



KERVAN GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ

KASIM 2020



Ziraat Yatırım

İÇİNDEKİLER

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
III. YATIRIMLAR	14
IV. FİNANSAL GÖRÜNÜM	15
V. DEĞERLEME	16
VI. SONUÇ	20
VII. GÖRÜŞ	21

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29. maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Ziraat Yatırım") tarafından Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (kısaca "Oyak Yatırım") lider aracı kurum olduğu Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Kervan Gıda" veya kısaca "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Oyak Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin İzahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER

Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	■ 150.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	■ 187.500.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 37.500.000 TL nominal – Sermaye Artırımı ■ 12.000.000 TL nominal – Ortak Satışı 49.500.000 TL nominal – TOPLAM ■ 6.000.000 TL nominal -Ek satış*
Halka Arz Şekli	■ Fiyat Aralığı ile Talep Toplama Yoluyla Satış
Halka Arz Fiyatı	■ 8,00 TL - 9,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 396.000.000-445.500.000 TL ■ 444.000.000-499.500.000 TL (Ek Satış Dahil)
Halka Arz Oranı	■ %26,4 (Ek Satış Dahil: %29,6)
Halka Arz Tarihi	■ 26-27 Kasım 2020
Borsada İşlem Görme Tarihi (tahmini) / Pazarı	■ 3-4 Aralık 2020 / Yıldız Pazar
Tahsisat Oranları	■ Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar %30 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar %50 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar %20
Halka Arz Lideri	■ Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Oyak Yatırım")
Aracılık Yöntemi	■ En İyi Gayret Aracılığı
Taahhütler	■ Şirket ve paylarını halka arz eden ortaklar, halka arz edilen payların Borsa İstanbul A.Ş.'de ("Borsa") işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca, herhangi bir sermaye artırımını yapmayacağını ve halka arz edilen paylar dışında kalan Şirket paylarının dolaşımdaki pay sayısının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğini ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapmayacağını taahhüt etmiştir. ■ Şirket'in mevcut ortakları Kervan Gıda paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca sahip oldukları Şirket paylarını halka arz fiyatının altında bir fiyattan Borsa'da satmayacaklarını, söz konusu payların kısmen ya da tamamen bu kısıtlamaya uygun olarak satılması durumunda özel durum açıklaması yapacaklarını ve Borsa dışında satılan payları alanların da bu sınırlamaya tabi olacağını taahhüt etmiştir.
Fiyat İstikrarı	■ Oyak Yatırım tarafından payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 gün boyunca fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler yapılacaktır.

* Mehmet Şükrü Başar, Fikret Başar, Mitat Başar, Burhan Başar, Fahrettin Çezik, Mahmut Koçum, Aydın Çelik ve Suat Erdem 750.000'er adet olmak üzere toplam 6.000.000 adet ek pay satışı yapacaklardır.

II. ŞİRKET BİLGİLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Kervan Gıda'nın Halka Arz İzahname ve Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

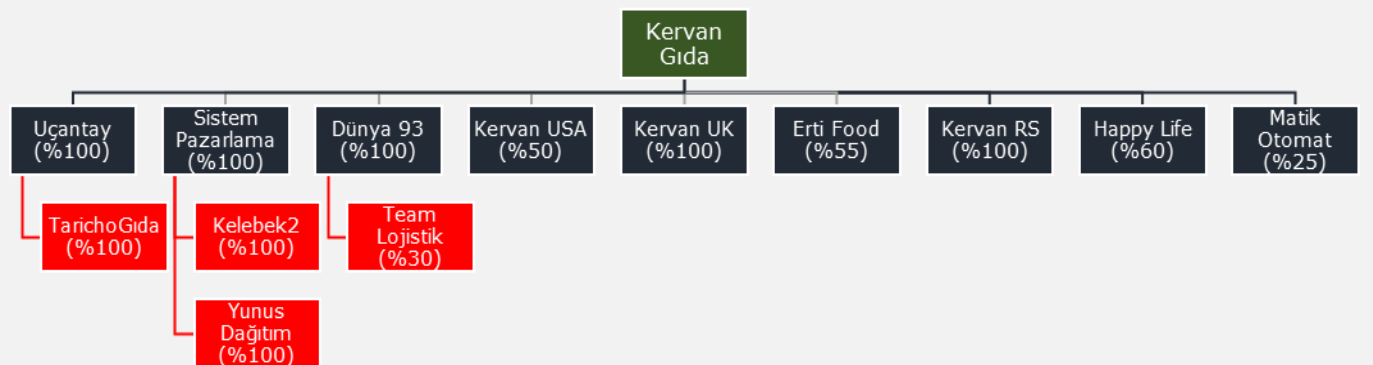
- Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Kervan Gıda" veya kısaca "Şirket") 1994 yılında kurulmuştur. İlk olarak sakız üretimi ile faaliyetlerine başlayan Şirket, 1999 yılında İstanbul Beylikdüzü'ndeki 40.000 m² kapalı alanı olan fabrikasında Beбето markası altında şu anki faaliyetinin en önemli kısmını oluşturan yumuşak şekerleme üretimine başlamıştır
- Şirket bugün yumuşak şeker (yumuşak şeker "Jelly", ekstrüde yumuşak şeker "Licorice", havalı yumuşak şeker "Marshmallow"), sakız, sert şeker, draje çikolata, sürpriz yumurta ve oyuncaklı ürün kategorilerini içeren şekerleme sektöründe üretim ve satış alanında faaliyet göstermektedir. .
- Şirket'in güncel ve halka arz sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Kervan Gıda Ortaklık Yapısı				
Ortak Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı
Mehmet Şükrü Başar	17.620.000	11,75%	16.120.000	8,60%
Fikret Başar	17.620.000	11,75%	16.120.000	8,60%
Mitat Başar	19.510.000	13,01%	18.010.000	9,61%
Burhan Başar	17.620.000	11,75%	16.120.000	8,60%
Fahrettin Çezik	17.620.000	11,75%	16.120.000	8,60%
Mahmut Koçum	18.750.000	12,50%	17.250.000	9,20%
Aydın Çelik	18.750.000	12,50%	17.250.000	9,20%
Suat Erdem	18.750.000	12,50%	17.250.000	9,20%
Nurcan İlbahar	1.880.000	1,25%	1.880.000	1,00%
Necla Delal	1.880.000	1,25%	1.880.000	1,00%
Halka Açık	-	-	49.500.000	26,40%
Toplam	150.000.000	100,00%	187.500.000	100,00%

- Şirket kayıtlı sermaye sistemine tabi olup kayıtlı sermaye tavanı 750.000.000 TL'dir. 150 milyon TL'lik çıkarılmış sermayesinin %92'si (138.000.000 adet) A Grubu nama yazılı, %8'i de (12.000.000 adet) B Grubu nama yazılı paylara ayrılmıştır. A Grubu paylarının altı üyeden oluşan yönetim kurulunun üç üyesini aday gösterme imtiyazı mevcut olup, B Grubu paylarının hiçbir imtiyazı yoktur.
- Şirket, 2019'da ödenmiş sermayesini iç kaynaklardan bedelsiz sermaye artırımını ile 40 milyon TL'den 80 milyon TL'ye yükseltirken, Mart 2020'de ise yine iç kaynaklardan bedelsiz sermaye artırımını ile 150 milyon TL'ye yükseltmiştir.
- Şirket'in yaklaşık 2.100 çalışanı bulunmaktadır.

