

Kervan Gıda

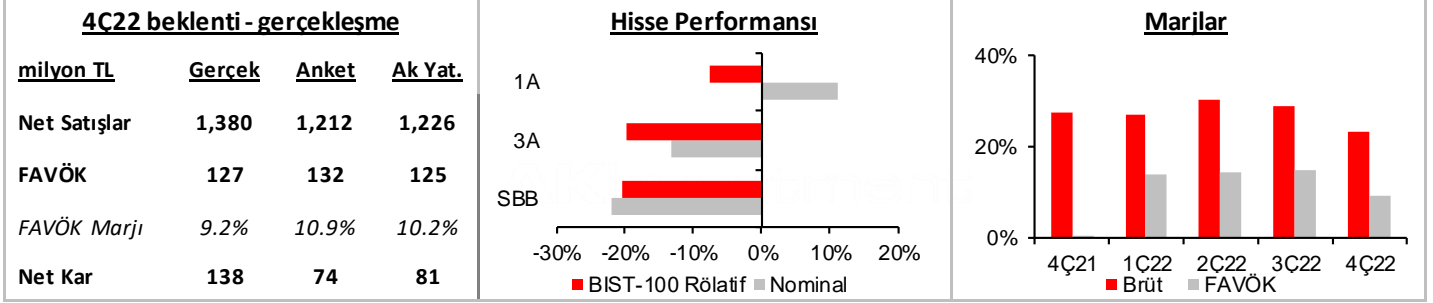
Endeksin Üzerinde Getiri

Cari fiyat: 23,40 TL
TRY31,00 (önceki TRY24,60)

Analist Kayahan Demirak

kayahanazmi.demirak@akyatirim.com.tr

4Ç22 Bilanço Değerlendirmesi

**Beklenenden daha zayıf marjlar daha güçlü satışlarla telafi edildi**

Kervan Gıda 4Ç22'de beklentilerin üzerinde 138mn TL net kar açıkladı (Ak Yatırım: 81mn TL; Piyasa:74mn TL). Tahminlerimizde görülen sapmanın temel sebebi şirketin 80mn TL'lik net vergi geliri kaydetmesi oldu.

- ✓ 4Ç22 satış gelirleri yıllık %133 artışla 1.380mn TL olurken, beklentilerin üzerinde gerçekleşti (Ak Yatırım: 1.226mn TL; Piyasa:1.212mn TL). Polonya faaliyetlerinin (ZPC) cirosu yıllık %67 artışla 274mn TL oldu. Polonya operasyonları hariç net satışlar yıllık %158 artışla 1106mn TL oldu. Türkiye faaliyetlerinde dolar bazında %55'lik büyüme artan kapasite ve fiyat artışlarının etkisini yansıtıyor.
- ✓ 4Ç22 FAVÖK, bizim 125mn TL ve piyasanın 132mn TL'lik beklentisine büyük ölçüde paralel 127mn TL gerçekleşti. (4Ç21 FAVÖK: 2mn TL). Şirket Polonya faaliyetlerinden yaklaşık 7mn TL FAVÖK katkısı elde ettiğini öngörüyoruz. 4Ç22 EBITDA marjı 3Ç22'deki %14.9'a kıyasla %9,2 seviyesine geriledi. Hem Türkiye hem Polonya FAVÖK marjı beklentilerimizin hafif altında gerçekleşti.
- ✓ Şirketin net borcu normalleşen işletme sermayesi ve geri alınan payların satılmasından kaynaklı 82mn TL'lik nakit girişi nedeniyle 1263mn TL seviyesine geriledi (3Ç22 net borç: 1332mn TL). Net işletme sermayesinin satışlara oranı, 9M22'deki %29,7'e kıyasla yılsonunda %25,9 oldu.

