



KERVAN GIDA SANAYİ ve TİCARET A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORU ANALİZİ

KASIM 2020

Önemli Not İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Oyak Yatırım") aracılık ettiği Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Kervan Gıda" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Oyak Yatırım Menkul Değerler'in hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Bilgileri	
Talep Toplama Tarihi	26-27 Kasım 2020
Halka Arz Büyüklüğü	396.000.000 TL ile 445.500.000 TL
Hisse Kodu	KRVGD
Halka Arz Oranı	26.4%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	150.000.000 TL nominal
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	187.500.000 TL nominal
Aracılık Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Miktarı/Şekli	49.500.000 TL (37.500.000 TL nominal değerli paylar -Sermaye Artırımı ve 12.000.000 TL Ortak Satışı)
Halka Arz Fiyatı	8,00 TL - 9,00 TL
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret
Halka Arzdan Elde Edilecek Fonun Kullanım Alanları	- %55'i ile Avrupa'da şirket satın alınmasını planlamaktadır. - %25'i ile Yapılmakta Olan Yatırımların Fonlaması ve fabrika binası satın alınması planlanmaktadır. - %20'si ile kısa vadeli kredilerin kapatılması planlanmaktadır.
Fiyat İstikrarı	Fiyat istikrarı işlemlerinin gerçekleştirilmesi planlanmaktadır. Ortaklar, ek satış hakkının kullanılması halinde, azami olarak ek satıştan elde edeceği kaynağın tümünü bu amaç için kullanacaktır
Tahsisat	Yurtiçi Kurumsal %50 Yurtiçi Bireysel %30 Yurtdışı Kurumsal %20

Şirket Bilgileri

1994 yılında Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi olarak kurulan Şirket, ticari faaliyetlerine sakız üretimi ile başlamıştır. Şirket'in kuruluş ana sözleşmesinde Kervan Gıda Sanayi Ve Ticaret Limited Şirketi olan unvanı Türk Ticaret Kanunu'nun 152'nci maddesi uyarınca nevi değiştirilmesi yoluyla Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiştir. İlgili değişiklik 16 Nisan 2007 tarihinde tescil edilmiş olup, 20 Nisan 2007 tarihli 6792 sayılı Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan edilmiştir. Şirket'in ana faaliyet alanı şekerleme sektörüdür. Şirket, şu anki faaliyetinin en önemli kısmını oluşturan Jelly üretimine 1999 yılında İstanbul Beylikdüzü'ndeki 40.000 m2 kapalı alanı olan fabrikasında Beбето markası altında başlamıştır. Jellyden sonra en önemli ikinci mal grubu olan Licorice üretimi ise 2005 yılında yapılan üretim hattı yatırımı ile başlamıştır. Birer hat ile başlayan Jelly ve Licorice üretimleri 2020 yılının ilk yarısında şirket cirosunun yaklaşık %70,7'sini oluşturmaktadır.

İstanbul'a ek olarak, 2014 yılında Akhisar Organize Sanayi Bölgesinde sert şeker üretimi yapan Akaş Şekerleme firması birleşme yoluyla satın alınarak Şirket bünyesine katılmıştır. Böylelikle Şirket ikinci fabrikasını edinmiştir.

Şirket, 2008-2011 yılları arasında dünya pazarında kalitesi ile öne çıkmak için BRC, IFS ve AIB gibi kalite belgelerini almıştır. Ayrıca Türk Standartları Enstitüsü'nün 30 Ocak 2012 tarih ve 008002- HG01/02 sayılı "Helal Uygunluk Belgesi" ile şeker ve şekerleme mamulleri ürün grubunda helal üretici sıfatını kazanmıştır.

2016 yılında oyuncaklı ürün ve draje çikolata üretimi konusunda uzmanlaşmış olan İstanbul'da kain Uçantay Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. satın alınmış ve ürün yelpazesi genişlemiştir. 2019 yılında Uçantay Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Akhisar Organize Sanayi Bölgesi'ndeki yeni üretim tesisine taşınmış ve faaliyetlerine orada devam etmektedir.

Şirket, kuruluşundan itibaren ihracatını %100 bağlı ortaklığı olan yurt dışı satış ve pazarlama şirketi Dünya93 Dış Ticaret üzerinden yapmaktadır. Sonraki süreçte yurt dışı pazarlarda varlığını güçlendirmek için 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. Şirket hali hazırda ihracatını Dünya93 Dış Ticaret üzerinden yapmakla birlikte bahsi geçen ülkelerde müşterilere nihai satışı yurt dışındaki bağlı ortaklıkları üzerinden yapmaktadır.