II.1 Tarihsel Gelişimi

- 1994 yılında Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi olan unvanı ile kurulan şirket sakız üretimi faaliyeti ile sektöre giriş yapmıştır.
- Kervan Gıda, sakız üretimi faaliyetine 1999 yılında İstanbul Beylikdüzü'ndeki 40.000 m² kapalı alanı olan fabrikasında Beбето markasıyla Jelly üretimini de eklemiştir.
- Şirket 2005 yılında yapılan üretim hattı yatırımı ile Jelly'den sonra en önemli ikinci mal grubu olan Licorice üretimine başlamıştır.
- 2014 yılında da sert şeker üreticisi olan ve Akhisar Organize Sanayi Bölgesinde faaliyet gösteren Akaş Şekerleme firmasını satın almıştır.
- 2016 yılında ilk Marshmallow hattı yatırımlarını tamamlayan Şirket aynı yıl oyuncaklı ürün ve draje çikolata üretimi konusunda uzmanlaşmış olan ve İstanbul'da faaliyet gösteren Uçantay Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'yi ("Uçantay") satın almıştır. Uçantay'ın ürün portföyüne takip eden yıllarda yeni yatırımlarla draje çikolata ve sürpriz yumurta ürünleri de eklenmiştir.
- Kervan Gıda, 2018'de Uçantay için Akhisar'da fabrika satın almış ve ikinci Marshmallow hat yatırımını gerçekleştirmiştir. Aynı yıl Ar-Ge Merkezini açan Şirket, Almanya'da faaliyet gösteren Erti Food şirketine de %55 oranında iştirak etmiştir.
- 2019 yılında Uçantay şirketi Akhisar Organize Sanayi Bölgesi'ndeki yeni üretim tesisine taşınmış ve faaliyetlerine orada devam etmeye başlamıştır. Yine 2019 yılında Şirket, dördüncü Jelly ve Licorice hat yatırımları tamamlayarak fonksiyonel ürünler pazarına giriş yapmıştır. Aynı yıl ayrıca Kervan RS Limited (Kervan RS) şirketi kurulmuştur.
- Kervan Gıda yurt dışı pazarlarda kontrolünü artırmak 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'in doğrudan veya dolaylı olarak iştirak ettiği 13 şirket bulunmaktadır. Söz konusu şirketler şirketleri genel itibarıyla Kervan Gıda ile aynı sektörde faaliyet gösteren şirketler ile Kervan Gıda'nın ürünlerinin dağıtımı, pazarlaması, ihracatı ve hammadde ithalatı faaliyetlerini gerçekleştiren şirketlerden oluşmaktadır.
- Şirket doğrudan veya dolaylı pay sahibi olduğu bu bağlı şirketlerle bir grup oluşturmakta olup, bağlı ortaklıkları ve iştirak oranı aşağıdaki gibidir.



- Kervan Gıda iştirak alımları açısından 2018’de 1,6 milyon TL ile Team Lojistik’e ve 2019’da 3,5 milyon TL ile Matik Otomat’a yatırım yapmıştır. 2020 yılında Team Lojistik’teki payı yeni pay alımı ile %25’den %30’a çıkmıştır. Ocak 2020’de sağlıklı atıştırılabilir ve gıda desteklerine gelen talebin artmasıyla eczanelerde reçetesiz satılabilen ürünlerden oluşan OTC (over-the-counter products) sektöründe faaliyet göstermek amacı ile Happy Life şirketinin %60 hissesini satın almıştır. Mart 2020’de ise Yunus Dağıtım Pazarlama’nın %100’ünü 15 milyon TL’ye satın almıştır.

II.2 Kervan Gıda’nın Faaliyetleri

- 30 Haziran 2020 tarihi itibarıyla Kervan Gıda Akhisar ve İstanbul’da bulunan toplam üç üretim tesisinde, toplam 70.000 m² kapalı alanda yaklaşık faaliyetlerine devam etmektedir.
- Mevcut durumda İstanbul’da ve Akhisar’da ikişer adet olmak üzere toplam 4 adet Jelly üretim hattı, yine İstanbul’da 3 adet ve Akhisar’da 1 adet olmak üzere 4 adet Licorice hattı bulunmaktadır. Halen Jelly ve Licorice için Akhisar’daki fabrikada 5. tat yatırımları devam etmekte olup, bu yılın Kasım-Aralık ayında faaliyete geçmesi beklenmektedir. Ayrıca Şirket 2020 Nisan ayında da sürpriz yumurta hattının devreye girmesini planlamaktadır.
- Üretim kapasitesinin büyük bölümü yumuşak şeker ürünlerinden oluşan Şirket sakız grubunda da şekerli, şekerli, yuvarlak ve draje sakız üretimi ve satışı yapmaktadır.
- Şirket’in Türkiye’de tescil edilmiş markalarının başında Bebeto, Cosby ve Jelido yer alırken yurt dışında korunan markalarının başında Bebeto, Cosby, Funzi, Bony Vita, Dexters ve Yummy Yummy gelmektedir. Kervan Gıda’nın yurt içi ve yurt dışında korunan markalarına ek olarak, Uçantay lehine tescili sağlanan markalar da bulunmaktadır.
- Şirket 2020 yılı Haziran ayı itibarıyla satışlarının %48’ini farklı alt markalardan oluşmak üzere Bebeto markası oluşturmaktadır. Bebeto’yu %6 ile Cosby, %2 ile Crayola ve Sunkist, %1 ile NoŞuga ve Jelido takip etmektedir.

II.2.1. Ürün Türleri ve Kapasite

- Şirket’in satışlarının %70,7’sini oluşturan Jelly ve Licorice ürün gruplarının 2020 yılının ilk yarısı itibarıyla kapasite kullanım oranı sırasıyla %98,7 ve %86,9 olarak gerçekleşmiştir.
- Son 3 yılın kapasite kullanım oranları aşağıdaki tabloda yer almakta olup, 2020 yılının sonunda toplam üretim kapasitesinin 72.300 tona yükselmesi beklenmektedir.

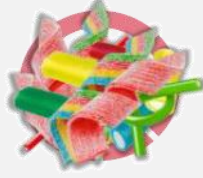
Kapasite Kullanım Oranları	2017	2018	2019	30.06.2019	30.06.2020
Üretim Kapasitesi (Ton)	41.700	46.000	48.800	46.800	60.200
Üretim Kapasitesi (1000 adet)*	35.000	40.000	40.000	40.000	83.200
Satış (Ton)	34.336	38.485	42.417	20.269	25.186
Satış (1000 adet)*	32.911	33.267	27.361	13.060	16.753
Kapasite Kullanım Oranı (Ton Bazında)	82,3%	83,7%	86,9%	86,6%	83,7%
Kapasite Kullanım Oranı (Adet Bazında)	94,0%	83,2%	68,4%	65,3%	61,6%

(* Adet bazlı değerler yalnızca oyuncaklı ürünleri ve sürpriz yumurta ürünlerini içermektedir. Diğer tüm mal grupları ton bazında takip edilmektedir.



Jelly (4 Hat)

34.000 ton/yıl



Licorice (4 Hat)

10.000 ton/yıl



Draje Çikolata

5.400 ton/yıl



Marshmallow (2 Hat)

4.200 ton/yıl



Sert Şeker (1 Hat)

3.000 ton/yıl



Sakız

3.600 ton/yıl



Sürpriz Yumurta

43 Milyon adet/yıl



Oyuncak Grubu

40 Milyon adet/yıl

- Şirket, 2008-2011 yılları arasında dünya pazarında kalitesi ile öne çıkmak için BRC, IFS ve AIB gibi kalite belgelerini alırken, 2012 yılında şeker ve şekerleme mamulleri ürün grubunda "Helal" belgesi olan üretici sıfatını kazanmıştır. Ayrıca Kervan Gıda 2010 yılından bu yana T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı'nın desteklediği markalaşma programı olan Turquality kapsamındadır. Şirket'in ihracat pazarlarından 10 ülke Turquality programı kapsamında olup, destek oranı %50'dir. Kervan Gıda'nın esas faaliyet gelirleri altında izlediği marka destek gelirleri 2019 yılında 3,3 milyon TL, 2020 yılının ilk yarısında da 2,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.
- Şirket'in özel markalı (Private Label) ürünleri de helal olsa da bunlara ait özel sertifikalar mevcut değildir. Dünyada Helal sertifikasında farklı bölgelerde kabul edilmiş farklı akreditasyonlar bulunmaktadır. Şirket, TSE'den SMIIC akreditasyonuna göre ve KASCert'ten JAKIM akreditasyonuna göre belgelidir.

