

Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.
(“Kervan Gıda” veya “Şirket”)

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

ICBC  **Yatırım**

İçindekiler

Yasal Sorumluluk Sınırı	2
Halka Arza İlişkin Bilgiler.....	2
Şirket Hakkında Özet Bilgi	3
Finansal Tablolar.....	6
Kullanılan Değerleme Yöntemleri.....	8
Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüşler.....	11

Yasal Sorumluluk Sınırı

Fiyat Tespit Değerlendirme Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Pay Tebliği’nin 29 maddesine istinaden ICBC Turkey Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“ICBC Yatırım”) tarafından Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin (“Oyak Yatırım”) aracılığını üstlendiği Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Kervan Gıda”) paylarının halka arzı kapsamında Oyak Yatırım’ın hazırladığı 08.10.2020 tarihli fiyat tespit raporunu (“Fiyat Tespit Raporu”) değerlendirmek amacıyla yazılmış olup, herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Raporda yer verilen tüm bilgi ve rakamlar, 20.11.2020 tarihinde KAP’ta açıklanan Kervan Gıda Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin ve eklerinin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlardan dolayı ICBC Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

İhraççı	Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Kervan Gıda”)
Talep Toplama Tarihleri	26-27 Kasım 2020
Talep Toplama Yöntemi	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	150.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	187.000.000 TL
Halka Arz Oranı (ek satış dahil)	%26,4 (%29,6)
Halka Arz Yapısı	Sermaye Artırımı: 37.500.000 TL Ortak Satışı: 12.000.000 TL Ek Satış: 6.000.000 TL
Halka Arz Toplamı (Nominal)	49.500.000 TL (55.500.000 TL – ek satış dahil)
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Fiyatı	8,00 – 9,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü (ek satış dahil)	396,0 – 455,5 milyon TL (444,0 – 499,5 milyon TL)
Fon Kullanım Yeri	- Avrupa’da şirket satın alınması (%55) - Yapılmakta olan yatırımların fonlanması ve fabrika binası satın alınması (%25) - Kısa vadeli kredilerin kapatılması (%20)
Borsa Kodu	KRVGD
Tahsisat Grupları	- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: %30 - Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %50 - Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: %20

Kaynak: Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu ve Halka Arz İzahnamesi

Halka Arzdan Elde Edilecek Fonun Kullanım Yeri

Şirket'in sermaye artırım ve ortak satışı yolu ile halka arzda satışı gerçekleştirilecek paylardan 396,0 milyon TL ile 455,5 milyon TL (ek satış dahil 444,0 milyon TL ile 499,5 milyon TL) arasında gelir elde etmesi beklenmektedir. Kervan Gıda'nın halka arzdan sağlanması beklenen gelirleri aşağıdaki amaçlar için kullanması planlanmaktadır.

1. Avrupa'da Şirket Satın Alınması

Şirket, gümrük avantajlarından yararlanmak, coğrafi riski dağıtmak ve Beбето markasının konumunu güçlendirmek üzere Avrupa'da bir şirket satın almayı hedeflemektedir. Halka arz gelirinin yaklaşık %55'inin bu çerçevede kullanılması planlanmaktadır.

2. Yatırım Finansmanı

Halka arz gelirinin %25'i ile yapılmakta olan yatırımların tamamlanması ve yeni fabrika satın alınması planlanmaktadır. Yapılmakta olan yatırımlardan başlıcaları; 2020 Kasım ve 2020 Aralık aylarında faaliyete geçmesi planlanan jelly ve licorice üretim hatları, Akhisar'daki yeni depo inşaatı ve Akhisar'da mevcut fabrikanın büyütülmesidir.

3. Finansal Borçların Ödenmesi

Halka arz gelirinin kalan %20'lik kısmıyla Şirket'in kısa vadeli finansal kredilerinin kapatılması hedeflenmektedir.

