

Türkiye– Gıda sektörü

Kervan Gıda

Büyük hedefler, tatlı rekabet

AL tavsiyesi ile takibe alıyoruz. Türkiye'nin en büyük yumuşak şekerleme üreticisi Kervan Gıda'yi AL tavsiyesi ile takibe başlıyoruz. Aralık'ta halka arzından beri %56 artış gösteren hisse senedi, BIST 100'ün %49 üstünde getiri göstermiştir. Öte yandan satışlarının %60'a yakını ihracattan gelen bir şirketin, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) değerlendirmesinde daha düşük bir sermaye maliyetiyle değerlendirilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Bu şekilde hesapladığımız 12 aylık hedef fiyatımıza göre %28 potansiyel getiri buluyoruz.

Yüksek kapasite artışı. Kuruluşu 1994'e dayanan yumuşak şekerleme ve sürpriz yumurta üreticisi Kervan Gıda İstanbul ve Manisa bazlı olarak faaliyetlerini sürdürmektedir. Yatırımlar ve şirket alımlarıyla hızlı bir büyüme gerçekleştiren Kervan Gıda, 2017'den günümüze yumuşak şekerleme üretim kapasitesini yaklaşık iki kat arttırarak 77.7 bin tona çıkartmıştır. Aynı dönemde sürpriz yumurta/oyuncak kapasitesini iki kattan da fazla büyütürerek 83.2 bin tona ulaşmıştır. Özellikle yumuşak şekerleme ve licorice hatları azami kapasiteye yakın çalışan şirket, ek kapasite ve verimlilik yatırımlarına devam etmektedir.

İhraç pazarlarına odaklanma. Yaklaşık 85 ülkeye ürün yollayan Kervan Gıda, satışlarının %60'a yakını ihraç pazarlarından sağlamaktadır. İhracının %40 civarını İngiltere, Amerika ve Almanya'ya yapan şirket, özellikle iskontolu zincir marketlerde rağbet görmektedir. Yurt içinde, Beбето markası ve fason üretimi göz önüne alındığında satış değeri bazında %35 ve hacimle %50'lik pazar payına sahiptir. Kervan için en önemli perakende kanallar BIM ve A101 gibi iskonto marketleridir.

İyi karlılık, fakat yüksek işletme sermayesi gideri. 2020 yılı sonunda satışları 1 milyar TL'yi geçen Kervan, %21 FAVÖK marjı gerçekleştirmiştir. Bir önceki yıla göre yaklaşık %2'lik bir iyileşme sağlanan karlılık, TL'nin değer kaybetmesinden olumlu etkilenmiştir. Her ne kadar yabancı para bazında hammadde giderleri olsa da, bunlar ihraç gelirleri tarafından fazlasıyla karşılanmaktadır. Öte yandan, şirketin işletme sermayesi giderleri satışlarının %10-11'i civarındadır. Ayrıca Kervan, satışlarının yaklaşık %4-5'lik kısmını periyodik yatırımlara ayırmak durumundadır. Bütün bunlara karşı, şirketin bilançosu yaklaşık 0.4x'lik net borç/favök oranı ile sağlıklıdır. En son açıklanan şirket satın almasıyla bile bu oranın 1.7x civarında kalacağını öngörüyoruz.

Polonya'da yeni kapasite. 30 Haziran'da Polonya'lı OTM'nin %65'ini 13.3m Avro'ya aldığını açıklayan Kervan, bu satın almayla yumuşak şeker kapasitesini yaklaşık %50 arttırmış olacaktır. Şirket hesaplarının tam konsolidasyonu sonrasında, dünyanın en büyük 5. şekerleme üreticisi konumuna ulaşacak olan Kervan, OTM'nin sağladığı vergi avantajıyla Avrupa Birliği ve politik sebeplerden satış yapamadığı bazı Orta Doğu ülkelerine ihracatını arttıracaktır.

Büyüme devam edebilir. 2030 itibarıyla dünyada ilk 3'e girmeyi hedefleyen şirket yönetimi, OTM'nin hazmedilmesinden sonra büyük bir ihtimalle şirket alımlarıyla büyümeye devam edecektir. Bu aşamada modelimize OTM veya diğer satın almaları dahil etmiyoruz. Ancak gittikçe gelirleri yurt dışı odaklı olan Kervan'ın daha düşük bir sermaye maliyetiyle değerlendirilmesi gerektiğini düşünüyoruz. 2021 ve 2022 tahminlerimize göre, Kervan Gıda 11.0x ve 6.8x F/K ile fiyatlanmaktadır.