Rekabetçi özel markalı ürünler (private label, fason)

- Şirket'in faaliyet göstermekte olduğu şekerleme sektörü önemli ölçüde rekabet içeren bir sektör konumundadır. Ürünler, genellikle zincir mağazalar ve bakkallarda markalı ve özel markalı ürünler (private label) olarak satılmaktadır. 2020'nin birinci yarısında Şirket'in konsolide satışlarında özel markalı ürünler oranı %30 seviyesinde gerçekleşmiştir. Özel markalı ürünlerde fiyatlama anlamında agresif bir pazar yapısı bulunmakta olup, uzun ve sürdürülebilir fiyat yapısına ve markalı ürünleriyle oluşacak fiyat makasına dikkat edilmektedir. Genel olarak marketlerin özel markalı ürünlerinde pazar liderinden minimum %20-30 daha düşük fiyat istemesinin yanında bu kanalın yüksek tonajı, yarattığı verimlilik, düşük giderleri gibi dinamikler de göz önüne alınarak fiyatlandırma yapılmaktadır.

Sağlıklı atıştırma

- İnsanların sağlıklı yaşam kaygılarının artması sonucunda yiyecek ve içecek sektöründe sağlıklı atıştırma ve gıda desteklerine olan talep artmıştır. Bu açığı tespit eden Kervan Gıda, 2020 yılında eczanelerde reçetesiz satılabilen ürünler olarak nitelendirilen OTC (over-the-counter products) sektöründe faaliyet göstermek amacı ile Happy Life şirketinin %60 hissesini satın almıştır. Katma değeri yüksek olan vitaminli ve kolajenli ürünlerin bir kısmı hâlihazırda

satılmakta iken bir kısmının da Şirket'in AR-GE proje merkezinde geliştirmeleri devam etmektedir. Normal şekerleme portföyünün kilogram satış fiyatı 17 TL seviyesinde iken OTC gibi yenilikçi ürünlerin kilogram satış fiyatı 40-50 TL'dir. Bu iki grup arasında maliyetlerde esaslı bir fark olmadığından, fiyattaki artışın Şirket açısından olumlu etki yaratacağı düşünölmektedir.

II.2.2. Hammadde Tedariki

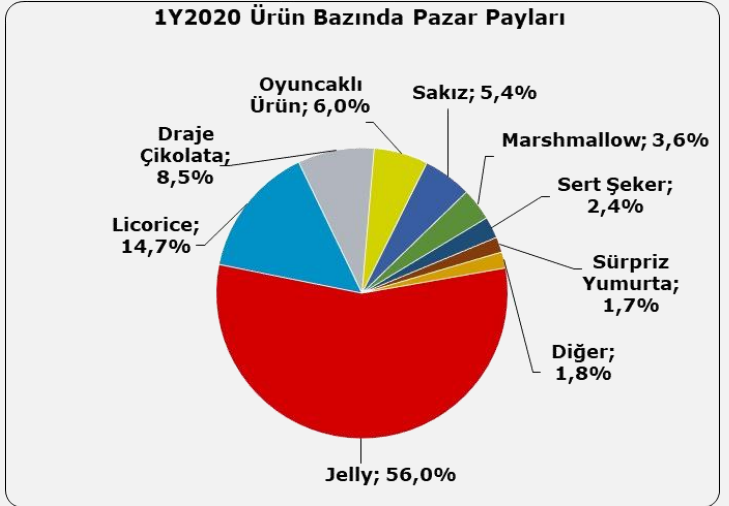
- Kervan Gıda, üretimini ve satışını yaptığı ürün çeşitlerinin hammaddelerinin tedarikine ilişkin çeşitli şirketlerle alış sözleşmeleri yapmaktadır. Sığır derilerinden elde edilen jelatin, elma ve elma suyu konsantresi, glikoz şurubu, yağ ve ürün ambalajları gibi hammaddeler Şirket için önem teşkil etmektedir.
- Şirket'in en önemli hammadde kalemleri %25,5 ile ambalaj, %19,2 ile jelatin, %14 ile şeker ve %9,2 glikoz olmak üzere 4 dört ürün grubundan oluşmaktadır. Bu ürün gruplarının maliyetinin %65'i yabancı para cinsindedir.
- 2020 ilk yarısında satışlarda %57,1 paya sahip olan ihracat operasyonel karlılığın döviz kuruna karşı dayanıklılığı açısından önem arz etmektedir. 2020 ilk yarı verilerine göre ABD Doları'nın ihracattaki payı %75,3, Euro'nun %10,1, Sterlin'in ise %14,6'dır.
- Ürünlerinde sadece sığır jelatini kullanan Şirket, jelatini döviz bazında iç piyasadan tedarik etmektedir. Şirket, jelatin alımlarında yurt dışı yerine yurt içi tedarikçilerle çalışmaya başlamıştır. Şirket ambalaj ihtiyacını da dövize endekli TL olarak yurtiçinden tedarik etmektedir. Şeker, ihracat amacıyla üretilen ürünler için döviz cinsinden, iç piyasaya satış amacıyla üretilen ürünler için TL cinsinden olmak üzere iç piyasadan temin edilmektedir. Glikoz, ihraç kayıtlı olan döviz cinsinden, iç piyasa satış amacıyla üretilen ürünler için TL cinsinden iç piyasadan alınmaktadır.
- Şirket, Covid-19 sürecinde Çin ve İtalya'dan tedarik ettiği hammadde ve ambalajlar için 3 aylık tedarikçi ve 2 aylık güvenlik stoku oluşturma kararı almış, sonrasında da bu önlemleri tedarik ve durum bilgisine göre 3 aylık tedarikçi ve 2 aylık güvenlik stoku olarak uygulamaya sokmuştur. Böylelikle Şirket üretimini aksatacak bir tedarik problemiyle karşılaşmamıştır.

II.2.3. Ürün Türleri Bazında Satışların Dağılımı

- Kervan Gıda'nın birer hat olarak başlayan Jelly ve Licorice satışları 2020 yılının ilk yarısında şirket cirosunun yaklaşık %70,7'sini oluşturmaktadır. 2020 yılının ilk yarısında satışların ürün bazlı kırılımına göre Jelly %56 payıyla birinci, Licorice %14,7'yle ikinci, draje çikolata ise %8,5 ile üçüncü sıradadır.
- Şirket'in 2017 yılından bu yana ürün satışları ve ürünlerin toplam satışlar içindeki dağılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ürünler	2017		2018		2019		1Y2019		1Y2020	
	Net satışlar (Milyon TL)	Pazar Payı (%)	Net satışlar (Milyon TL)	Pazar Payı (%)	Net satışlar (Milyon TL)	Pazar Payı (%)	Net satışlar (Milyon TL)	Pazar Payı (%)	Net satışlar (Milyon TL)	Pazar Payı (%)
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	100,0%	534,2	100,0%	687,4	100,0%	333,2	100,0%	469,2	100,0%

- 2020 yılının ilk yarısında Şirket'in cirosunda Jelly %56'lık payıyla birinci, %14,7'lik payıyla Licorice ikinci ve %8,5'lik payıyla draje çikolata üçüncü büyük paya sahiptir. Bu üç ürünün 2020 Haziran sonu itibarıyla toplam net satışlardaki payı %79,1 olarak gerçekleşmiştir.



