



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.

16.03.2021

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 öngörülere 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. 31.12.2020 GERÇEKLEŞMELERİ

Kervan Gıda Gelir Tablosu Tahmin ve Gerçekleşenler, TL	Tahmin	Gerçekleşen	Gerçekleşme Oranı
	31.12.2020	31.12.2020	31.12.2020
Net Satışlar	1.011.254.990	1.008.666.029	100%
Brüt Kar	323.855.428	345.522.683	107%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>32,0%</i>	<i>34,3%</i>	<i>107%</i>
Faaliyet Giderleri	145.140.653	157.132.531	108%
<i>Faaliyet Giderleri / Net Satışlar</i>	<i>14,4%</i>	<i>15,6%</i>	<i>109%</i>
Faaliyet Karı	178.714.775	188.390.152	105%
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	<i>17,7%</i>	<i>18,7%</i>	<i>106%</i>
FAVÖK	193.714.775	213.408.840	110%
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>19,2%</i>	<i>21,2%</i>	<i>110%</i>
Vergi Oranı	11,0%	5,1%	28%
<i>Vergi Sonrası Faaliyet Karı</i>	<i>159.056.150</i>	<i>178.763.415</i>	<i>115%</i>
Amortisman	15.000.000	25.018.688	167%
Yatırım Harcaması	90.307.950	104.411.372	116%
İşletme Sermayesi İhtiyacı	73.521.105	153.129.901	208%

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemine göre 2020 yılı net satışları 1.011.254.990 TL olarak tahmin edilmiştir. 31.12.2020 tarihi itibarıyla gerçekleşen net satış tutarı ise 1.008.666.029 TL olmuştur. Gerçekleşme oranı yaklaşık %100'dür.

2020 yılında Covid-19 pandemisinin etkisiyle ekonomik duraklamalar, tedarik zincirinde karşılaşılan problemler, yurt içi ve yurt dışında kapanmalar olmasına rağmen Şirketimiz Rapor'da tahmin edilen satış tutarına ulaşmıştır. 2019 yılına göre yaklaşık %47 büyüme kaydedilmiştir. Aynı zamanda Şirketimiz iyi bir dördüncü çeyrek geçirmiştir. 312.060.376 TL net satış tutarına ulaşılmış olup yıllık satışımızın yaklaşık %31'i bu çeyrekte yapılmıştır.

İNA yöntemine göre 2020 yılı brüt kar tutarı 323.855.428 TL, brüt kar marjı ise %32,0 olarak tahmin edilmiştir. 31.12.2020 tarihi itibarıyla gerçekleşen brüt kar tutarı 345.522.683 TL, brüt kar marjı ise %34,3 olmuştur. Brüt kar tutarı ve brüt kar marjı için gerçekleşme oranı %107 olmuştur. Böylelikle brüt kar tutarında Şirketimiz tahmin edilen tutarın üzerine çıkmıştır.

İNA yöntemine göre 2020 yılı toplam faaliyet giderleri 145.140.653 TL olarak tahmin edilirken aynı dönemde gerçekleşen toplam faaliyet giderleri 157.132.531 TL olmuştur. Bu farktan kaynaklı olarak da tahmin edilen faaliyet giderleri/net satışlar oranı %14,4 iken gerçekleşen oran %15,6'dır. Bu durumla beraber, gerçekleşen brüt karın tahmin edilen tutardan daha fazla olmasından kaynaklı olarak faaliyet karı tahmin edilenden daha yüksek gerçekleşmiştir. Tahmin edilen faaliyet karı 178.714.775 TL ve tahmin edilen faaliyet kar marjı %17,7 iken gerçekleşen faaliyet karı 188.390.152 TL ve gerçekleşen faaliyet kar marjı %18,7 olmuştur.

İNA yöntemine göre Şirketimizin 2020 yılı FAVÖK tutarı 193.714.775 TL olarak tahmin edilmiştir. 31.12.2020 tarihi itibarıyla gerçekleşen FAVÖK tutarımız ise 213.408.840 TL'dir. Gerçekleşen FAVÖK tutarının tahmin edilenden daha yüksek çıkmasının sebebi brüt kar tutarının tahmin edilenden fazla gerçekleşmesidir. Böylelikle FAVÖK gerçekleşme oranı %110

olmuştur. Aynı zamanda FAVÖK marjı da %19,2 olarak tahmin edilirken %21,2 oranında gerçekleşmiştir.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirketimizin 2020 yılı yatırım harcamaları için tahmin edilen tutar 90.307.950 TL'dir. Şirketimiz ise 2020 yılında 104.411.372 TL yatırım harcaması gerçekleştirmiştir. Bu yatırım harcamaları içerisinde jelly ve licorice üretim hatları, Akhisar'da alınan fabrika binası, Akhisar'daki mevcut fabrikada devam eden genişletme çalışmaları ve Akhisar'daki depo inşaatı en önemli kalemlerdir. Şirketimiz büyüme stratejileri doğrultusunda yatırımlarını planlamaktadır. Akhisar'da alınan fabrika binası ve arsası tahmin edilen yatırım tutarı ile gerçekleşen yatırım tutarı arasındaki temel farkı oluşturmaktadır. 2020 yılı için yatırımlar harcamalarının satışlara oranının %8,9 olacağı tahmin edilirken bu oran %10,4 olarak gerçekleşmiştir.

Fiyat Tespit Raporu'nda 2020 yılında işletme sermayesi ihtiyacının 73.521.105 TL olacağı varsayılmıştır. 31.12.2020 tarihi itibarıyla işletme sermayesi ihtiyacı 153.129.901 TL olarak gerçekleşmiştir. İşletme sermayesi ihtiyacının tahmin edilenden daha yüksek çıkmasında iki faktör etkili olmuştur. Bunlardan ilki küresel gıda fiyatlarındaki dalgalanmaların etkisini en aza indirmek için sene sonuna stoklu girilmesidir. Bu durum stok devir gün sayısını artırmıştır. İkinci faktör ise son çeyrekte artan ciro ile birlikte ticari alacaklarda meydana gelen artıştan kaynaklı olarak işletme sermayesi ihtiyacının artmasıdır.

Sonuç olarak Covid-19 pandemisine rağmen Şirketimiz büyümeye devam etmiş ve karlılığını artırmıştır. Bunun sonucunda Fiyat Tespit Raporu'nda esas alınan karlılık varsayımları gerçekleşmiştir. Önümüzdeki dönemlerde de Şirketimiz büyüme 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.