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortak	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
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 Kısım	-	-	49.500.000	26,40	49.500.000	29,60
-Sermaye Artışı			37.500.000	20,00	37.500.000	20,00
-Ortak Satışı			12.000.000	6,40	18.000.000	9,60
Toplam	150.000.000	100,00	187.500.000	100,00	187.500.000	100,00

Kaynak: Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu ve Halka Arz İzahnamesi

Şirket Hakkında Özet Bilgi

1994 yılında kurulan ve sektöre sakız üretimiyle giriş yapan Kervan Gıda, günümüzde yumuşak şekerden sert şekere, draje çikolatadan sürpriz yumurtaya kadar şekerleme sektörünün birçok ürün grubunda üretim

ve satış faaliyeti gerçekleştirmektedir. 30 Haziran 2020 itibarıyla Akhisar ve İstanbul'da bulunan toplam 3 adet üretim tesisi ve yaklaşık 2.100 çalışanı ile faaliyet gösteren Şirket, üretim kapasitesinin büyük bir bölümünü yumuşak şeker ürünlerine (jelly, licorice ve marshmallow) ayırmaktadır. Sakız grubunda şekerli, şekersiz, yuvarlak ve draje sakız üretimi ve satışı gerçekleştiren Kervan Gıda, sert şeker kategorisinde ise lolipop, bonbon şeker ve yassı şeker üretimi yapmaktadır. Şirket'in draje çikolata kategorisi ise çikolata kaplamalı ürünlerden oluşmaktadır.

Kervan Gıda, sahip olduğu 20 yıldan fazla sektör tecrübesi ile Türkiye'nin yüksek üretim kapasitelerinden birine sahip şekerleme üreticisidir. Şirket, 85 ülkeye ihracat gerçekleştirmekte olup bu alandaki faaliyetlerini Amerika, İngiltere, Almanya ve Rusya'da bulunan ofisleri ile desteklemektedir. Kervan Gıda, satışlarını ihracat, organize ticaret ve geleneksel kanal olmak üzere üç farklı satış kanalı aracılığıyla gerçekleştirmektedir. Şirket, 30 Haziran 2020 döneminde Covid-19'un etkisine rağmen bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla satışlarını %40,8 artırarak 469,1 milyon TL seviyesine yükseltmeyi başarmıştır.

Şirket'in kuruluşundan itibaren gösterdiği gelişmelerin önemli aşamaları aşağıda yer almaktadır.

Kervan Gıda'nın Tarihsel Gelişimi	
1994	-Kervan Gıda'nın kuruluşu ve sakız üretimine başlanması
1999	-Bebeto markası altında jelly üretimine başlanması
2005	-Licorice üretimine başlanması -İlk özel markalı ürün üretimine başlanması (Wrigley)
2006	-Yapılan yatırım ile 2. jelly hattının faaliyete geçmesi
2007	-2. licorice hattının faaliyete geçmesi -FritoLay iş birliği
2010	-Kervan Gıda'nın turquality programı kapsamına dahil edilmesi
2012	-3. licorice hattının devreye sokulması -İlk helal sertifikalı yumuşak şeker üreticisi unvanının elde edilmesi
2013	-Kervan USA LLC'nin kurulması (Amerika ofisi)
2014	-Sert şekerleme şirketi Akaş firmasının satın alınması
2016	-Kervan Gıda UK Limited'in kurulması (İngiltere ofisi) -1. marshmallow hattının üretime geçmesi -Draje çikolata ve oyuncaklı ürün şirketi Uçantay'ın satın alınması
2017	-3. jelly hattı yatırımının yapılması -Akhisar'daki fabrikanın büyütülmesi
2018	-AR-GE merkezinin kurulması -2. marshmallow hattının devreye girmesi -Uçantay için Akhisar'da fabrika satın alması -Almanya'daki Erti Food şirketine %55 oranında ortak olunması
2019	-4. jelly ve 4. licorice yatırımlarının yapılması -Fonksiyonel ürünler kategorisine giriş yapılması -Uçantay Fabrikası'nın Akhisar'a taşınması -Kervan RS'nin kuruluşu (Rusya ofisi)
2020	-Happy Life şirketine %60 oranında ortak olunması -5. jelly ve 5. licorice hat yatırımlarının yapılması -Akhisar'da yeni fabrika arsasının satın alınması -10.000 paletlik Akhisar depo kurulumu -Yunus Dağıtım'ın satın alınması

Kaynak: Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu ve Halka Arz Bilgilendirme Sunumu

Üretim Kapasitesi

Şirket'in 2017 yılında 41.700 ton olan yıllık üretim kapasitesi 2020 Haziran itibarıyla 60.200 tona yükselmiştir. Halihazırda devam eden jelly ve licorice hattı yatırımları ile birlikte 2020 sonunda toplam üretim kapasitesinin 72.300 tona yükselmesi beklenmektedir.