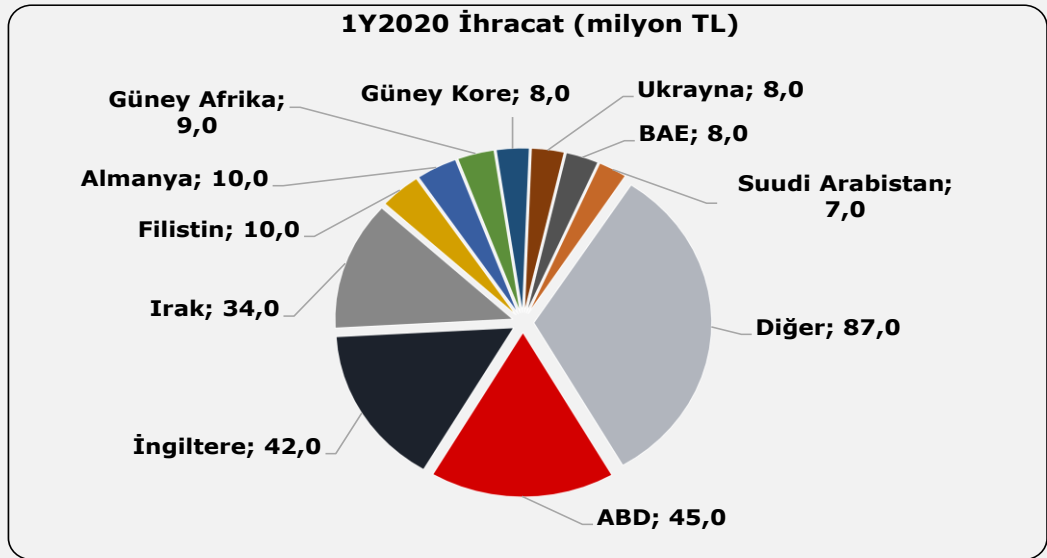
II.2.4. Satış ve Dağıtım Kanalları

- Şirket'in ana satış kanalları
 - A. İhracat kanalı
 - B. Organize ticaret kanalı
 - C. Geleneksel satış kanalı
 şeklinde sınıflandırılmaktadır.
- 2020 yılının ilk yarısında satış kanalları bazında Şirket cirosunun dağılımı sırasıyla ihracat %57,1, organize ticaret %28,6 ve geleneksel kanal %14,3 olarak gerçekleşmiştir.
- Kervan Gıda'nın satış kanalları bazında konsolide satış gelirleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Konsolide Satışlar (Milyon TL)	2017	2017-2018 Değişim	2018	2018-2019 Değişim	2019	1Y2019	1Y2019-1Y2020 Değişim	1Y2020
İhracat	199	68%	335	18%	397	190	41%	268
Geleneksel	81	8%	87	30%	114	53	27%	67
Organize ticaret	75	48%	112	58%	177	91	48%	134
Toplam Satış	355	50%	534	29%	687	333	41%	469

A. İhracat

- Kervan Gıda kuruluşundan itibaren ihracatını %100 bağlı ortaklığı olan yurt dışı satış ve pazarlama şirketi Dünya93 Dış Ticaret A.Ş. ("Dünya93") üzerinden yapmaktadır. Şirket yurt dışı piyasalarda varlığını güçlendirmek adına 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. Bu şirketler sadece yurt dışında satış yapma amaçlı kurulmuş olup, herhangi bir üretim faaliyetleri bulunmamaktadır.
- Kervan Gıda başta ABD, İngiltere, Irak olmak üzere 85 ülkeye ihracat yapmaktadır.
- Şirket'in satışları içinde ihracat payı 2017 yılında %56,1, 2018 yılında %62,8 ve 2019 yılında %57,8 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2020 yılının ilk yarısı itibarıyla ihracatın toplam ciro içindeki payı %57,1 düzeyindedir.
- Şirket'in 2020 yılının ilk altı ayında en çok ihracat yaptığı ülkeler aşağıdaki grafikte yer almaktadır.



- 2020 yılında Covid-19 salgınının etkisine rağmen Şirket'in ihracata dayalı geliri 2019 yılının aynı dönemine göre TL bazında %41,3, ABD Doları bazında ise %22,6 artış göstermiştir.
- İhracatın ürün bazındaki dağılımına bakıldığında Jelly'nin %62,4 ile ve Licorice'in de %23,2 ile ilk iki sırada yer aldığı görülmektedir.

i. İştirakler Vasıtasıyla Satış: Kervan Gıda, yurt dışı pazarlarda etkinliğini artırmak için sırasıyla Amerika (2018 yılında), İngiltere (2016 yılında), Almanya (2018 yılında) ve Rusya’da (2019 yılında) kendi şirketlerini kurarak veya söz konusu ülkelerde kurulmuş şirketlere ortak olarak bu ülkelerdeki satış ofisleri üzerinden ihracat yapmaktadır.

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





















ii. Bayilikler Vasıtasıyla Satış: Şirket iştirak veya satış ofisi bulunmayan diğer ülkelerde direkt olarak Dünya93 aracılığı ile bayilik üzerinden satışlarını gerçekleştirmektedir.

B. Organize Ticaret Kanalı

- Kervan Gıda’nın 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 son yıllarda hem pazar payı hem de ciro anlamında en çok büyümeyi organize kanalda kaydederken, organize perakendecilerin tüm mağazalarında satılmak üzere yeni ürünlerin listelenmesi (ürünlerin rafta yer bulması) bu gelişmede etkili olmuştur. 2020 yılı Haziran ayı itibarıyla Şirket’in organize ticaret kanalından elde ettiği ciro 2019’un aynı dönemine göre %47,7 oranında artarak 134,3 milyon TL’ye ulaşmıştır.
- Şirket son zamanlarda ŞOK marketlere ürün listelemiş ve File marketler ile de anlaşma aşamasına gelmiş ve hâlihazırda çalışılan Ukrayna ATB marketlere yeni ürünler eklemiştir. Tüm bunlara ek olarak Azerbaycan Araz market, Rusya X5 marketi ile de çalışılmaya başlanacak olup Amerika’da Kroger, Meksika’da Walmart, Almanya’da Edeka ile görüşmeler sürmektedir.
- Şirket’in Türkiye’de yüksek ciro büyümesiyle ön plandaki 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 2017 yılında cirosunun %31’ini, 2018 yılında %29’unu, 2019 yılında ise cirosunun %32’sini gerek yurt içi gerekse yurt dışına yönelik özel markalı ürün

satışlarından elde etmiştir. 2020 yılının ilk yarısı itibarıyla Şirket'in konsolide cirosundaki özel markalı ürün payı %30 olarak gerçekleşmiştir.

- Yıllar itibarıyla Şirket'in Türkiye'de perakendecilerde satılan bazı ürünleri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir:

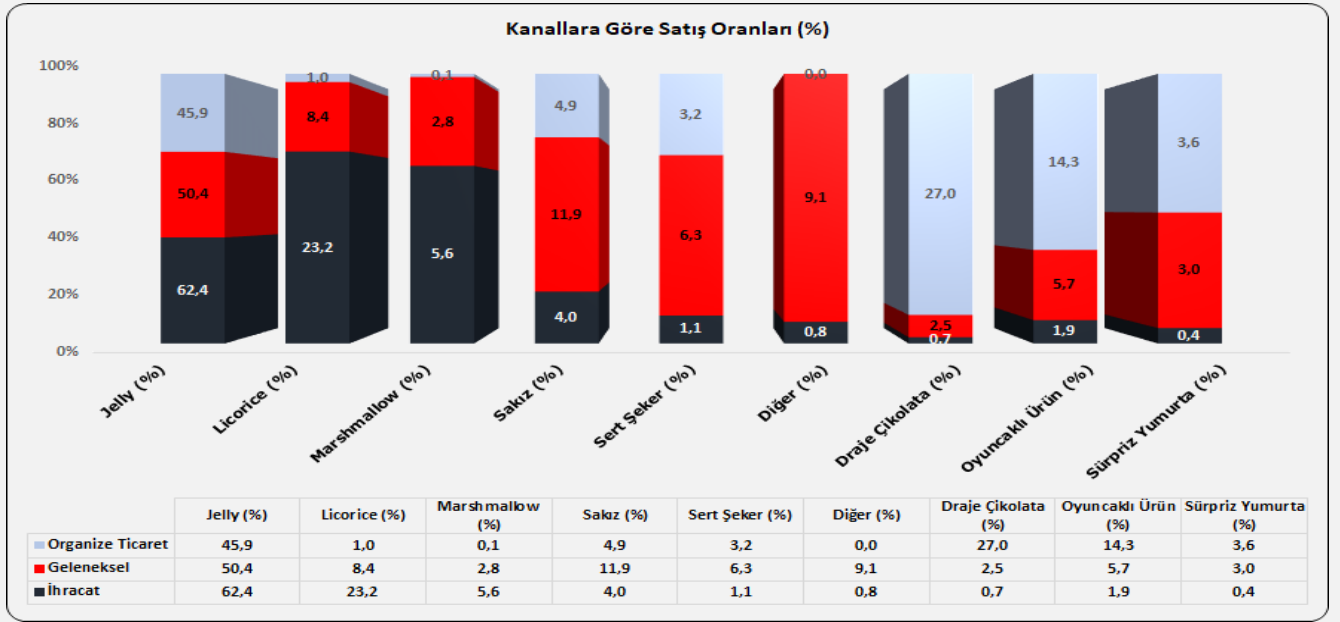
Ürün	Listeleme Tarihi	Ürün	Listeleme Tarihi
 JELLY BELLY - JEL PARTY 100G MIX	Mart 2007	 BEBETO FASTFOOD MIX 23,1-30G	Kasım 2019
 JEL PARTY 160G MIX	Kasım 2018	 MR BADY SÜRPRİSE HEDİYELİ OYUNCAK 40ADX1 (BİM)	Eylül 2019
 BEBETO 280G TAS MIX	Ekim 2019	 STARTOP SÜTLÜ ÇİKOLATA DRAJE 27GR*3*48	Aralık 2017
 BEBETO FLIPTOP COOLBEANS 36G MIX	Ekim 2019	 HAZİNE 6 GÖZLÜ TAS 230GR*24AD	Ekim 2018
 PIT PIT 100G MIX	Kasım 2016	 SAKIZ OYUNCAKLI 2'Lİ MR.BADY (5GX2X28ADX12)	Kasım 2019
 POMPITO SPORT&FRUIT BLISTER 43G	Haziran 2017	 ÇİKOLATA SÜRPRİZ YUMURTA 20 G COSBY FUN 48AD*2	Nisan 2020
 BEBETO METRE SAKIZ 36G	Haziran 2018	 COSBY CAPSULE TOYS 9GR X 20AD	Mayıs 2016
 PIT PIT LOLİPOP 18GX6	Eylül 2018	 ŞEKER OYUNCAKLI 5 G COSBY MIX (5GRX12ADX2)	Haziran 2017
 VEGİLET MIX SKZ 7G 5X3 MULTIPACK	Aralık 2018	 VİNCE DRAJE ÇİKOLATALI ŞEKER KAP. 45GR*12AD*4	Ocak 2019
 BEBETO KÛLAH DONDURMA 120G	Mart 2019	 VİNCE FINDIK ÇİKOLATA KAPLI 60GR*12AD*4	Nisan 2019