KRVGD	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Net Kar (TL mn)	75	122	262	422	460	511
Net Satışlar (TL mn)	534	687	1,009	1,501	1,979	2,400
FAVÖK (TL mn)	90	124	213	310	450	559
Net Borç/FAVÖK (x)	2.4	2.1	0.4	0.0	-0.5	-0.7

Kaynak: Şirket verisi, INFO Araştırma tahminleri

AL

Fiyat: TL15.30

Hedef Fiyat: TL19.60

Şirket Bilgileri

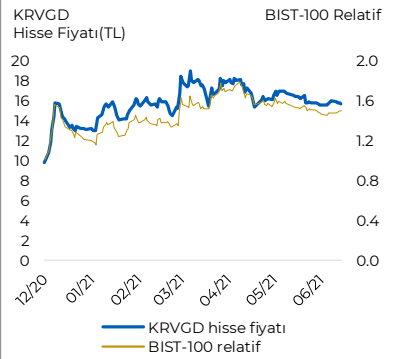
Hisse Kodu	KRVGD
Hisse Öneri	AL
Hedef Fiyat (TL)	19.60
Hedef Getiri	28%
Hisse Fiyatı (TL)	15.30
52 hafta fiyat aralığı	17.79 -15.3
Hisse Adedi (mn)	188
HAO	28%
Piyasa Değeri (TL mn)	2,869
Piyasa Değeri (USD mn)	331
Net Borç (TL mn)	111
3A OİH (USD mn)	6
3A OİH/HA Piyasa Değ. (%)	6.6%

Değerleme

	2020	21E	22E	23E
P/E (x)	23.5	11.0	6.8	6.2
EV/EBITDA (x)	14.0	9.6	6.6	5.3
EV/Sales (x)	3.4	2.7	2.0	1.7
Div. yield (%)	1%	2%	6%	10%

Kaynak: INFO Araştırma Tahminleri

Hisse Fiyat Performansı



INFO Araştırma Bölümü

Araştırma: +90 (212) 700-2613
research@infoyatirim.com.tr

Uluslararası Satış: +90 (212) 700-2622
sales@infoyatirim.com.tr

Lütfen raporun sonunda yer alan uyarı notunu okuyunuz.

Tablo 1. Finansal Özet

Gelir Tablosu

(TL mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Net Satışlar	1,009	1,501	1,979	2,400
Satışların Maliyeti	-663	-994	-1,269	-1,529
Brüt Kar/Zarar	346	508	710	871
Faaliyet Giderleri	-157	-236	-310	-368
Esas Faaliyet Kar/Zarar	188	272	399	503
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Giderler	27	40	69	47
Faaliyet Kar/Zararı	215	312	468	550
Finansman Giderleri	-91	-13	17	34
Diğer Gelirler	3	5	6	7
Vergi Öncesi Kar/Zarar	129	307	495	596
Dönem Vergi Gideri	-6	-46	-74	-137
Sürdürülen Faaliyetlerden Kar/Zarar	123	261	421	459
Net Kar/Zarar	122	262	422	460
VAFÖK	213	310	450	559

Bilanço

(TL mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Dönen Varlıklar	833	904	1,248	1,558
Nakit ve Finansal Yatırımlar	232	156	310	423
Ticari Alacaklar	320	384	506	614
Stoklar	219	272	309	373
Diğer Dönen Varlıklar	62	93	122	148
Duran Varlıklar	544	631	681	740
Maddi Duran Varlıklar	477	541	569	609
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	22	23	23	23
Ticari Alacaklar	1	2	2	2
Diğer Duran Varlıklar	44	66	87	105
Toplam Varlıklar	1,377	1,535	1,928	2,298
Kısa Vadeli Yükümlülükler	404	352	379	440
Finansal Yükümlülükler	216	108	54	27
Ticari Borçlar	164	208	278	356
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	24	36	47	57
Uzun Vadeli Yükümlülükler	133	105	100	117
Finansal Yükümlülükler	93	47	23	23
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	39	58	77	94
Özkaynaklar	840	1,078	1,449	1,741
Toplam Yükümlülükler	1,377	1,535	1,928	2,298