Yorum ve değerlendirme: Beklentilerin hafif altında kalan faaliyet karlılığı nedeniyle 4Ç22 sonuçlarına hafif olumsuz piyasa tepkisi bekliyoruz. Kervan Gıda için tahminlerimizi i) yeni makro varsayımlarımız ve ii) daha yüksek dolar bazlı ürün fiyatları ile güncelledik. Kervan Gıda için hedef fiyatımızı 24,6 TL'den 31,0 TL'ye revize ediyoruz ve tavsiyemizi 'Endeksin Üzerinde Getiri' olarak koruyoruz. Şirket, 2023 tahminlerimize göre 6,8x FD/FAVÖK çarpanıyla uluslararası benzerlerine göre %25 iskonto ile işlem görüyor.

Uzun vadede karlılıkta iyileşme için yer olduğunu düşünüyoruz: Şirketin Türkiye'deki yıllık üretim kapasitesi, 2020'de 60 bin tondan iki yılda %40 artarak 2022'de 85 bin tona yükseldi. Kapasitede önemli artışa rağmen şirket 2 ana ürün kategorisinde neredeyse tam kapasite ile çalışıyor. Şirketin Türkiye'deki rekabetçi üretim bazı ve artan marka bilinirliği, ihracatını artırmasında önemli rol oynadı. Kârlılık tarafında, şirketin enerji ihtiyacını yenilenebilir kaynaklardan sağlamaya yönelik yatırımları, Manisa'da tüm yurt içi üretim faaliyetlerini konsolidasyonu ve Polonya'da devam eden ürün portföyü ve satış kanalı optimizasyonunun, ileriye dönük marjları karlılığı destekleyeceğini düşünüyoruz. TL'nin görece güçlü seyrinin kısa vadede (özellikle yılın ilk yarısında) marjlar üzerinde baskı oluşturacağını düşünüyoruz. Potansiyel olarak daha hafif düşük işletme sermayesi ile şirketin üretim kapasiteni daha kârlı kanallara yönlendirme kabiliyetinin uzun dönemli performansı için belirleyici olacağını düşünüyoruz.

Özet Tablo

Bloomberg Kodu	KRVGD TI			
Tavsiye	Endeksin Üzerinde Getiri			
Hedef fiyat, TL/hisse	TRY31.00 (önceki TRY24.60)			
Son kapanış, TL/hisse	TRY23.40			
Yukarı potansiyel	%32			
Halka açıklık oranı	%28			
Piyasa değeri, TL mn	5,616			
Finansal veriler	2021	2022T	2023T	2024T
Özet UFRS Finansallar, TLmn				
Ciro	3,885	4,840	8,131	10,250
FAVÖK	211	626	1,115	1,558
Net kar	180	408	608	844
Net borç	720	1,263	1,939	1,905
Net borç/FAVÖK	3.42	2.02	1.74	1.22
FAVÖK marjı	%5.4	%12.9	%13.7	%15.2
Net marj	%4.6	%8.4	%7.5	%8.2
Ciro, y/y	%284	%25	%68	%26
FAVÖK, y/y	-%7	%197	%78	%40
Net kar, y/y	%48	%126	%49	%39
F/K	16.7	13.8	9.2	6.7
FD/FAVÖK	17.8	11.0	6.8	4.8
FD/Ciro	1.0	1.4	0.9	0.7
Temettü Verimi	0.9%	1.8%	1.2%	4.3%
Hisse verisi	1a	3a	12a	ytd
Nominal değişim	%11	-%13	%121	-%22
BIST 100 rölatif	-%7	-%19	-%16	-%20

Kaynak: AK Yatırım Tahminleri

Özet Finansallar, milyon TL	4Ç22	4Ç21	y/y	3Ç22	ç/ç	2022	2021	y/y
Net Satışlar	1,380	593	133%	1,427	-3%	4,840	1,848	162%
Brüt Kar	323	164	97%	410	-21%	1,317	537	145%
<i>Brüt Marj</i>	23.4%	27.6%	-424 bps	28.7%	-529 bps	27.2%	29.0%	-184 bps
FAVÖK	127	2	5672%	213	-40%	626	211	197%
<i>FAVÖK Marjı</i>	9.2%	0.4%	882 bps	14.9%	-573 bps	12.9%	11.4%	153 bps
Net Kar	138	-72	n.m.	129	6%	408	133	207%

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda 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