C. Geleneksel Satış Kanalı

- Geleneksel kanal toptan ve market, bakkal gibi işletmeler aracılığı ile sıcak satışın yapıldığı kanal olup 2020 Haziran sonu itibarıyla 2019 yılının aynı dönemine göre %27 büyüme kaydetmiştir.
- Şirket; İstanbul, İzmit ve Bursa şehirlerinde dolaylı iştiraki Yunus Dağıtım ve Kelebek 2 firmalarıyla, diğer şehirlere ise distribütörler aracılığı ile dağıtım yapmaktadır. Şirket'in toplam araç filosu 70 tanesi kendisine ait olmak üzere distribütörler dâhil 250 adettir.
- Türkiye'de geleneksel kanalda toplam 100.000 satış noktasının olduğu düşünülmekte olup, Kervan Gıda, 30 Haziran 2020 itibarıyla ortalama 30.000 noktaya ulaşmıştır. Şirket'in hedefi 50.000 satış noktasına ulaşip pazar penetrasyonunu %50 seviyesine çıkarmaktır.

II.2.5. Ürün Grupları Satışlarının Dağıtım Kanalı Bazında Oranı

- Aşağıdaki grafikte dağıtım kanallarına göre ürün grupları bazında satışların oranı yer almaktadır.



- Şirket'in en önemli satış kanalı -Jelly, Licorice ve Marshmallow ürünlerinin satışı başta olmak üzere- %57,8 oranındaki pay ile ihracattır. Ülke geneline dağılmış perakende zincirlerine yapılan satışların yönetildiği kanal olan organize ticaretin payı Jelly, draje çikolata ve oyuncaklı ürünler ile %25,7'dir. Toptan ve perakende satışın yapıldığı kanal olan geleneksel kanalda ise Jelly, sakız ve Licorice ile Şirket cirosuna yapışan katkı %16,5 seviyesindedir.
- Son yıllarda markalı ürünlerde pazar payını artırmasındaki en önemli etkenlerden biri Şirket'in sadece kendi ürünlerini dağıtan dağıtım ağına sahip olmasıdır.

II.3 AR-GE Merkezi Projeleri

- Yumuşak şeker kategorisi genel olarak büyüme eğiliminde olan bir sektör olsa da bu kategori içinde fonksiyonel ürünlerin payı artmaktadır. Şeker konusunda tüketicilerin hassasiyetinin artması, ambalaj okuryazarlığının yaygınlaşması ve kantinlerle ilgili kısıtlamalar iç piyasada kısmi baskı yaratmaktadır. Ancak Kervan Gıda söz konusu riski bertaraf etmek ürün geliştirme çalışmalarını hızlandırmış, "şekeri azaltılmış", "100% meyve" gibi ürünler hazırlamıştır. Şirket bu yeni ürünlerinin yakın zamanda lansmanlarını yapmayı planlamaktadır.



III. YATIRIMLAR

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Kervan Gıda'nın Halka Arz İzahname ve Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Kervan Gıda 1999-2020 yılları arasındaki 21 yıllık süreçte Jelly ve Licorice hatlarını 4 katına çıkarmıştır. 2017 yılında Akhisar'da kapasite büyütme yatırımları yapmış ve üçüncü Jelly hat yatırımını gerçekleştirmiştir. Son dönemlerde artan talebi karşılayabilmek için 2018 yılında bir adet Marshmallow hattı, 2019 yılında bir adet Jelly ve bir adet Licorice hattı, 2020 yılında bir adet sürpriz yumurta hattı ile paketlenme hatları ve kaplama kazanları yatırımları gerçekleştirilmiştir. Bu yatırımlar sonucunda Şirket'in 2017 yılında 41.700 ton olan yıllık üretim kapasitesi 2020 Haziran itibarıyla 60.200 tona yükselmiştir.
- Şirket'in 2020 yılının ilk yarısındaki yatırımlarını aşağıda yer almaktadır.
 - Akhisar'da arsa alımı,
 - 10.000 paletlik Akhisar depo kurulumu
 - Mevcut üretim tesisinin büyütülmesi
 - Beşinci Jelly ve Licorice hatlarına ilişkin yatırımlar
- Şirket, aynı zamanda ürün gamını genişletmek için 2020 yılının Nisan ayında sürpriz yumurta hattını tamamlanmıştır. Şirket hâlihazırda Jelly ve Licorice üretimi için beşinci hat yatırımlarına devam etmekte ve 2020 yılsonuna kadar söz konusu yatırımların aktif hale gelmesini beklemektedir.

Edinilmesi Planlanan Maddi Duran Varlıklar	Giriş Yılı	Ödenen Değeri (TL)	Toplam Yatırım Tutarı (TL)	Niteliği	Tamamlanma Durumu	Coğrafi Dağılımı
5. Jelly Hattı	2020	4,824,571	25,575,000	Üretim Kapasitesini Artırmak	2020 Aralık %40	Akhisar
5. Licorice Hattı	2020	1,556,587	15,631,750	Üretim Kapasitesini Artırmak	2020 Kasım %50	Akhisar
Akhisar depo inşaatı	2019	5,781,231	9,200,000	Depolama Kapasitesini Artırmak	Tamamlandı	Akhisar
Akhisar fabrika alanı genişletiln	2020	300,000	6,000,000	Fiziki alanı artırmak	2020 Aralık %20	Akhisar

- Şirket, mevcut yapılan ve planlanan yatırımların büyük bir çoğunluğu özkaynakları ile finanse etmektedir.
- Kolajenli Hidrolizat ve prebiyotik katkı yumuşak şeker halihazırda Vonka markası altında bir yıl sonra sona erecek olan münhasırlık sözleşmesi uyarınca satılmaktadır. Bu ürün için Ocak 2020 yılında patent başvurusu yapılmıştır.
- Buna ek olarak Şirket'in inovatif ürünlerinden elma sirkeli çiğnenebilir formda vitaminli yumuşak şeker ve jelatinsiz yumuşak şeker için AR-GE çalışması tamamlanmış olup, üretim adaptasyonları yapılmaktadır. Bu ürünler için de patent alınması değerlendirilmektedir. Happy Life için geliştirilen Qlife Vitamin Guanara, Qlife Kids Multivitamin Complete, Qlife C Vitamin Guard, Qlife Omega 3 Multivitamin Kids ve Qlife Vitamin D Kids ürünleri için patent başvurusu yapılması değerlendirilmektedir.