Kervan Gıda'nın 30 Haziran 2020 itibarıyla üretim kapasitesi, üretim gerçekleştirmesi ve kapasite kullanım oranı aşağıda gösterilmiştir:

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
Toplam	Ton	60.200	25.186	30.100	83,70
	Adet	83.200.00	16.753.895	27.200.000	61,60

Kaynak: Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu

Satışlar

Şirket'in satışlarına en önemli katkıyı sağlayan ürünler arasında jelly, licorice ve draje çikolata bulunmaktadır. 2019 yılında Kervan Gıda'nın toplam net satışlarının %75'ini oluşturan bu 3 ürün grubu, yine aynı yılın satışları içerisinde sırasıyla %50, %17 ve %9'luk pay elde etmiştir. 2020 yılının ilk yarısında ise, jelly, licorice ve draje çikolatanın toplam net satışlar içindeki payı %79 seviyesine yükselmiştir.

Şirket'in finansal tablo dönemleri itibarıyla net satışlarının ürün gruplarına göre kırılımı aşağıda verilmiştir:

Net Satışlar (Milyon TL)	2017	Pay (%)	2018	Pay (%)	2019	Pay (%)	1Y2019	Pay (%)	1Y2020	Pay (%)
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	8	1,7
Diğer	3	0,8	6	1,0	15	2,1	8	2,3	8	1,8
Toplam	355	100	534	100	687	100	333	100	469	100

Kaynak: Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in satış ve dağıtım kanallarına bakıldığında ise; en önemli satış kanalının 2019 yılındaki %57,8'lik payı ile ihracat olduğu görülmektedir. İhracatın 2020 yılının ilk yarısı itibarıyla toplam ciro içindeki payı %57,1

olarak gerçekleşmiştir. 2020 verilerine göre Kervan Gıda'nın en çok ihracat yaptığı ülkeler arasında ABD, İngiltere ve Irak yer almaktadır. Bu üç ülkeye yapılan ihracat toplam ihracatın %45'ini oluşturmaktadır.

Şirket'in finansal tablo dönemleri itibarıyla net satışlarının kanal bazlı kırılımı aşağıda verilmiştir:

Net Satışlar (Milyon TL)	2017	2018	2019	1Y19	1Y20	2018/2017 Değişim	2019/2018 Değişim	1Y20/1Y19 Değişim
Konsolide ciro	355	534	687	333	469	50%	29%	41%
ihracat	199	335	397	190	268	68%	18%	41%
Geleneksel	81	87	114	53	67	8%	30%	27%
Organize Ticaret	75	112	177	91	134	48%	58%	48%

Finansal Tablolar

Finansal Durum Tablosu (Konsolide, TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş			
Dönem	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Dönen Varlıklar	197.791.756	301.027.134	388.120.608	480.141.203
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
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	225.077	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	13.047.478	19.313.152	24.989.061	21.217.848
Duran Varlıklar	148.315.464	174.785.835	309.611.925	465.691.867
Ticari Alacaklar	-	61.423	37.892	-
Diğer Alacaklar	107.431	108.455	761.663	949.019
Kullanım Hakkın Varlıkları	-	-	1.264.932	1.692.696
Özkaynak Yöntemiyle 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 VARLIKLAR	346.107.220	475.812.969	697.732.533	945.833.070
Kısa Vadeli Yükümlülükler	187.098.898	252.483.849	318.945.098	350.493.005
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
Uzun Vadeli Kiralama Borçlarının Kısa Vadeli Kısımları	-	-	883.947	1.395.380
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
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	210.056	201.642	190.471	844.211
Uzun Vadeli Yükümlülükler	57.904.443	86.635.426	95.218.906	162.476.515
Uzun Vadeli Borçlanmalar	52.445.300	81.681.728	80.196.471	120.512.558
Uzun Vadeli Kiralama Borçları	-	-	478.486	369.349
Ticari Borçlar	301.566	-	474.924	-
Diğer Borçlar	29.500	-	-	285.203
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	35.605.290
ÖZKAYNAKLAR	101.103.879	136.693.694	283.568.529	432.863.550
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	98.542.279	132.799.852	278.350.474	424.697.342
Ödenmiş Sermaye	40.000.000	40.000.000	80.000.000	150.000.000
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmenin Etkisi	2.013.075	2.013.075	2.011.813	2.011.813
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir (Giderler)	69.179.387	69.341.833	145.632.168	240.112.113
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir (Giderler)	-1.325.441	1.883.490	2.213.810	4.618.540
Diğer Yedekler	3.714.640	8.606.618	2.500.000	2.500.000
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	688.734	771.981	942.820	1.409.204
Geçmiş Yıllar Karları	-26.254.144	-17.771.305	-29.988.873	-25.416.521
Net Dönem Karı veya Zararı	10.526.028	28.004.160	75.038.736	49.462.193
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	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