Şirket, 1999 yılında toplam 8.000 ton olan Jelly ve Licorice üretim kapasitesini 21 yıllık süreçte toplam 44.000 ton seviyesine çıkaracak önemli yatırımlar yapmıştır. 30 Haziran 2020 tarihi itibarıyla bu iki ürün kategorisinin kapasite kullanım oranları sırasıyla %98,7 ve %86,9 olarak gerçekleşmiştir. İstanbul'a ek olarak, 2014 yılında Akhisar Organize Sanayi Bölgesinde sert şeker üretimi yapan Akaş Şekerleme firması birleşme yoluyla satın alınarak Şirket bünyesine katılmıştır. İlk Jelly hattı 1999 yılında İstanbul'daki fabrikada, ikinci Jelly hattı 2006 yılında yine İstanbul'daki fabrikada, üçüncü Jelly hattı 2017 yılında Akhisar'daki fabrikada ve dördüncü Jelly hattı ise 2019 yılında Akhisar'daki fabrikada kurulmuştur. Licorice hatları ise sırasıyla 2005 yılında, 2007 yılında, 2012 yılında ve 2019 yılında kurulmuştur. Licorice hatlarından ilk üç tanesi İstanbul fabrikada, dördüncüsü ise Akhisar fabrikada faaliyetlerine devam etmektedir. Halen Jelly ve Licorice üretimi için beşinci hat yatırımları devam etmekte olup sırasıyla 2020 yılının Aralık ve Kasım aylarında Akhisar fabrikada faal olmaları beklenmektedir.

30 Haziran 2020 itibarıyla Şirket Akhisar ve İstanbul'da bulunan toplam üç üretim tesisinde, 70.000 m2 kapalı alanda yaklaşık 2.100 çalışanı ile faaliyetlerine devam etmektedir. Şirket'in 2017 yılında 41.700 ton olan yıllık üretim kapasitesi 2020 Haziran itibarıyla 60.200 tona yükselmiştir. Şirket bu dönemde artan talebi karşılayabilmek için bir adet Jelly hattı (2019), bir adet Licorice hattı (2019), bir adet Marshmallow hattı (2018), bir adet sürpriz yumurta hattı (2020), bir adet Jelly Bean hattı (2018), paketlenme hatları ve kaplama kazanları yatırımlarını gerçekleştirmiştir.

- Ürün Bazında Satışlar

Şirket'in satışlarına en önemli katkı sağlayan ürünler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir. 2020 yılının ilk yarısında Şirket cirosundaki %56'lık payıyla Jelly, %14,7'lik payıyla Licorice ve %8,5'lik payıyla draje çikolata en önemli katkıyı sağlayan ürünlerdir. Bu üç ürünün 2020 Haziran sonu itibarıyla toplam net satışlardaki payı %79,1'dir.

Net satışlar (Milyon TL)	2017	Payı % (2017)	2018	Payı % (2018)	2019	Payı % (2019)	1Y2019	Payı % (1Y2019)	1Y2020	Payı % (1Y2020)
Jelly	176,8	49,8%	264,4	49,5%	342,2	49,8%	164,6	49,4%	262,6	56,0%
Licorice	52,5	14,8%	90,0	16,8%	115,0	16,7%	53,2	16,0%	69,0	14,7%
Draje Çikolata	15,9	4,5%	32,0	6,0%	58,7	8,5%	33,1	9,9%	39,6	8,5%
Oyuncaklı Ürün	41,3	11,6%	55,6	10,4%	54,4	7,9%	24,4	7,3%	28,1	6,0%
Sakız	33,9	9,5%	41,9	7,8%	48,2	7,0%	24,0	7,2%	25,4	5,4%
Marshmallow	25,2	7,1%	31,7	5,9%	31,1	4,5%	16,6	5,0%	17,0	3,6%
Sert Şeker	6,8	1,9%	13,1	2,5%	23,3	3,4%	9,7	2,9%	11,5	2,4%
Sürpriz Yumurta	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	7,8	1,7%
Diğer	2,8	0,8%	5,5	1,0%	14,5	2,1%	7,7	2,3%	8,2	1,8%
Toplam	355,2	100%	534,2	100%	687,4	100%	333,2	100%	469,1	100%

- Kanal Bazında Satışlar

Şirket'in ana satış kanalları (i) ihracat kanalı, (ii) organize ticaret kanalı ve (iii) geleneksel satış kanalı olarak özetlenebilir. 2020 yılının ilk yarısında Şirket cirosunun yukarıda bahsedilen satış kanalları bazında dağılımı sırasıyla ihracat, organize ticaret ve geleneksel kanal için %57,1, %28,6 ve %14,3 olarak gerçekleşmiştir.