IV. FİNANSAL GÖRÜNÜM

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Kervan Gıda'nın Halka Arz İzahname ve Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Varlıklar (TL)	31.12.2017 Konsolide	31.12.2018 Konsolide	31.12.2019 Konsolide	30.06.2020 Konsolide	30.09.2020 Konsolide
Dönen Varlıklar	197.791.756	301.027.134	388.120.608	480.141.203	580.888.394
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.878.891	4.691.764	6.676.793	52.027.304	49.961.720
Ticari Alacaklar	105.230.570	163.001.183	187.329.956	245.065.936	280.997.910
Diğer Alacaklar	1.945.316	6.434.103	9.057.261	4.683.223	3.018.316
Stoklar	66.647.109	86.807.075	143.735.449	142.315.908	194.012.630
Peşin Ödenmiş Giderler	8.042.392	20.554.780	16.332.088	14.830.984	20.166.746
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	225.077	-	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	13.047.478	19.313.152	24.989.061	21.217.848	32.731.072
Duran Varlıklar	148.315.464	174.785.835	309.611.925	465.691.867	483.178.764
Ticari Alacaklar	-	61.423	37.892	-	-
Diğer Alacaklar	107.431	108.455	761.663	949.019	1.069.990
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	-	1.264.932	1.692.696	1.243.510
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	-	239.619	8.918.234	10.488.489	12.485.302
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	3.114.123	3.042.683	3.040.883	5.269.000	5.269.000
Maddi Duran Varlıklar	132.446.579	150.399.262	276.255.574	412.875.686	421.485.633
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8.331.084	11.255.623	10.916.488	20.715.062	21.264.049
Peşin Ödenmiş Giderler	4.316.247	9.678.770	8.416.259	13.701.915	20.361.280
Aktif Toplamı	346.107.220	475.812.969	697.732.533	945.833.070	1.064.067.158

Kaynaklar (TL)	31.12.2017 Konsolide	31.12.2018 Konsolide	31.12.2019 Konsolide	30.06.2020 Konsolide	30.09.2020 Konsolide
Kısa Vadeli Yükümlülükler	187.098.898	252.483.849	318.945.098	350.493.005	443.872.607
Kısa Vadeli Borçlanmalar	81.574.920	85.080.794	112.295.400	90.133.107	130.283.116
Uzun Vadeli Borçlanma, K.V Kısımları	21.383.935	50.967.441	78.736.405	127.022.842	142.626.894
Uzun V. Kiralama Borçla, K.V Kısımları	0	0	883.947	1.395.380	1.051.121
Ticari Borçlar	74.690.149	98.780.870	108.697.484	101.147.781	135.044.142
Çalışanlara Sađl. Fayd. Kaps. Borçlar	3.516.625	4.371.710	6.591.208	8.138.790	10.211.055
Diğer Borçlar	108.760	425.639	318.091	6.493.080	14.012.068
Ertelenmiş Gelirler	3.762.111	5.618.662	5.056.511	6.509.941	5.508.909
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	632.585	5.423.209	4.337.844	6.138.096	1.685.882
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.219.757	1.613.882	1.837.737	2.669.777	3.107.676
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	210.056	201.642	190.471	844.211	341.744
Uzun Vadeli Yükümlülükler	57.904.443	86.635.426	95.218.906	162.476.515	160.033.564
Uzun Vadeli Borçlanmalar	52.445.300	81.681.728	80.196.471	120.512.558	121.221.485
Uzun Vadeli Kiralama Borçları	0	0	478.486	369.349	273.003
Ticari Borçlar	301.566	0	474.924	0	0
Diğer Borçlar	29.500	0	0	285.203	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.079.210	2.851.828	3.886.219	5.704.115	5.126.409
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3.048.867	2.101.870	10.182.806	35.605.290	33.412.667
Toplam Yükümlülükleri	245.003.341	339.119.275	414.164.004	512.969.520	603.906.171
Toplam Özkaynaklar	101.103.879	136.693.694	283.568.529	432.863.550	460.160.987
Toplam Kaynaklar	346.107.220	475.812.969	697.732.533	945.833.070	1.064.067.158

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2017 Konsolide	31.12.2018 Konsolide	31.12.2019 Konsolide	30.06.2019 Konsolide	30.06.2020 Konsolide	30.09.2019 Konsolide	30.09.2020 Konsolide
Hasılat	355.237.897	534.216.898	687.362.079	333.220.997	469.107.370	333.220.997	469.107.370
Satışların Maliyeti (-)	(271.084.587)	(380.840.919)	(477.049.179)	(238.779.540)	(318.528.794)	(238.779.540)	(318.528.794)
Brüt Kâr/(Zarar)	84.153.310	153.375.979	210.312.900	94.441.457	150.578.576	94.441.457	150.578.576
Genel Yönetim Giderleri (-)	(15.079.828)	(19.324.003)	(25.417.421)	(12.117.803)	(18.428.237)	(12.117.803)	(18.428.237)
Pazarlama Giderleri (-)	(33.265.266)	(51.402.091)	(71.747.540)	(35.111.109)	(45.035.184)	(35.111.109)	(45.035.184)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(546.324)	(1.157.990)	(2.025.524)	(953.773)	(1.574.896)	(953.773)	(1.574.896)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	35.491.373	62.600.129	52.286.945	32.481.442	44.839.878	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)	(26.894.787)	(21.407.919)
Esas Faaliyet Kâr/(Zarar)	34.078.877	97.637.190	119.494.566	51.845.427	108.972.218	51.845.427	108.972.218
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	406.111	831.195	808.921	162.622	3.731.004	162.622	3.731.004
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(296.678)	(13.986)	(407.392)	(384.318)	(645.205)	(384.318)	(645.205)
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Kârlarından/Zararlarından Paylar	(142.445)	(1.360.381)	5.178.615	3.526.835	176.392	3.526.835	176.392
Finansman Gideri Ön. Faaliyet K/Z	34.045.865	97.094.018	125.074.710	55.150.566	112.234.409	55.150.566	112.234.409
Finansman Giderleri (-)	(22.866.579)	(62.720.802)	(38.228.709)	(24.922.220)	(52.985.634)	(24.922.220)	(52.985.634)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kârı/(Zarar)	11.179.286	34.373.216	86.846.001	30.228.346	59.248.775	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)	(4.078.030)	(8.384.214)
Dönem Vergi Gelir/(Gideri)	(1.895.598)	(7.543.346)	(11.256.196)	(4.789.952)	(10.013.766)	(4.789.952)	(10.013.766)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)	1.774.708	993.697	368.960	711.922	1.629.552	711.922	1.629.552
Dönem Kârı/(Zararı)	11.058.396	27.823.567	75.958.765	26.150.316	50.864.561	26.150.316	50.864.561

V. DEĞERLEME

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Kervan Gıda'nın Halka Arz İzahname ve Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Oyak Yatırım") tarafından 08 Ekim 2020 tarihinde hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (kısaca "KAP") yayınlanmış olan "Kervan Gıda Halka Arz Fiyat Tespit Raporu"nda (kısaca "Rapor") gelir bazlı yaklaşım olan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi, pazar (piyasa) bazlı yaklaşımlarından Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılmış olup, bu analizler kabul görmüş değerlendirme yöntemleridir.

Aşağıda, Rapor'da incelenen yöntemler ve bulunan değerlere ilişkin özet bilgi ve tablolar yer almaktadır. Söz konusu Fiyat Tespit Raporu hazırlanırken Şirket'in 2017-2018-2019 yılsonu ile 2019 ve 2020 yılları ilk 6 aylık özel bağımsız denetimden geçmiş finansal sonuçları kullanılmıştır.