Gelir Tablosu (Konsolide, TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş				
Dönem	2017	2018	2019	1Y2019	1Y2020
Hasılat	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 / Zarar	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
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 Karı / Zararı	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 Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından / Zararlarından Paylar	-142.445	-1.360.381	5.178.615	3.526.835	176.392
Finansman Gel. (Gid.) Öncesi Faaliyet Karı / Zararı	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 Faal. Vergi Öncesi Kar/ Zararı	11.179.286	34.373.216	86.846.001	30.228.346	59.248.775
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / Gideri	-120.890	-6.549.649	-10.887.236	-4.789.030	-8.384.214
Dönem Vergi Gideri	-1.895.598	-7.543.346	-11.256.196	-4.789.952	-10.013.766
Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	1.774.708	993.697	368.960	711.922	1.629.552
Dönem Karı/Zararı	11.058.396	27.823.567	75.958.765	26.150.316	50.864.561

Dönem Kar / Zararının Dağılımı

Kontrol Gücü Olmayan Paylar	532.368	-180.593	920.029	-280.080	1.402.368
Ana Ortaklık Payları	10.526.028	28.004.160	75.038.736	26.430.396	49.462.193
Sürdürülen Faal. Pay Başına Kazanç	2.631,51	7.001,04	9.379,84	3.303,84	3.297,48

Kaynak: Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu ve Halka Arz İzahnamesi

Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Oyak Yatırım tarafından Kervan Gıda paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla hazırlanan raporda değerlendirme yöntemleri olarak “İndirgenmiş Nakit Akımı (“İNA”)” ve “Piyasa Çarpanları” yöntemleri kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı (“İNA”) Yöntemi:

İNA yönteminde kullanılan başlıca varsayım ve kabuller aşağıda belirtilmiştir:

- Projeksiyonlar TL cinsinden yapılmıştır.
- İndirgenmiş Nakit Akımı, 2020 – 2025 projeksiyon dönemi esas alınarak hesaplanmıştır.
- Analizde, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (“AOSM”) hesaplaması şu şekildedir:

İskonto Oranları	
Risksiz Getiri Oranı	14,0%
Beta	1,00
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%

Kaynak: Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu

- Risksiz faiz oranı olarak Türkiye’deki 10 yıllık TL tahvil oranındaki değişimler takip edilmiş ve mevcut durum için %14 kullanılmıştır.
- Piyasa risk primi %5 olarak kabul edilmiştir.
- Vergi oranı, Şirket’in teşvik bölgesinde yer alan Akhisar yatırımları nedeniyle 2020 yılında %11, geri kalan projeksiyon döneminde ise %12 olarak alınmıştır. Bu nedenle, AOSM hesaplamasında ortalama %11,8 olarak kabul edilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akım çalışmasına göre hesaplanan özsermaye değeri ve birim pay değeri şu şekildedir:

TL	
Serbest Nakit Akışı Toplamı (2020-2025) – Bugünkü Değer	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

Kaynak: Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu

- Tahmini serbest nakit akışı projeksiyonlarında uç büyüme değeri %5 olarak kabul edilmiştir.