Milyon TL	2017	2018	2019	1Y19	1Y20	2018/2017 Değişim	2019/2018 Değişim	1Y20/1Y19 Değişim
Kervan Konsolide Ciro	355	534	687	333	469	50%	29%	41%
İhracat	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%

Şirket'in 2017, 2018 ve 2019'daki konsolide cirosundaki sırasıyla %56,1, %62,8 ve %57,8 paya sahip ihracat gelirleri 85 ülkeye yapılan ihracatla elde edilmektedir. 2020 yılının ilk yarısı itibarıyla ihracatın toplam ciro içindeki payı %57,1 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılına ilişkin Şirket verilerine göre en çok ihracat yapılan üç ülke ABD, İngiltere ve Irak'tır. Bu üç ülkeye yapılan ihracat, toplam ihracatın %45'ine tekabül etmektedir.

İhracat milyon TL	2017	Payı % (2017)	2018	Payı % (2018)	2019	Payı % (2019)	1Y2019	Payı % (1Y2019)	1Y2020	Payı % (1Y2020)
ABD	35	18	58	17	91	23	41	22	45	17
İngiltere	30	15	52	16	68	17	30	16	42	16
Irak	17	9	33	10	41	10	17	9	34	12
Filistin	10	5	17	5	14	3	8	4	10	4
Almanya	6	3	13	4	15	4	6	3	10	4
Güney Afrika	2	1	14	4	7	2	4	2	9	3
Güney Kore	1	1	3	1	3	1	3	2	8	3
Ukrayna	0	0	1	0	0	0	1	1	8	3
BAE	5	2	6	2	3	1	2	1	8	3
Suudi Arabistan	13	6	11	3	7	2	3	1	7	3
Diğer	80	40	127	38	148	37	75	39	87	32
İhracat Toplam TL	199	100	335	100	397	100	190	100	268	100

Şirket'in ürünleri Türkiye'de **organize perakendeciler** arasında ağırlıklı olarak BİM ve A101 mağazalarında, yurt dışında ise Amerika'da Dollar General ve Dollar Tree, Almanya'da Rewe, İngiltere'de Morrisons gibi organize perakendecilerde satılmaktadır. Şirket'in global iş ortakları arasında TJ Morris, Iceland, B&M, Target, Arcor, Aldi, Carrefour, Perfetti, The Fruit Factory, Metro, Euroshop, Sunkist, Frito-Lay, Cloetta, Cora ve Tiendas bulunmaktadır. Şirket, kısa süre önce ŞOK marketlere ürün listelemiştir. File marketler ile de planları mevcuttur. Global pazarlarda ise halihazırda çalışılan Ukrayna ATB marketlere yeni ürünler eklemektedir. Ayrıca Azerbaycan Araz market, Rusya X5 marketi ile de çalışmaya başlayacaktır. Amerika'da Kroger, Meksika'da Walmart, Almanya'da Edeka ile görüşmeleri sürmektedir.

Şirket'in Türkiye'de kuvvetli ciro büyümesiyle ön planda olan önemli indirim perakendeciliği şirketlerinden BİM ve A101'e olan toplam satışlarının konsolide cirosundaki payı 2017 ve 2018'de %20, 2019'da ise %25 seviyesindedir. 2020 yılının ilk yarısı itibarıyla BİM ve A101'e olan toplam satışlarının konsolide cirosundaki payı %28 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in gerek yurt içi gerekse yurt dışına yönelik Jelly, Licorice, Marshmallow, draje çikolata ve oyuncaklı ürün kategorilerinde Özel Markalı Ürün üretimi bulunmaktadır. 2017, 2018 ve 2019 konsolide cirosundaki Özel Markalı Ürün payı sırasıyla %31, %29 ve %32'dir. 2020 yılının ilk yarısı itibarıyla Şirket'in konsolide cirosundaki Özel Markalı Ürün payı %30 olarak gerçekleşmiştir.

Geleneksel kanal ise Şirket'in 2017, 2018 ve 2019'daki konsolide cirosunda sırasıyla %22,7, %16,3 ve %16,6 paya sahiptir. Bu kanal toptan ve sıcak satışın yapıldığı kanal olup 2020 Haziran sonu itibarıyla 2019 yılının aynı dönemine göre %27 büyüyerek 66,9 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Şirket; İstanbul, İzmit ve Bursa şehirlerinde dolaylı olarak sahip olduğu Yunus Dağıtım ve Kelebek 2 firmalarıyla dağıtım yaparken, bunun dışındaki şehirlerde ise distribütörler aracılığı ile dağıtım yapmaktadır. Distribütörler dahil toplam araç filosu 250 araç civarında olup bu araçların 70 tanesi Şirket'e aittir.

Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Mevcut Pay Dağılımı (%)	Mevcut Pay Tutarları (TL)	Halk Arz Ortak Satışı	Pay Satış Oranı (%)	Halk Arz Sonrası Ortakların Pay Tutarı (TL)
Mehmet Şükrü Başar	11,75%	17.620.000	1.500.000	1,0%	16.120.000
Fikret Başar	11,75%	17.620.000	1.500.000	1,0%	16.120.000
Mitat Başar	13,01%	19.510.000	1.500.000	1,0%	18.010.000
Burhan Başar	11,75%	17.620.000	1.500.000	1,0%	16.120.000
Fahrettin Çezik	11,75%	17.620.000	1.500.000	1,0%	16.120.000
Mahmut Koçum	12,5%	18.750.000	1.500.000	1,0%	17.250.000
Aydın Çelik	12,5%	18.750.000	1.500.000	1,0%	17.250.000
Suat Erdem	12,5%	18.750.000	1.500.000	1,0%	17.250.000
Nurcan İlbahar	1,25%	1.880.000	-	-	1.880.000
Necla Delal	1,25%	1.880.000	-	-	1.880.000
TOPLAM	100,0%	150.000.000	12.000.000	8,0%	138.000.000

Şirket, çıkarılmış sermayesinin 150.000.000 TL'den 187.500.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılacak 37.500.000 TL nominal değerli 37.500.000 adet B grubu pay ve mevcut ortaklardan Mehmet Şükrü Başar, Fikret Başar, Mitat Başar, Burhan Başar, Fahrettin Çezik, Mahmut Koçum, Aydın Çelik, ve Suat Erdem'in ("Halka Arz Eden Pay Sahipleri") sahip olduğu 12.000.000 TL nominal değerli 12.000.000 adet B grubu pay olmak üzere toplam 49.500.000 TL nominal değerli 49.500.000 adet B grubu payın halka arzını gerçekleştirecektir.

Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde, toplam halka arz edilen payların %12,1'ine tekabül eden Ortaklığın Halka Arz Eden Pay Sahiplerine ait toplam 6.000.000 TL nominal değerli 6.000.000 adet A grubu payın B grubuna dönüştürülerek dağıtımına tabi tutulması ve toplam pay miktarına eklenmesi planlanmaktadır. Ek satışın gerçekleşmesi halinde toplam 55.500.000 TL nominal değerli, 55.500.000 adet B Grubu payın halka arzı gerçekleşecektir.

- Halka Arzın Gerekçeleri ve Elde Edilecek Gelirin Kullanım Yerleri

Şirket'in halka arzı ile kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirmesi hedeflenmektedir.

- Avrupa'da Şirket Satın Alımı:** Şirket, gümrük avantajlarından yararlanmak, coğrafi riski dağıtmak ve Avrupa modern kanalında (zincir marketlerde) Bebeto markasının konumunu güçlendirmek üzere kendi sektöründe faaliyet gösteren, Avrupa Birliği sınırları içerisinde bir şirket satın almayı planlamaktadır. Halka arz gelirin yaklaşık %55'inin bu amaçla kullanılması planlanmaktadır.
- Yatırım Finansmanı:** Halka arz gelirin yaklaşık %25'i ile yapılmakta olan yatırımların tamamlanması ve potansiyel hat yatırımları için Akhisar'da yeni fabrika binası satın alınması planlanmaktadır.
- Finansal Borçların Ödenmesi:** Şirket 2020 yılında halka arzdan sağlanacak fon beklentisinden dolayı uzun vadeli kredilerin yüksek maliyetinden kaçınmak adına kısa vadeli krediler kullanmıştır. Bu doğrultuda Şirket, halka arz gelirin yaklaşık %20'lik kısmıyla kısa vadeli finansal kredilerini kapatmayı hedeflemektedir.
- Diğer Menfaatler:** Halka arz 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.

FINANSAL BİLGİLER

Son 3 yıllık karşılaştırmalı ve 2020 yılı altı aylık bilançosu aşağıdaki gibidir.