V.1. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİ (İNA) YÖNTEMİ

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan İNA analizinde, Şirket'in serbest nakit akımı yaratma potansiyeli tahminlerinin bugüne indirgendiği ve net borç durumunun yansıtılmasıyla ulaşılan değer ifade edildiği belirtilmiştir. Söz konusu Rapor'da projeksiyonlarda geçmiş yılların performansı ve Şirket yönetiminin beklentilerinin de dikkate alındığı ifade edilmiştir.

Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu'nda projeksiyon dönemindeki satış ve kârlılık oranlarının aşağıdaki tabloda yer aldığı şekilde hesaplandığı belirtilmiştir.

Şirket'in 2017-2019 dönemi ciro yıllık bileşik büyüme oranı tonaj bazında %42 ve adet bazında da %14,7 oranında gerçekleşirken, konsolide ciro büyüme oranı %39,1'dir. Rapor'da yer alan projeksiyonda 2020-2025 dönemi için ciro yıllık bileşik büyüme oranı tonaj bazında %23 ve adet bazında da %28,9 oranında tahmin edilmiştir. Aynı dönemde konsolide ciro büyüme oranı da %23,6 olarak öngörülmüştür. Yapılan tahminlerde Şirket'in planlanan yatırımları ve bu yatırımlara bağlı olarak oluşacak kapasite artışının dikkate alındığı ifade edilmiştir.

(bin TL)	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	1.011.255	1.432.970	1.756.346	2.221.346	2.592.089	2.912.978
% Büyüme	47,1%	41,7%	22,6%	26,5%	16,7%	12,4%
Satışların Maliyeti	687.400	974.155	1.193.651	1.504.156	1.751.250	1.965.691
% Satışlara Oranı	68,0%	68,0%	68,0%	67,7%	67,6%	67,5%
Brüt Kar	323.855	458.815	562.694	717.190	840.839	947.287
Brüt Kar Marjı	32,0%	32,0%	32,0%	32,3%	32,4%	32,5%
Faaliyet Gideri	145.141	202.674	250.466	314.140	364.663	410.300
% Satışlara Oranı	14,4%	14,1%	14,3%	14,1%	14,1%	14,1%
Faaliyet Karı	178.715	256.140	312.228	403.050	476.176	536.987
Faaliyet Kar Marjı	17,7%	17,9%	17,8%	18,1%	18,4%	18,4%
Amortisman Gideri	15.000	21.000	23.000	31.000	33.000	36.000
% Satışlara Oranı	1,5%	1,5%	1,3%	1,4%	1,3%	1,2%
FAVÖK	193.715	277.140	335.228	434.050	509.176	572.987
FAVÖK Marjı	19,2%	19,3%	19,1%	19,5%	19,6%	19,7%

Hammadde yapısındaki yabancı para oranı nedeniyle sektördeki şirketlerin kur hareketlerini fiyatlara yansıtıldığı ifade edilmiş, bu kapsamda 2021-2025 yılları için satış kanallarında ürün bazında yapılan fiyat tahminlerinde ihracat fiyatlarında dolar bazında %1 artış, geleneksel ve organize ticaret kanallarında ise enflasyon + %3'lük bir fiyat artışı öngörülmüştür. Adet bazlı ürünlerdeki fiyat artışı tahmini enflasyon + %1 ile daha konservatiftir. 2020-2025 arasındaki projeksiyon döneminde faaliyet giderlerinin ciroya oranının %14,1 ile %14,4 aralığında olacağı öngörülmüştür.

FAVÖK

Oyak Yatırım, FAVÖK hesaplamasında esas faaliyetlerden net diğer gelir kaleminin süreklilik arz etmemesi nedeniyle hesaplamaya dâhil edilmediğini belirtmiştir. Rapor'da Şirket'in geçmiş üç yıl (2017-2019) içerisinde satışlarının ve FAVÖK'ünün yıllık bileşik büyüme oranı ("YBBO") sırasıyla %39,1 ve %68,6 iken projeksiyon döneminde satışların ve FAVÖK'ün 2020-2025 yılları arasında YBBO'sunun sırasıyla %23,6 ve %24,2 olacağı öngörüldüğü ifade edilmiştir.

Söz konusu Fiyat Tespit Rapor'unda, Covid-19 etkisine rağmen, Şirket'in gerçekleştiren FAVÖK tutarının 2020 yılının ilk yarısında 2019 yılının aynı dönemine nazaran %79,4 oranında artış gösterdiği, net satışların da %40,8 oranında arttığı ifade edilmiştir.

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Rapor'da nakit akım projeksiyonlarının bugünkü tespiti için kullanılan AOSM değerine ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

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%

Kaynak: OYAK Yatırım tahminleri, Bloomberg

Rapor'da risksiz getiri oranı hesaplanırken, Türkiye'deki 10 yıllık TL Tahvil (ISIN TRT080328T15) oranındaki değişimlerin takip edildiği, mevcut durum için de getiri oranının %14 olduğu ifade edilmiştir. Beta, halka arz olacak şirketlerin henüz işlem görmeye başlamadığı gerçeği ve bu açıdan istatistiki hesaplamaların imkânsızlığından 1 olarak kabul edilmiştir. Piyasa risk primi %5 olarak varsayılmıştır. Vergi oranı, Şirket'in teşvik bölgesindeki Akhisar yatırımları sebebiyle Şirket öngörülerine göre 2020'de %11, 2021-2025'te %12 alınmıştır. 2020-2025 yıllarının ortalaması %11,8'dir. Şirket'in 30 Haziran 2020 tarihli bağımsız denetim raporundaki tutarlara göre finansal borçların, finansal borçlar ve özkaynak toplamına oranı %44 seviyesindedir. Uzun vadeli tahmin olan %40 oranı kullanılmıştır. Söz konusu Fiyat Tespit Rapor'unda bu varsayımlar ışığında AOSM %16,7 olarak hesaplanmış, hesaplamada kullanılan oranların da değişmeyeceği varsayılmıştır.

İNA ve Tahminler

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, halka arz edilecek Şirket'in tahminlerinin, kısmen Şirket'in öngörülerine ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımadığı belirtilmiş olup, ilgili tahminlerin değişmesi durumunda farklı pay başına değerlerin oluşabileceği ifade edilmiştir.

Rapor'da, tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları,%5 uç büyüme değeri ve %16,7 AOSM ile indirgenen verilerden çıkan sonuca Şirket'in 30 Haziran 2020 tarihindeki 287 milyon TL'lik net borç tutarı eklendiğinde çıkan piyasa değeri 1,720 milyon TL olarak ifade edilmiştir. Şirket'in 150 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 11,47 TL olarak hesaplanmıştır.

İNA Tablosu (bin TL)	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net satışlar	1.011.255	1.432.970	1.756.346	2.221.346	2.592.089	2.912.978
Yıllık değişim	47%	42%	23%	26%	17%	12%
Brüt Kar	323.855	458.815	562.694	717.190	840.839	947.287
Brüt kar marjı	32,0%	32,0%	32,0%	32,3%	32,4%	32,5%
Faaliyet giderleri	(145.141)	(202.674)	(250.466)	(314.140)	(364.663)	(410.300)
Faaliyet giderleri/ciro	-14,4%	-14,1%	-14,3%	-14,1%	-14,1%	-14,1%
Faaliyet karı	178.715	256.140	312.228	403.050	476.176	536.987
Faaliyet karı marjı	17,7%	17,9%	17,8%	18,1%	18,4%	18,4%
FAVÖK	193.715	277.140	335.228	434.050	509.176	572.987
FAVÖK 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	225.404	274.761	354.684	419.035	472.548
(+)Amortisman	15.000	21.000	23.000	31.000	33.000	36.000
(-) Yatırım harcaması	(90.308)	(37.250)	(119.917)	(60.827)	(139.798)	(76.683)
(-) İşletme serm. İhtiyacı	(73.521)	(90.420)	(87.173)	(125.281)	(99.880)	(86.457)
Serbest Nakit Akım(SNA)	10.227	118.733	90.671	199.576	212.357	345.409
İndirgenmiş nakit akışı	5.114	101.751	66.588	125.605	114.533	159.649
SNA bugünkü değer	573.240					
Uç bugünkü değer	1.433.972					
Firma değeri	2.007.212					
Net borç*	287.406					
Özsermaye değeri	1.719.806					
Pay başına değer	11,47					

Kaynak: OYAK Yatırım tahminleri

*30.06.2020 tarihli bağımsız denetim raporundan hesaplanan tutar.

