

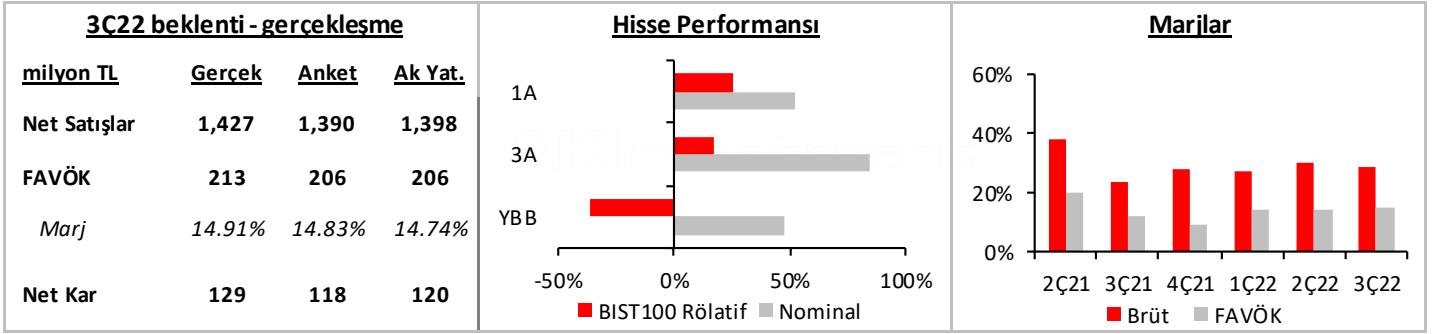
## Kervan Gıda

Endeksin Üzerinde Getiri  
(önceki: Nötr)Cari fiyat: 18,90 TL  
TRY24,60 (önceki TRY13,50)

Analist Kayahan Demirak

[kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr](mailto:kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr)

## 3Ç22 Bilanço Değerlendirmesi



## Büyük ölçüde beklentilere paralel &amp; tavsiyemizi Endeksin Üzerinde Getiri olarak güncelliyoruz

Kervan Gıda 3Ç22'de beklentilerin hafifi üzerinde 129mn TL net kar açıkladı (Ak Yatırım: 120mn TL; Piyasa:118mn TL). Tahminlerimizde görülen sapmanın temel sebebi %7,4 seviyesinde gerçekleşen etkin vergi oranı ve hafif yukarıda gelen FAVÖK oldu. Net kar tarafında yıllık artış geçen seneki 54mn TL'lik şerefiye geliri ve 18mn TL'lik net vergi geliri nedeniyle görece sınırlı gerçekleşti.

- ✓ 3Ç22 satış gelirleri yıllık %146 artışla 1.427mn TL olurken, beklentilere büyük ölçüde paralel geldi. Polonya faaliyetlerinin (ZPC) cirosu yıllık %87 artışla 241mn TL oldu. Polonya operasyonları hariç net satışlar yıllık %163 artışla 1187mn TL oldu. Türkiye faaliyetlerinde dolar bazında %25'lik büyüme artan kapasite ve fiyat artışlarının etkisini yansıtıyor.
- ✓ 3Ç22 FAVÖK, bizim ve piyasanın 206mn TL'lik beklentisine büyük ölçüde paralel yıllık %198 artışla 213mn TL gerçekleşti. Şirket Polonya faaliyetlerinden yaklaşık 16mn TL FAVÖK katkısı elde etti. Yılın ilk yarısında FAVÖK başa baş seviyesinde gerçekleşmişti. Bu durum Türkiye operasyonları için yaklaşık %16,6 FAVÖK marjına işaret ediyor.
- ✓ Şirketin net borcu güçlü büyüme kaynaklı işletme sermayesi ihtiyacı ve devam eden yatırımlar nedeniyle 1332mn TL seviyesine yükseldi (2Ç22 net borç: 1139mn TL). Net işletme sermayesinin satışlara oranı, 2Ç22'deki %31,3'e kıyasla 3Ç22'de %29,7'ye geriledi.