Nakit Akış Tablosu

(TL mn)	2020	2021E	2022E	2023E
Düzeltilme Öncesi Kar	123	262	422	460
Amortisman ve İtfa Payları	25	38	51	55
Diğer Düzeltilmeler	94	21	19	17
İşletme Sermayesindeki Değişiklikler	-182	-92	-108	-109
Esas Faaliyet İlgili Oluşan Nakit	61	229	384	423
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit	-118	-124	-100	-115
İşletme Yatırımları	-103	-102	-79	-96
Diğer İşletme Yatırımları	-15	-22	-21	-19
Finansman Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit	276	-180	-130	-196
Mali Borçlardaki Değişim	-38	-155	-77	-27
Sermaye Artırımı	330	0	0	0
Temettü Ödemeleri	0	-25	-52	-169
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-16	0	0	0

Finansal Analiz

	2020	2021E	2022E	2023E
Büyüme (%)				
Net Satışlar	46.7	48.8	31.8	21.3
Esas Faaliyet Kar/Zararı	69.5	44.3	46.9	26.0
VAFÖK	71.4	45.1	45.5	24.1
Net Kar/Zarar	62.8	114.4	61.1	9.0
Marjlar (%)				
Brüt Kar Marjı	34.3	33.8	35.9	36.3
VAFÖK Marjı	21.2	20.6	22.8	23.3
Esas Faaliyet Kar Marjı	18.7	18.1	20.2	21.0
Net Kar Marjı	12.1	17.4	21.3	19.2
Verimlilik				
Alacak Devir Hızı (gün)	93	93	93	93
Stok Devir Hızı (gün)	100	100	89	89
Ticari Borç Devir Hızı (gün)	76	76	80	85
Faaliyet Giderleri/Net Satışlar (%)	15.6	15.7	15.7	15.3
Karlılık				
Aktif Karlılığı (%)	8.9	17.1	21.9	20.0
Özkaynak Karlılığı (%)	14.5	24.3	29.1	26.4
Yatırılan Sermaye Getirisi (%)	19.4	23.0	25.8	27.1
Kaldıraç				
Varlıklar/Özsermaye (x)	25.02	37.72	50.89	55.50
Net Borç/Özsermaye (x)	0.09	0.00	-0.16	-0.21
Net Borç/VAFÖK (x)	0.37	0.00	-0.52	-0.67
Seçilmiş Operasyonel Göstergeler				
Mevcut kapasite				
Kapasite (ton)	60,200	77,700	78,700	79,700
Kapasite (bin adet)	83,200	83,200	83,200	83,200
Kapasite kullanım				
Yurtiçi satışlar	85%	83%	90%	95%
Yurtdışı satışlar	46%	58%	80%	99%
Birim fiyatları				
Yumusak seker, licoric(kg)	18.1	21.3	25.0	28.0
Surpriz yumurta, oyuncak(adet)	2.3	2.7	3.1	3.4
Hammadde maliyeti (kg)	-11.3	-13.4	-15.1	-16.6

Makroekonomik Tahminler

	2020	2021E	2022E	2023E
GSYİH reel büyüme oranı (yıllık)	1.1%	6.0%	3.0%	3.0%
TÜFE (yıl sonu)	12.7%	13.8%	11.0%	10.0%
Ortalama USD/TL	7.01	8.40	9.74	10.71
Dönem Sonu USD/TL	7.42	9.27	10.20	11.22