	Bağımsız Denetimden Geçmiş - Konsolide			
	31.12.2017 (TL)	31.12.2018 (TL)	31.12.2019 (TL)	30.06.2020 (TL)
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 Vergisi ile 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 Hakkı 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	108.76	425.639	318.091	6.493.080
Ertelenmiş Gelirler	3.762.111	5.618.662	5.056.511	6.509.941
Dönem Kârı 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

	Bağımsız Denetimden Geçmiş - Konsolide			
	31.12.2017 (TL)	31.12.2018 (TL)	31.12.2019 (TL)	30.06.2020 (TL)
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	29.5	-	-	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
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	245.003.341	339.119.275	414.164.004	512.969.520
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 işletmeleri içeren birleşmelerin etkisi	2.013.075	2.013.075	2.011.813	2.011.813
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	69.179.387	69.341.833	145.632.168	240.112.113
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-1.325.411	1.833.490	2.213.810	4.618.540
Diğer Yedekler	3.714.640	8.606.618	2.500.000	2.500.000
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	688.734	771.981	942.820	1.409.204
Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları	-26.254.144	-17.771.305	-29.988.873	-25.416.521
Dönem Net Kârı/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 ÖZKAYNAKLAR	101.103.879	136.693.694	283.568.529	432.863.550
TOPLAM KAYNAKLAR	346.107.220	475.812.969	697.732.533	945.833.070

Şirket'in karşılaştırmalı gelir tablosu ise aşağıdaki gibidir.

Bağımsız Denetimden Geçmiş – Konsolide (Sonuçlar)					
KÂR VEYA ZARAR KISMI	1 Ocak - 31 Aralık 2017	1 Ocak - 31 Aralık 2018	1 Ocak - 31 Aralık 2019	1 Ocak - 30 Haziran 2019	1 Ocak - 30 Haziran 2020
Hasılat	355.237.897	534.216.898	687.362.079	333.220.997	469.107.370
Satışların Maliyeti (-)	(271.084.587)	(380.840.919)	(477.049.179)	(238.779.540)	(318.528.794)
Brüt Kârı/Zararı	84.153.310	153.375.979	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 Kârı/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)
Ozkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kârlarından/Zararlarından Paylar	(142.445)	(1.360.381)	5.178.615	3.526.835	176.392
FINANSMAN GIDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI	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)
SURDURULAN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KÂRI/ZARARI	11.179.286	34.373.216	86.846.001	30.228.346	59.248.775
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri)/Geliri	(120.890)	(6.549.649)	(10.887.236)	(4.078.030)	(8.384.214)
Dönem Vergi Gideri/Geliri	(1.895.598)	(7.543.346)	(11.256.196)	(4.789.952)	(10.013.766)
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	1.774.708	993.697	368.960	711.922	1.629.552
DURDURULAN FAALİYETLER DÖNEM KÂRI/ZARARI	--	--	--	--	--
DÖNEM KÂRI/ZARARI	11.058.396	27.823.567	75.958.765	26.150.316	50.864.561
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 Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç	2.631,51	7.001,04	9.379,84	3.303,80	3.297,48

- **Bilanço Oran Analizleri**

Likidite Oranları				
Oranlar	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Cari Oran (Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,06	1,19	1,22	1,37
Asit-Test Oranı ((Dönen Varlıklar-Stoklar)/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,70	0,85	0,77	0,96
Nakit Oran (Nakit ve Nakit Benzerleri/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,02	0,02	0,02	0,15

Mali Oranlar				
Oranlar	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar)	0,71	0,71	0,59	0,54
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,54	0,53	0,46	0,37
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,17	0,18	0,14	0,17
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar	0,29	0,29	0,41	0,46

- **Karlılık Oranları**

	1 Ocak - 31 Aralık 2017	1 Ocak - 31 Aralık 2018	1 Ocak - 31 Aralık 2019	1 Ocak - 30 Haziran 2019	1 Ocak - 30 Haziran 2020
Brüt Kar Marjı	23,7%	28,7%	30,6%	28,3%	32,1%
Faaliyet Kar Marjı	9,9%	15,3%	16,2%	13,9%	18,2%
Net Kar Marjı	3,1%	5,2%	11,1%	7,8%	10,8%
Özkaynak Karlılık Oranı (ROE)	10,9%	20,4%	26,8%	*	23,3%
Aktif Karlılık Oranı (ROA)	3,2%	5,8%	10,9%	*	10,6%

(*) Bu tarihte son 1 yıllık denetlenmiş kar/zarar tablosu bulunmadığından hesaplama yapılmamıştır.