**Yorum ve değerlendirme:** Beklentilere büyük ölçüde paralel gelen 3Ç22 sonuçları sonrası hissede kar satışları olabileceğini düşünüyoruz. Kervan Gıda son bir ayda %53 yükselirken, endeksin %25 üzerinde performans gösterdi. Son dönemdeki güçlü performansa rağmen, hisse fiyatı son bir yılda dolar bazında %13 geriledi. Burada; i) Polonya operasyonlarında satın alma sonrası zayıf karlılığın devam etmesi, ii) hızla artan girdi ve navlun maliyetlerine rağmen, kısmen işin doğası gereği ve bazı uzun dönemli kontralar nedeniyle yalnızca kademeli fiyat ayarlamaları yapılabilmesi ve iii) artan işletme sermayesi ve yatırım harcaması yoğunluğun etkili düşünüyoruz. Şirketin finansal performansındaki zayıflığın bir kısmının son dönemde iyileşmeye başlayan döngüsel faktörlerden kaynaklandığını düşünüyoruz. Şirketin fiyat ayarlamaları çoğunlukla maliyet enflasyonuna yakınsamaya başladı, ihracat tarafında navlun maliyetleri geçtiğimiz çeyrek boyunca normalleşmeye devam etti ve şirketin Polonya'daki ürün portföyü ve satış kanalı optimizasyonu çalışmaları karlılık üzerinde olumlu etki göstermeye başladı. Kervan Gıda için tahminlerimizi i) daha yüksek uzun vadeli FAVÖK marjı öngörülerini (Türkiye için %15,0'den %16,5'e ve Polonya için %6'dan, %10'a) ii) daha yüksek dolar bazlı ürün fiyatları iii) yeni makro varsayımlarımız, iv) Akhisar'a taşınmanın tamamlanması sonrası satılması planlanan İstanbul'daki fabrika binasının tahmini değerini (403mn TL) değerlendirmeye ekleyerek, güncelledik. Kervan Gıda için hedef fiyatımızı 13,5 TL'den 24,6 TL'ye revize ediyoruz ve tavsiyemizi 'Endeksin Üzerinde Getiri' olarak güncelliyoruz (önceki: Nötr). Mevut hedef fiyatımız 2023 beklentilerimize göre 6.1x FD/FAVÖK ve 8.9x F/K çarpanına işaret ediyor. Şirket, 2023 tahminlerimize göre 5,0x FD/FAVÖK ve 6,8x F/K ile gelişmekte olan benzerlerine göre %39 ve %35 iskonto ile işlem görüyor.

## Özet Tablo

Bloomberg Kodu	KRVGD TI			
<b>Tavsiye</b>	<b>Endeksin Üzerinde Getiri (önceki Nötr)</b>			
<b>Hedef fiyat, TL/hisse</b>	<b>TRY24.60 (önceki TRY13.50)</b>			
Son kapanış, TL/hisse	18.90			
Yukarı potansiyel	%30			
Halka açıklık oranı	%49			
Piyasa değeri, TL mn	4,536			
<b>Finansal veriler</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022T</b>	<b>2023T</b>
<b>Özet UFRS Finansallar, TLmn</b>				
Ciro	1,012	1,848	4,889	7,887
FAVÖK	226	264	706	1,241
Net kar	122	180	378	662
Net borç	78	720	1,474	1,905
Net borç/FAVÖK	0.34	2.72	2.09	1.53
FAVÖK marjı	%22.4	%14.3	%14.5	%15.7
Net marj	%12.1	%9.8	%7.7	%8.4
Ciro, y/y	%47	%83	%165	%61
FAVÖK, y/y	%82	%17	%167	%76
Net kar, y/y	%63	%48	%110	%75
F/K	20.7	16.7	12.0	6.8
FD/FAVÖK	10.4	13.2	8.2	5.0
FD/Ciro	2.3	1.9	1.2	0.8