Değerleme

Tablo 2. KRVGD İNA Değerleme

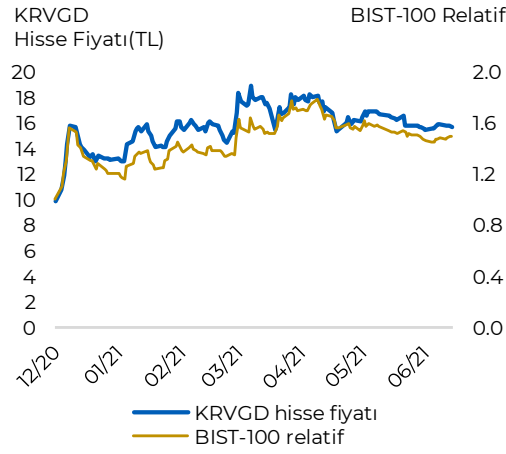
TL mn	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Satışlar	1,009	1,501	1,979	2,400	2,698	2,872	3,056
<i>Büyüme oranı</i>	46.74%	48.84%	31.79%	21.32%	12.41%	6.45%	6.38%
FAVÖK	213	310	450	559	644	678	712
<i>FAVÖK marjı</i>	21.2%	20.6%	22.8%	23.3%	23.9%	23.6%	23.3%
FVÖK	188	272	399	503	586	615	644
+ Amortisman	25	38	51	55	59	63	68
- Yatırımlar	-103	-102	-79	-96	-108	-115	-122
<i>Yatırımlar/Satis</i>	-10.2%	-6.8%	-4.0%	-4.0%	-4.0%	-4.0%	-4.0%
- İşletme sermayesindeki değişim	-182	-92	-108	-109	-89	-52	-55
- Vergi	-41	-41	-60	-116	-135	-141	-148
Firmaya serbest nakit akışı	-113	75	204	238	312	370	387
İskonto oranı		0.93	0.80	0.68	0.59	0.50	0.43
Tahmin Aralığı İçin İndirgenmiş Nakit Akışı	931	69	162	163	183	186	167
Uç Değer İçin İndirgenmiş Nakit Akışı	2,279						
Firma Değeri	3,211						
-2020 Net Borç	78						
-Azinlık Payı	9						
+İştirakler	12						
Şirket değeri	3,136						
Sermaye Maliyeti	17%						
12 Aylık Hedef Fiyat	19.60						
Hedef Getiri	28%						
AOSM							
Risksiz Getiri Oranı	10.4%						
Beta	1.00						
Risk Primi	7.0%						
Sermaye maliyeti	17.4%						
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	11.2%						
Sermayelendirme Oranı	15.0%						
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	16.5%						
Uzun Dönemli Büyüme Oranı	8.5%						

Kaynak: Şirket verileri, INFO Araştırma tahminleri

Tablo 3. Kervan Gıda Benzer Şirket Karşılaştırması

Uluslararası Benzer Şirketler											
RT Kodu	Şirket Adı	Ülke	Piyasa Değeri (USD mn)	F/K		FD/VAFÖK		FD/Net Satışlar		Temettü Verimi	
				2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
CLAB:SE	Cloetta B	Sweden	864.0	16.9	14.8	10.8	9.5	1.6	1.5	3.5%	1.5%
WWL:PL	Wawel Sa	Poland	234.4	16.9	15.2	7.4	7.0	1.3	1.3	4.2%	1.3%
	Median			16.9	15.0	9.1	8.3	1.5	1.4	3.8%	1.4%
KRVGD:IS	Kervan Gıda Sanayi	Turkey	310.6	11.0	6.8	9.6	6.6	2.0	1.5	1.8%	5.9%
				-35%	-55%	6%	-20%	36%	7%	-52%	316%

Kaynak: EquityRT, INFO Araştırma.

Tablo 4. Hisse Fiyatı Performansı

Kaynak: EquityRT, INFO Araştırma verileri

Riskler

Genel olarak, operasyonları olumsuz etkileyebilecek büyük fiyat artışları veya tedarik zincirindeki sorunların Kervan Gıda için risk oluşturduğunu söyleyebiliriz.

Bu genel ve konjonktürel risklerin ötesinde, Kervan Gıda için en büyük risk bizce yasal değişiklikler ve tüketici alışkanlıklarındaki değişikliklerdir. Yasal değişiklikler; şekerlemelere getirilebilecek ek vergiler, reklam ve dağıtım kısıtlamaları olarak özetlenebilir. Özellikle çocuklarda aşırı kilo artışı sebebiyle hükümetler üstünde kamuoyu baskısı artmaktadır. Yumuşak şekerlemeler özellikle çocuklar tarafından tüketildiği için ek risk altındadır diyebiliriz. Kervan'ın ihracat gerçekleştirdiği İngiltere gibi ülkelerde kanımızca bu risk artmaktadır. Şirket ihracat portföyünü genişleterek bu risklere karşı önlem almaya çalışmaktadır.

Değişen tüketici tercihleri ve daha sağlıklı ürünlere yönelim de Kervan için bir risk oluşturabilir. ARGE faaliyetleriyle Kervan vitamin ya da daha sağlıklı kabul edilen fonksiyonel tüketim ürünlerine yatırım yapmaktadır.

Uyarı Notu

Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibari ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağılı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.

INFO Yatırım Araştırma Ekibi

Oytun Altaşlı Widmer– Araştırma Direktörü

Ercan Uysal– YK Danışmanı

Çağlar Toros– Uzman Analist

Bartu Çolak– Yardımcı Uzman Analist

Kutay Ağırbaş– Yardımcı Uzman Analist