Piyasa Çarpanları Yöntemi:

Fiyat Tespit Raporu’nda Kervan Gıda’nın piyasa çarpanları analizinde yurt içi ve yurt dışı şirketleri ayrı ayrı ele alınmıştır. Her iki şirket grubunda da aşağıdaki çarpanlar kullanılmıştır:

- Fiyat/Kazanç (“F/K”)
- Firma Değeri/FAVÖK (“FD/FAVÖK”)

Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları:

Yurt içi çarpan analizinde, Türkiye’de ana faaliyet alanı yumuşak şeker olan birebir karşılaştırılabilir şirketin bulunmadığına dikkat çekilmiştir. Bu nedenle, benzer şirket olarak BIST’de faaliyet gösteren gıda şirketleri değerlendirilmiştir. Kervan Gıda ile faaliyetleri açısından karşılaştırılabilir olduğu düşünülen yurt içi şirketlerin meydan F/K çarpanı 18,8, medyan FD/FAVÖK çarpanı ise 11,0’dır.

Yurt içi çarpanlarına göre Kervan Gıda’nın piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

	Piyasa Değerleri (TL)
F/K Çarpanıyla Hedef Piyasa Değeri	1.847.421.987
FD/FAVÖK Çarpanıyla Hedef Piyasa Değeri	1.539.222.536
Hedef Piyasa Değeri (%50-50 Ağırlık)	1.693.322.262
Pay Başına Değer	11,29

Kaynak: Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları:

Yurt dışı benzer şirketler kümesi Bloomberg verilerine göre hazırlanmıştır. Kervan Gıda ile faaliyetleri açısından benzerlik gösterdiği düşünülen yurt dışı şirketlerinin meydan F/K çarpanı 18,8, medyan FD/FAVÖK çarpanı ise 10,1 olarak hesaplanmıştır.

Yurt dışı çarpanlarına göre Kervan Gıda'nın piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

	Piyasa Değerleri (TL)
F/K Çarpanıyla Hedef Piyasa Değeri	1.844.679.715
FD/FAVÖK Çarpanıyla Hedef Piyasa Değeri	1.388.818.622
Hedef Piyasa Değeri (%50-50 Ağırlık)	1.616.749.168
Pay Başına Değer	10,78

Sonuç

Kullanılan değerlendirme yöntemlerinden İNA tarafından hesaplanan değere %50, yurt içi piyasa benzer şirket çarpanlarından elde edilen değere %25 ve yurt dışı piyasa benzer şirket çarpanlarından hesaplanan sonuca %25 ağırlık verilmiştir. Buna göre, Kervan Gıda'nın özsermaye değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

Kervan Gıda Değerleme Sonucu	Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
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	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

Kaynak: Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüşler

- Halka arza ilişkin Fiyat Tespit Raporu'nda sunulan şirket ve sektörel bilgileri anlaşılır ve yeterli bulmaktayız.
- FAVÖK hesaplamasına süreklilik arz etmeyen esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider kalemlerinin dahil edilmemesini yerinde bulmaktayız.
- Fiyat Tespit Raporu'nda iki farklı değerlendirme yönteminin kullanılması olumlu bulmaktayız.
- Değerleme çalışmasında, Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yer alan maliyet yaklaşımının kullanılmamasını makul bulmaktayız.
- İndirgenmiş Nakit Akım yönteminin geleceğe yönelik tahminleri içermesi ve bu tahminlerin yorumlanması aşamasında Şirket yetkilileri ile bir araya gelinmesi gerektiğini düşündüğümüzden bu bölümde elde edilen sonuçların gerçekleştirilebilirliği ayrıca test edilmemiştir. Öte yandan, sonsuz değer hesabında kullanılan %5'lik büyüme oranını enflasyon dinamikleri de dikkate alındığında makul bulmaktayız.
- Yurt içi çarpan analizinde yüksek çarpanlı şirketlerin hesaplama da dahil edilmemesini ve hem yurt içi hem de yurt dışı çarpanlarında medyan çarpanlarının kullanılmasının yerinde olduğu görüşündeyiz.
- Fiyat tespit raporunda piyasa çarpan analizinde kullanılan çarpan seçimlerini olumlu bulmakla birlikte "FD/Satışlar" çarpanının da değerlemede dikkate alınmasının yararlı olabileceği düşüncesindeyiz.
- Sonuç olarak, İNA ve Piyasa Çarpanları yöntemlerine göre hesaplanan Kervan Gıda özsermaye değerine iskonto uygulanarak elde edilen 8,00 – 9,00 TL halka arz fiyat aralığını makul karşılamaktayız.