	1 Ocak - 31 Aralık 2017	1 Ocak - 31 Aralık 2018	1 Ocak - 31 Aralık 2019	1 Ocak - 30 Haziran 2019	1 Ocak - 30 Haziran 2020
Hasılat	355.237.897	534.216.898	687.362.079	333.220.997	469.107.370
Faaliyet Karı	35.261.892	81.491.895	111.122.415	46.258.772	85.540.259
Amortisman	8.526.985	8.328.171	13.350.917	5.879.215	7.969.462
FAVÖK	43.788.877	89.820.066	124.473.332	52.137.987	93.509.721
FAVÖK Marjı	12,3%	16,8%	18,1%	15,6%	19,9%

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Halka arz edilecek Şirket'in değerlemesinde gerek sektör gerekse büyüme potansiyeli açısından kullanılması uygun görülen değerlendirme yöntemleri şunlardır;

- 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 değerini hesaplanmasını içerir.
- Piyasa Çarpanları Analizi:** Değerleme çalışmasında kullanılan çarpanlar; Piyasa Değeri / Net Kar (Fiyat / Kazanç, F/K) ve Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) olarak kabul edilmiştir.

A) İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemi

A.1) Gelir Tablosu Projeksiyonu: 2020-2025 dönemi için ciro YBBO(yıllık bileşik büyüme oranı) 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. Kapasite artışlarının taleple karşılanarak yüksek kapasite kullanım oranlarının jelly ve licorice ürünlerinde devam edeceği ve diğer ürünlerde de kapasite kullanımının artacağı yönünde projeksiyon oluşturulmuştur.

A.2) Faaliyet Giderleri: Faaliyet giderlerinin projeksiyonu geçmiş yıllara ait gerçekleştirmeler ve ileriye dönük beklentilere paralel olacak şekilde hesaplamalara dâhil 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.

(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
%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 hesaplamalarında esas faaliyetlerden net diğer gelir kalemine süreklilik arz etmemesi sebebiyle yer verilmemiştir.

A.3) Yatırım Harcamaları: Şirket'in öngörülerini kapsamında projeksiyon donemi boyunca kapasite artırımı ve iyileştirme yatırımları yapması beklenmektedir. Yatırım ve kapasite tahminlerine ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir. 2021 yılında tonaj bazında kapasite artışının sebebi bir jelly ve bir licorice hattıdır. İlgili yatırımlar 2020 yılının başında başlamış olup 2020 yılının sonu itibarıyla tamamlanması planlanmaktadır. Adet bazında kapasite artışının temel sebebi ise 2020 yılı Nisan ayında faaliyete gelen ve yıllık 43,2 milyon adet kapasiteye sahip sürpriz yumurta hattıdır.

Üretim Kapasitesi	2017	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Tonaj	41.700.000	46.000.000	48.800.000	60.200.000	72.300.000	73.800.000	86.800.000	88.800.000	99.800.000
Adet	35.000.000	40.000.000	40.000.000	68.800.000	93.200.000	103.200.000	124.800.000	146.400.000	146.400.000

Yatırımlar	2017	2018	2019	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Kapasite Artırımı	-	-	-	68.185.216	-	80.902.380	2.708.101	81.333.292	-
Bakım - Onarım (Idame)	-	-	-	22.122.734	37.250.165	39.014.867	58.118.564	58.464.548	76.682.662
Toplam	13.822.973	29.286.954	52.287.697	90.307.950	37.250.165	119.917.247	60.826.664	139.797.840	76.682.662

Yatırım / Ciro %	2017	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
	3,9%	5,5%	7,6%	8,9%	2,6%	6,8%	2,7%	5,4%	2,6%

A.4) İşletme Sermayesi İhtiyacı Projeksiyonu: Ticari işletme sermayesi, 5 yıllık projeksiyon donemi 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. Ortalama tahsilat süresi 2020 yılı için 100 gün, 2021-2025 aralığında 95 gün olarak, ortalama stokta kalma süresi 2020'de 90 gün, 2021-2025 yılları arasında ise 85 gün olarak, ortalama borç ödeme süresi 2020-2025 arasında 80 gün olarak belirlenmiştir. Nakit dönüşüm süresi ise 2020'de 110 gün, 2021-2025 arasında ise 100 gün olarak belirlenmiştir.

A.5) Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesabı:

Risksiz getiri oranı hesaplanırken, Türkiye'deki 10 yıllık TL tahvil (ISIN TRT080328T15) oranındaki değişimler takip edilmiş, mevcut durum için **%14** esas alınmıştır.

Beta, halka arz olacak şirketlerin henüz işlem görmeye başlamadığı gerçeği ve bu açıdan istatistiksel hesaplamaların imkânsızlığı gerekçesiyle "1" olarak kabul edilmiştir.

Piyasa risk primi %5 olarak varsayılmıştır. Piyasada Türkiye tarafına yönelik oluşturulan raporlara da dayanılarak risk primin genel olarak %5 civarında kabul gördüğü belirtilmiştir.

Vergi oranı, Şirket'in teşvik bölgesindeki Akhisar yatırımları sebebiyle Şirket öngörülerine göre 2020'de %1,1, 2021-2025'te %12 alınmıştır. 2020-2025 yılları ortalaması %11,8'dir.

Şirket'in 30 Haziran 2020 tarihli bağımsız denetim raporundaki tutarlara göre finansal borçların, finansal borçlar ve özkaynak toplamına oranı %44 seviyesinde olduğu belirtilmiştir. Uzun vadeli tahminde %40 oranı kullanılmıştır. Bu varsayımlar altında AOSM ise %16,7 olarak hesaplanmıştır.

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%

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%
FAVOK	193.714.775	277.140.463	335.228.292	434.049.611	509.175.584	572.986.895
FAVOK 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	-19.917.247	-60.826.664	-139.797.840	-76.682.662
İşletme serm. ihtiyacı	-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 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					

İndirgenmiş nakit akım projeksiyonuna göre hesaplanan Şirket özsermaye değeri 1.719.805.879 TL ve pay başına değeri ise 11,47 TL olarak hesaplanmaktadır.

B) Piyasa Çarpanları Yöntemi

B.1) Yurtiçi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Şirket'in yapılan yurt içi çarpan analizinde, ana faaliyet alanı yumuşak şeker sektöründe birebir karşılaştırılabilir şirket olmaması sebebiyle **BİST'de işlem gören gıda şirketlerine** yer verilmiştir.

Şirketlerin son piyasa değerleri ve 1Y2020 finansallarıyla yıllıklandırılmış tutarlarla yaptığımız analizde **FAVÖK marjı %5-25 aralığında olan şirketler medyan hesabına katılmıştır.**

KENT, AVOD ve FADE gibi yüksek çarpanlı şirketler medyan hesabına katılmamıştır.

Analizde Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat / Kazanç (F/K) kullanılmıştır.

Buna göre **28 Eylül 2020** tarihi kapanışı itibarıyla Borsa İstanbul'da işlem gören ve belirlenen kriterlere uyan ve **gıda şirketlerinin piyasa çarpanları** seçilmiştir.

Hedef fiyat hesabında **medyan çarpanlar**, Şirket'in yıllıklandırılmış FAVÖK ve kar tutarlarıyla çarpılmış ve FD/FAVÖK çarpanı ile yapılan hesaplamada 30.06.2020 sonu net borç tutarı olan 287 milyon TL kullanılmıştır.

FD/FAVÖK ve F/K çarpanı kullanarak ve her iki çarpanın %50 ağırlıklandırılmasıyla ulaşılan şirket özsermaye değeri 1.693 milyon TL olarak hesaplanmıştır. **Pay başına değer bu analiz ile 11,29 TL** olarak bulunmuştur.

B.2) Yurtdışı Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Bloomberg terminal kullanılarak hazırlanan karşılaştırılabilir şirketler içerisinde çoğu şirket için tahmin eksikliği sebebiyle yıllıklandırılmış çarpanlar meydana yer verilmiş ve hedef değere Şirket'in yıllıklandırılmış verileri üzerinden ulaşılmıştır.

Çalışmada 10 adet şirkete yer verilmiştir.

Her oranın eşit öneme sahip olduğu varsayılmıştır.

İncelenen şirketlerin medyan FD/FAVÖK çarpan değeri 10.1, Fiyat/Kazanç medyan çarpan değeri 18.8 olarak belirlenmiştir.

FD/FAVÖK ve F/K çarpanı kullanarak ulaşılan hedef piyasa değerlerinin aritmetik ortalaması olan 1.617 milyon TL'lik bir şirket büyüklüğüne ulaşılmıştır.

Pay başına değer bu analiz ile 10,78 TL olarak bulunmuştur.

TL	Piyasa Değeri	Yıllıklandırılmış FAVÖK Marjı	F/K	FD/FAVÖK
TUKAS	2.674.696.500	24,2%	21,80	17,20
ULKER	7.715.520.000	16,9%	9,40	5,80
KERV	3.733.680.000	14,5%	38,10	9,90
KNFRT	522.060.000	13,9%	34,20	17,90
PETUN	1.151.844.300	11,8%	14,80	12,10
TATGD	1.486.480.000	11,5%	15,90	10,40
BANVT	2.538.598.435	6,9%	a.d.	11,00
	Medyan	13,9%	18,80	11,00
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			

- SONUÇ

İndirgenmiş nakit akımına %50, yurt içi ve yurt dışı çarpanlar analizlerine %25'er pay verilerek ulaşılan halka arz öncesi hedef değer 1.687 milyon TL ve halka arz öncesi sermayeye bölünerek bulunan hisse başı hedef değer 11,25 TL olmaktadır.