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, 2017-2019 gerçekleştirmelerinde net satışlar tonaj, fiyat artışı ve TL'nin değer kaybının etkisiyle %39 YBBO'yla arttığı ifade edilmiştir. Oyak Yatırım, Şirket'in kanal ve ürün bazındaki satış hacmi, fiyat, ürün bazında brüt kâr marjı öngörülerini ve ilk yarı gerçekleştirmelerini kullanıp makro tahminlerle projeksiyonları oluşturduğunu belirtmiştir. Rapor'da 2020-2025 dönemi net satışların %24 YBBO ile büyüyeceği öngörülmekte olup, ihracatın %21, geleneksel kanalın %24 ve organize ticaretin %28 büyüyeceği tahmin edilmiştir.

Söz konusu Rapor'da, son yıllarda yaşanan güçlü talep ve %100'e yakın seyreden jelly ve licorice kapasitelerinin yanı sıra artan kapasitenin getirdiği operasyonel katkı Şirket'in 1Y2020'de %32,1 gibi 2017-2019 ortalaması olan %27,7'ye göre (2019-%30,6) kuvvetli brüt marja işaret ettiği belirtilmiştir. Bu kapsamda Oyak Yatırım Şirket'in kapasite yönetimi ve fiyatlandırma konusundaki güçlü konumu sebebiyle brüt marj seviyesinin yıllar içerisinde %32 üzerinde muhafaza edileceğini tahmin etmektedir. Rapor'da büyüme ve marka tanınırlığına yönelik çalışmalarında etkisiyle faaliyet giderleri/satışlar oranında gelecekte önemli bir toparlanma öngörülmektedir. Bahsedilen brüt kâr marjı toparlanmasının FAVÖK marjına da yansımaları neticesinde 1Y2020 FAVÖK marjı %19,9'la 2017-2019 ortalaması olan %15,7'ye göre (2019:%18,1) yükselmiştir. Projeksiyon dönemi sonundaki FAVÖK marj tahmini ise %19,7 olarak hesaplanmıştır.

Rapor'da Şirket'in kapasite ihtiyacı nedeniyle yatırımlarını sürdürdüğü, 2020,2021, 2022, 2023, 2024 ve 2025 tahminlerine göre yatırımların satışlara oranının ise sırasıyla %8,9, %2,6, %6,8, %6,8, %2,7, %5,4 ve %2,6 olması öngörülmektedir.

Söz konusu Fiyat Tespit Raporu'nda, işletme sermayesi tarafında toparlanma bekleyen Şirket'in beklentilerine göre nispeten konservatif tutulan tahminlerde, alacak gün sayısının (2019-99) 2020'de 100, sonraki yıllarda 95 olacağı 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)

V.2. PİYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİ

Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirket'in 2019 yılı verileriyle, 2020 ilk yarı ve 2019 ikinci yarı verilerinin toplamıyla hesaplanan 1Y2020 yıllıklandırılmış tutarları aşağıdaki şekilde gösterilmiştir. Rapor'un genelinde de olduğu gibi hesaplamalarda kullanılan FAVÖK tutarı esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler hesaplarını içermemektedir. Ayrıca söz konusu Rapor'da gerek yurtiçi ve gerekse yurtdışı çarpan analizleriyle hesaplanan hedef fiyatlarda finnet veri programından alınan 1Y2020 yıllıklandırılmış verilerin kullanıldığı ifade edilmiştir.

Kervan Gıda Konsolide Finansal Veriler (bin TL)	2019	1Y2020 yıllıklandırılmış verileri
FAVÖK	124.473.332	165.844.819
Net Kar	75.038.736	98.070.533
Net Borç	265.913.916	287.405.932
Net Borç/FAVÖK	2,1	1,7

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporları, *2020/06 net kar ve FAVÖK değerleri yıllıklandırılmıştır.

Yurt içi çarpan analizinde Şirket'in ana faaliyet alanı yumuşak şeker sektöründe birebir karşılaştırılabilir şirket olmaması sebebiyle Borsa İstanbul'da işlem gören gıda şirketlerine yer verildiği ve 1Y2020 finansallarıyla yıllıklandırılmış tutarlara göre yapılan hesaplamada FAVÖK marjı %5-25 aralığında olan şirketlerin medyan hesabına dahil edildiği belirtilmiştir. Söz konusu analizde Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) kullanılmıştır.

Buna göre yapılan analizde TUKAS, ULKER, KERVT, KNFRT, PETUN, TATGD ve BANVT şirketlerinin medyan F/K 18,8 (x) ve medyan FD/FAVÖK 11,0 (x) çarpanları baz alınarak ve %50 eşit ağırlıklı analiz ile piyasa değeri 1.693.322.262 TL, pay başın değer de 11,29 TL olarak hesaplanmıştır.

Yurt dışı çarpan analizinde de yine Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) kullanılarak 1,616.749.168 TL'lik şirket büyüklüğüne ulaşılarak pay başına değer 10,78 TL olarak hesaplanmıştır.

VI. SONUÇ

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan Rapor'da, indirgenmiş nakit akımına %50, yurtiçi ve yurtdışı çarpanları analizlerine %25'er pay vererek ulaşılan halka arz öncesi hedef değer 1,687 milyon TL olarak hesaplanmış, halka arz öncesi sermayeye bölünerek bulunan hisse başı hedef değer de 11,25 TL olarak bulunmuştur. Rapor'da bulunan hisse başına hedef piyasa değerine %28,9 halka arz iskontosu uygulandığında hisse başına piyasa değerinin 8,00 TL'ye, %20,0 iskonto uygulandığında da 9,00 TL'ye geldiği ifade edilmiştir. Söz konusu hesaplamalar neticesinde halka arz fiyat aralığı olarak 8,00 – 9,00 TL değerlerine ulaşıldığı belirtilmiştir.

Aşağıdaki tablolarda Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu'nda gerçekleştirilen hesaplamalar neticesinde ulaşılan, ağırlıklandırılmış hedef değer sonucu ve iskonto oranları bulunmaktadır.

Kervan Gıda Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
INA	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)	Taban	Tavan
Hedef Piyasa Değeri	1.687.420.797	1.687.420.797
İskonto Oranı	-28,9%	-20,0%
Halka Arz Fiyatları İle Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	1.200.000.000	1.350.000.000
Nominal Sermaye	150.000.000	150.000.000
Halka Arz Fiyatı	8,00	9,00

Kaynak: Oyak Yatırım

VII. GÖRÜŞ

Oyak Yatırım tarafından Kervan Gıda için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda kabul görmüş değerlendirme yöntemleri olan İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemi kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır. Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi'nde baz alınan şirket verilerinde uç değerlerin analize dâhil edilmemesini doğru bir yaklaşım olarak değerlendirmekle birlikte, benzer şirketlerin yanı sıra KERVD paylarının işlem göreceği pazara dair çarpanların da dahil edilmesinin analize katkı sağlayabileceğini düşünmekteyiz. Ayrıca yurt dışı benzer şirketlerin çarpanlarının ve tüm çarpanların ortalamasının aritmetik ortalama olarak değil de medyan olarak değerlemeye dâhil edilmesini de olumlu değerlendiriyoruz.

Değerleme çalışmasında kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve yorumlanması açısından Şirket yetkilileri ile bir araya gelmesi gerektiğinden tarafımızca analiz edilememiş ve dolayısıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma da test edilememiştir. FAVÖK hesaplamasında esas faaliyetlerden net diğer gelir kalemine süreklilik arz etmemesi sebebiyle yer verilmemesini olumlu nitelendirmekle beraber satış tahminlerine ilişkin varsayımların daha detaylı olarak verilmesinin yararlı olacağı değerlendirilmektedir.

Nihai olarak, Rapor 'da tespit edilen Şirket değeri ve sonrasında ulaşılan birim fiyat ile söz konusu iskonto oranının makul olduğunu düşünüyoruz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayımlanamaz.