunlara rağmen 2020 yılının ilk yarısında şirket 2019 yılının aynı döneminde göre %40,8'lik ciro artışı yakalamıştır.

Halka Arza İlişkin Özet

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

- Avrupa'da Şirket Satın Alımı

Kervan Gıda, Gümrük avantajlarından yararlanmak, coğrafi riski dağıtmak ve Avrupa modern kanalında BEBETO markasının konumunu güçlendirmek için kendi sektöründe faaliyet gösteren, kendi üretim tesisi olan, AB sınırları içerisinde yer alan bir şirket satın almayı planlamaktadır. Potansiyel firmalarla görüşmelere başlayan Şirket halka arz gelirinin yaklaşık %55'ini bu amaçla kullanmayı planlamaktadır.

- Yatırım Finansmanı

Şirket, halka arz gelirinin yaklaşık %25'ini devam etmekte olan 9.000 ton kapasiteli Jelly ve 2.500 ton kapasiteli Licorice üretim hatlarının tamamlanması ve potansiyel hat yatırımları için Akhisar'da yeni fabrika binası satın alınmasında kullanmayı planlanmaktadır. Bu hatların tamamlanması ile birlikte Şirket, kapasitesini yaklaşık %20 arttırmayı, yıllık cirosuna ise 30 milyon ABD Doları katkı sunmasını beklemektedir.

- Finansal Borçların Ödenmesi

Halka arz gelirinin yaklaşık %20'sini kısa vadeli finansal kredilerini kapatmakta kullanmayı planlayan Şirket, uzun vadeli finansal kredilerinin oranını arttırarak daha güçlü bir pozisyon elde etmeyi hedeflemektedir.

- Diğer Menfaatler

Üstte yer alan kullanım alanlarından arta kalan gelir ile kurumsallaşma, şirket değerinin ortaya çıkması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğini güçlendirmesi hedeflenmektedir.

3. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımı" (İNA) ve "Piyasa Çarpanları Analizi" yöntemleri kullanılmıştır. "Piyasa Çarpanları Analizi" için "Fiyat/Kazanç" (F/K) ve "Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır. İNA analizinden hesaplanan değere %50, yurt içi piyasa benzer şirket çarpanları analizden hesaplanan değere %25 ve yurt dışı piyasa benzer şirket çarpanları analizden hesaplanan değere %25 ağırlık verilerek hedef öz sermaye değeri hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemine İlişkin;

- Projeksiyonlarda geçmiş yıllar performansı ve şirket yönetiminin beklentileri dikkate alınmıştır.
- Şirketin 2017-2019 döneminde satış gelirleri ve FAVÖK YBBO'su (yıllık bileşik büyüme oranı) sırayla %39,1 ve %68,6 seviyesinde gerçekleşmiştir.
- 2020-2025 yılları arasında satışların ve FAVÖK'ün YBBO'sunun sırayla %23,6 ve %24,2 olacağı öngörülmektedir.
- Şirketin ihracat gelirlerinin %21, geleneksel kanal satışlarının %24, organize ticaretinin ise %28 YBBO ile artması tahmin edilmektedir.
- Son yıllarda güçlü talep ve %100 seviyelerinde seyreden jelly ve licorice kapasitelerinin katkısıyla şirketin brüt kar marjının 2017-2019 ortalaması %27,7'nin üzerine 1Y20'de %32,1'e yükseldiğinden bahsedilmiştir.
- Şirketin kapasite yönetimi ve fiyatlama konusundaki güçlü konumu sebebiyle brüt kar marjı seviyesini ilerleyen dönemlerde %32'nin üzerinde koruyabileceği tahmin edilmektedir.
- Faaliyet giderleri/satışlar oranında ise, büyüme ve marka tanınırlığına yönelik çalışmaların da etkisiyle ciddi bir düşüş öngörülmemektedir.
- Buna paralel 1Y20'de %19,9 olan FAVÖK marjının (2017-2019 ortalaması: %15,7) geçmişe görece yüksek seyredeceği öngörülerek, projeksiyon dönemi sonunda FAVÖK marj tahmini %19,7 olarak kullanılmıştır.
- Şirketin öngörüleni doğrultusunda projeksiyon dönemi boyunca kapasite artırımı ve iyileştirme yatırımları beklenmektedir.
- 2021 yılında tonaj bazında kapasite artışının sebebi bir jelly ve bir licorice hatlarıdır. İlgili yatırımların bu yılın sonunda tamamlanması planlanmaktadır. Adet bazında kapasite artışının temel sebebi ise 2020 yılı Nisan ayında faaliyete geçen ve yıllık 43,2 milyon adet kapasiteye sahip sürpriz yumurta hattıdır.
- Şirketin yatırım ihtiyacı da göz önünde bulundurularak 2020, 2021, 2022, 2023, 2024 ve 2025 tahminlerine göre yatırımların satışlara oranı sırayla %8,9, %2,6, %2,6, %6,8, %2,7, %5,4 ve %2,6 olarak hesaplanmıştır.
- İşletme sermayesi tarafında konservatif tahminler ışığında alacak gün sayısı 2020'de 100, sonraki yıllarda 95 tahmin edilmiştir. Stok gün sayısı 2020'de 90 sonraki yıllarda 85, ticari borç gün sayısı 80 olarak hesaplamalara dahil edilmiştir.

- İNA çalışmasında kullanılan Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti'ne (AOSM) ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda verilmiştir.

AOSM Hesaplaması	
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	16,70%

* OYAK Yatırım Tahminleri, Bloomberg

- Buna paralel AOSM %16,7 olarak hesaplanmıştır. Hesaplamada kullanılan oranların değişmeyeceği varsayılmıştır.
- Tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları, %5 uç büyüme değeri ve %16,7 AOSM ile indirgenmiş ve şirketin 2020 ilk yarı sonu 287 milyon TL'lik net borç tutarı düşürülerek 1.720 milyon TL piyasa değerine ulaşılmıştır.
- Şirketin 150 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 11,47 TL'ye denk gelmektedir.

Piyasa Çarpanları Yöntemine ilişkin;

- Yapılan yurt içi çarpan analizinde, şirketin ana faaliyet alanı yumuşak şeker sektöründe birebir karşılaştırılabilir bir şirket olmamasından ötürü BIST'te işlem gören gıda şirketlerine yer verilmiştir. Şirketin son piyasa değerleri (28/09/2020) ve 1Y20 finansalları yıllıklandırılmış ve FAVÖK marjı %5-25 aralığında olan şirketler medyan hesabına katılmıştır. Fiyat tespit raporunda KENT, AVOD ve FADE gibi yüksek çarpanlı şirketler de paylaşılmış ancak medyan hesabına katılmamıştır.
- Analizde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına yer verilmiştir. FD/FAVÖK çarpan hesabı için bahsi geçen şirketlerin 1Y20 sonu net borç tutarları kullanılmıştır.

- Yapılan yurt içi çarpan analizinde her oranın eşit öneme sahip olduğu varsayımı ile 1.693 milyon TL'lik bir şirket büyüklüğüne ulaşılmıştır.

Yurt içi Karşılaştırılabilir Şirketler	Piyasa Değeri	Yıllıklandırılmış FAVÖK Marjı	F/K	FD/FAVÖK
TUKAS	2.674.696.500	24%	21,8	17,2
ULKER	7.715.520.000	17%	9,4	5,8
KERVT	3.733.680.000	15%	38,1	9,9
KNFRT	522.060.000	14%	34,2	17,9
PETUN	1.151.844.300	12%	14,8	12,1
TATGD	1.486.480.000	12%	15,9	10,4
BANVT	2.538.598.435	7%	a,d,	11,0
Medyan		13,90%	18,8	11,0

- Yapılan yurt dışı çarpan analizinde, hazırlanan karşılaştırılabilir şirketler kümesinde çoğu şirket için tahmin eksikliği olduğundan yine yıllıklandırılmış çarpanlar medyanına yer verilmiş ve hedef değere şirketin yıllıklandırılmış verileri üzerinden ulaşılmıştır.
- Yapılan yurt dışı çarpan analizinde her oranın eşit öneme sahip olduğu varsayımı ile 1.617 milyon TL'lik bir şirket büyüklüğüne ulaşılmıştır.