Kaynak: AK Yatırım Tahminleri

Temel Finansal Göstergeler	2022/3Q	2021/3Q	Δ YoY	2022/2Q	Δ QoQ	2022/9M	2021/9M	Δ YoY
Temel Finansal Göstergeler	3Ç22	3Ç21	y/y	2Ç22	ç/ç	9A22	9A21	y/y
<b>Temel K/Z Kalemleri</b>								
Net Satışlar (mn TL)	1,427	580	146%	1,035	38%	3,460	1,255	176%
Brüt Kar (mn TL)	410	135	204%	314	30%	994	373	167%
FAVÖK (mn TL)	213	71	198%	147	45%	500	209	140%
FVÖK (mn TL)	180	55	228%	117	54%	405	174	133%
Diğer Faaliyet Gelirleri/Giderleri (mn TL)	42	-19	n.m.	87	-51%	165	36	363%
Net Finansal Gelir/Gider (mn TL)	-84	-16	424%	-126	-33%	-294	-62	374%
Net Vergi Geliri/Gideri (mn TL)	-10	18	n.m.	-15	-31%	-35	5	n.m.
Diğer Gelirler/Giderler (mn TL)	2	59	-96%	14	-85%	30	52	-43%
Net Kar (mn TL)	129	96	34%	77	68%	271	205	32%
<b>Temel Bilanço Kalemleri</b>								
Net Nakit (mn TL)	-1,332	-475	181%	-1,139	17%	-1,332	-475	181%
Net Nakit (mn ABD\$)	-72	-53	35%	-68	5%	-72	-53	35%
Finansal Borç (mn TL)	1,513	656	130%	1,290	17%	1,513	656	130%
Finansal Borç (mn ABD\$)	82	74	11%	77	5%	82	74	11%
İşletme Sermayesi (mn TL)	1,204	571	111%	1,003	20%	1,204	571	111%
İşletme Sermayesi (mn ABD\$)	65	64	1%	60	8%	65	64	1%
Maddi Duran Varlıklar (mn TL)	1,062	754	41%	996	7%	1,062	754	41%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar (mn TL)	175	113	56%	174	1%	175	113	56%
Ana Ortaklığa Ait Özkaynak (mn TL)	1,276	1,004	27%	1,164	10%	1,276	1,004	27%
Net Döviz Pozisyonu (Hedge dahil) (mn TL)	-404	-74	449%	-384	5%	-404	-74	449%
Net Döviz Pozisyonu (Hedge dahil) (mn ABD\$)	-22	-8	163%	-23	-5%	-22	-8	163%
Operasyonel Nakit Akışı (mn TL)	-65	-191	-66%	-165	-61%	-402	-159	154%
Serbest Nakit Akışı (mn TL)	-164	-109	51%	-214	-23%	-633	-337	88%
Net Nakit Değişimi (mn TL)	-0	155	n.m.	38	n.m.	-109	-50	117%
<b>Temel Finansal Oranlar</b>								
Brüt Marj	28.69%	23.27%	5.4ppt	30.35%	-1.7ppt	28.71%	29.70%	-1.0ppt
FAVÖK Marjı	14.91%	12.31%	2.6ppt	14.20%	0.7ppt	14.44%	16.62%	-2.2ppt
FVÖK Marjı	12.60%	9.46%	3.1ppt	11.29%	1.3ppt	11.72%	13.88%	-2.2ppt
Net Marj	9.06%	16.65%	-7.6ppt	7.44%	1.6ppt	7.82%	16.32%	-8.5ppt
Aktif Karlılığı - S12A	7.31%	16.32%	-9.0ppt	7.22%	0.1ppt	7.31%	16.32%	-9.0ppt
Özkaynak Karlılığı - S12A	19.86%	31.21%	-11.4ppt	18.11%	1.7ppt	19.86%	31.21%	-11.4ppt
Net İşletme Sermayesi/Satışlar - S12A	29.71%	36.42%	-6.7ppt	31.30%	-1.6ppt	29.71%	36.42%	-6.7ppt

AKInvestment

## AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, 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 dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2022