Bulunan hisse başına hedef piyasa değerine;

%28,9 halka arz iskontosu uygulandığında hisse başına piyasa değeri **8,00 TL**'ye,

%20,0 halka arz iskontosu uygulandığında da hisse başına piyasa değeri **9,00 TL**'ye gelmektedir.

Sonuç olarak yapılan hesaplamalar sonucunda halka arz için fiyat aralığı olarak 8,00 - 9,00 TL değerlerine ulaşılmıştır.

Kervan Gıda Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
INA	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

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

GÖRÜŞ

- Yapılan değerlemede "Benzer Şirketler" olarak BİST'te yumuşak şeker sektöründe birebir firma olmaması nedeniyle BIST'de işlem gören gıda şirketlerine ve yurtiçi benzer şirket olmamasının etkisiyle analizde ayrıca Yurtdışı Benzer şirketlerinin de seçilmesini olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Değerleme çalışmasında 30.06.2020 tarihli veriler yerine son durumu daha yakın geçmiş için gösterecek olan 30.09.2020 tarihli finansal tablolar ile daha güncel bir değerlendirme çalışması yapılabilirdi diye düşünüyoruz.
- Yurtiçi ve Yurtdışı Benzer Şirketler çarpanları ile şirket değeri hesaplamasında Fiyat/Kazanç ve FD/FAVÖK çarpanlarının kullanılmasını makul karşılamakla birlikte ilave olarak FD/Satışlar çarpanının da değerlemeye dahil edilebileceğini düşünüyoruz.
- FAVÖK hesaplamalarında esas faaliyetlerden net diğer gelir kalemine süreklilik arz etmemesi sebebiyle yer verilmemesinin uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Çarpan analizi yönteminde, BIST'te işlem gören gıda şirketlerinden yüksek çarpanlı olan KENT, FADE ve AVOD kodlu şirketlerin değerlemeye dahil edilmemesini olumlu karşıyoruz.
- Piyasa Çarpanları analizi yönteminde kullanılan çarpan değerlerinin baz alınan tarihin 28/09/2020 olması ve aradan yaklaşık 2 ay geçmiş olması nedeniyle bir miktar geride kaldığını düşünmekle birlikte aradan geçen zaman içerisinde baz alınan şirketlerin güncel FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının medyanının baz alınan tarihteki değerden daha yüksek çıkması nedeniyle sonucun makul karşılanabileceğini düşünüyoruz. Bahsettiğimiz güncel değerler üzerinden hesaplama yapılmış olsaydı yurtiçi benzer şirketler ile şirketin özsermaye değeri aynı ağırlık verilmek suretiyle yapılan hesaplamada 11,29 TL yerine 12,53 TL olacaktı. Bu nedenle belirtilen tarihteki değerleri makul karşılıyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde ortaya konan projeksiyonların detaylı ve açıklanabilir şekilde ortaya konduğunu düşünüyoruz.
- Şirket'in ileriye dönük yatırımlarının değerlendirmeye dahil edilmesiyle hesaplanmış olan satış gelirleri projeksiyonunun makul olduğunu düşünüyoruz.
- Net işletme sermayesi hesaplanmasında değerlendirme çalışmasında kullanılan ortalama gün sayıları, geçmiş dönemler ile karşılaştırıldığında makul görülmektedir.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında risksiz getiri oranı için Türkiye'deki 10 yıllık TL tahvil faizi %14 esas alınmıştır. Güncel 10 yıllık tahvil faizi ile kıyasladığımızda belirlenen oranın makul olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket'in yaptığımız hesaplamada kaldıraçlı Beta'sının 0,76 olarak hesaplanması ve Beta değerinin halka arz olacak şirketlerin henüz işlem görmeye başlamadığı gerçeği ve bu açıdan istatistiksel hesaplamaların imkânsızlığı gerekçesiyle "1" olarak kabul edilmesinin uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Piyasa risk primi olarak %5 kullanıldığı görülmektedir. Aswath Damodaran'ın çalışmalarına göre ülke risk primi %6,61 olarak görülmektedir. Bu açıdan %5 yerine bu oranın kullanılması daha uygun olabilirdi. Bu durum İNA analizine göre şirketin özsermaye değerini bir miktar aşağı çekecek bir görüntü oluşturacaktı.
- %28,9 ile %20,0 arasında uygulanan halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünüyoruz.
- Sonuç olarak yapılan hesaplamalar sonucunda ve belirtilen iskonto oranlarıyla halka arz için 8.00 TL-9.00 TL olarak hesaplanan fiyat aralığının makul olduğunu düşünüyoruz.