Yurt dışı Karşılaştırılabilir Şirketler	Piyasa Değeri (milyon ABD Doları)	Yıllıklandırılmış FAVÖK Marjı	F/K	FD/FAVÖK
Tootsie Roll	1.983	18,3%	31,7	22,9
Wavel SA	206	17,9%	15,3	7,5
Universal Robina	6.081	17,0%	29	13,7
Cloetta	762	15,8%	15,1	9,6
M Dias Branco	2.122	14,1%	17,4	14,9
Grupo Nutresa	2.697	14,1%	18,3	8,9
Morinaga&Co	2.210	13,2%	20,9	7
Flower Foods	5.064	12,7%	21,3	10,6
Lotte Confectionery	541	10,9%	19,3	6,2
Guan Chong	820	8,5%	15,9	11,7
Medyan		14,1%	18,8	10,1

Değerleme Sonuçları (TL)

- Değerleme çalışması sonucu; İNA analizine %50, yurt içi ve yurt dışı çarpanlar analizlerine ise %25'er ağırlık verilerek halka arz öncesi hedef değer 1.687 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Bu değer halka arz öncesi sermayeye bölünerek hisse başına 11,25 TL hedef değere ulaşılmıştır.

- Bulunan hisse başına hedef piyasa değerine %28,9 halka arz iskontosu uygulandığında hisse başına piyasa değeri 8,00 TL, %20 halka arz iskontosu uygulandığında ise hisse başına piyasa değeri 9,00 TL olarak hesaplanmıştır.
- Buna paralel halka arz için fiyat aralığı 8,00 – 9,00 TL olarak tespit edilmiştir.

Kervan Gıda Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA	1.719.805.879,00	50%	859.902.939,00
Yurt içi çarpan analizi	1.693.322.262,00	25%	423.330.565,00
Yurt dışı çarpan analizi	1.616.749.168,00	25%	404.187.292,00
Toplam		100%	1.687.420.797,00
Pay başına değer			11,25

* Kaynak: OYAK Yatırım

Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı (TL)	Taban	Tavan
Hedef Piyasa Değeri	1.687.420.797,00	1.687.420.797,00
İskonto Oranı	-28,9%	-20,0%
Halka Arz Fiyatları ile Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	1.200.000.000,00	1.350.000.000,00
Nominal Sermaye	150.000.000,00	150.000.000,00
Halka Arz Fiyatı	8,0	9,0

* Kaynak: OYAK Yatırım

4. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerin yeterli olduğu düşünülmektedir. Halka arz fiyat aralığı, değerlendirme sonucuna göre %28,9 ve %20,0 oranlarında iskontoludur. Bu rakamlar halka arz iskontosu olarak makul kabul edilebilir. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında halka arz fiyat aralığının da makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Şirkete ilişkin İNA analizinde ileriye dönük projeksiyonlar için farklı senaryo analizlerinin yapılması çalışmayı zenginleştirebilir.
- Şirketin kapasite yatırımlarının karlılık ve operasyonel verimlilik üzerindeki olası etkileriyle ilgili daha fazla bilgi paylaşımı İNA analizine ilişkin beklentilere dair daha fazla şeffaflık sağlayabilir.

UYARI NOTU

Bu rapor, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest"), bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir.

Raporda yapılan yorumlar sadece QNB Finansinvest'in görüşünü yansıtmakta olup, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir ve 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. QNB Finansinvest ve QNB Finansinvest çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Ayrıca, QNB Finansinvest'in yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. Bunlara ilaveten, QNB Finansinvest raporların internet üzerinden veya e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.