

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

#### Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	KRVGD
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Fiyat Aralığı İle Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurtdışı Kurumsal : %20 Yurtiçi Kurumsal : %50 Yurtiçi Bireysel : %30
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	26-27 Kasım 2020
Halka Arz Öncesi Sermaye	150.000.000 TL
Sermaye Artırımı	37.500.000 TL
Ortak Satışı	12.000.000 TL
Ek Satış	6.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	187.500.000 TL
Halka Açıklık Oranı	26,4%
Talep Toplama Fiyatı-Taban	8,00 TL
Talep Toplama Fiyatı-Tavan	9,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü-Taban (Ek Satış Hariç)	396.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü-Tavan (Ek Satış Hariç)	445.500.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü-Taban (Ek Satış Dahil)	444.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü-Tavan (Ek Satış Dahil)	499.500.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri-Taban	1.200.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri-Tavan	1.687.500.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020/06 - Taban	12,24
F/K 2020/06 - Tavan	13,77
FD/FAVÖK 2020/06 - Taban	8,97
FD/FAVÖK 2020/06 - Tavan	9,87
PD/DD 2020/06 - Taban	2,83
PD/DD 2020/06 - Tavan	3,18

## Özet Bilgi

- Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi, 7 Eylül 1994 tarih ve 3611 sayılı T.T. Sicil Gazetesi'nde yayınlanarak İstanbul'da kurulmuştur.
- Şirket'in merkez adresi Yakuplu Mahallesi Beysan Sanayi Sitesi Fuar Caddesi No:9/1 Beylikdüzü-İstanbul-Türkiye'dir.
- Şirket, yumuşak şeker (jelly, licorice ve marshmallow), sakız, sert şeker, draje çikolata, sürpriz yumurta ve oyuncaklı ürün kategorilerini içeren şekerleme sektöründe üretim ve satış faaliyeti göstermektedir. Üretim kapasitesinin büyük bir bölümünü yumuşak şeker ürünleri oluşturmaktadır. Sakız grubunda şekerli, şekerli, yuvarlak ve draje sakız üretimi ve satışı yapılmaktadır. Sert şeker kategorisinde lolipop, bonbon şeker ve yassı şeker üretimi ve satışı yapılmaktadır. Draje çikolata kategorisi çikolata kaplamalı ürünlerden oluşmaktadır. Bu dört kategorinin kapasiteleri ve satışları tonaj bazında takip edilmektedirken sürpriz yumurta ve oyuncaklı ürün kategorilerinin kapasiteleri ve satışları ise adet bazında takip edilmektedir.
- 1994 yılında kurulan ve akabinde sektöre sakız üretimiyle giren Şirket, 1999'da Beбето markasıyla jelly üretimine başlamıştır. 2005'te ilk licorice ve 2016'da ilk marshmallow hat yatırımlarını tamamlayan Şirket, 2014'te sert şeker üreticisi Akaş'ın satın alınması ve 2016'da oyuncaklı ürün satışı işigal eden Uçantay'ın alımıyla ürün portföyünü genişletmiştir. Uçantay'ın ürün portföyüne takip eden yıllarda yeni yatırımlarla draje çikolata ve sürpriz yumurta ürünleri de eklenmiştir.
- 30 Haziran 2020 itibarıyla Şirket Akhisar ve İstanbul'da bulunan toplam üç üretim tesisinde, 70.000 metrekare 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), paketleme hatları ve kaplama kazanları yatırımlarını gerçekleştirmiştir.
- 85 ülkeye ihracat yapan Şirket'in yurt dışında Amerika (2013 yılında), İngiltere (2016 yılında), Almanya (2018 yılında) ve Rusya'da (2019 yılında) ofisleri mevcuttur. Şirket ihracat, organize ticaret ve geleneksel kanal olmak üzere üç farklı kanal aracılığıyla satışlarını gerçekleştirmektedir. Organize ticaret ülke genelinde dağılmış perakende zincirlerine yapılan satışların yönetildiği kanaldır. Geleneksel kanal ise toptan ve sıcak satışın yapıldığı kanaldır.
- Şirket cirosu, 31 Aralık 2017 tarihinde sona eren mali dönemde 355,2 milyon TL iken, 31 Aralık 2018 tarihinde sona eren mali dönemde %50,4 artarak 534,2 milyon TL'ye yükselmiş ve 31 Aralık 2019 tarihinde sona eren mali dönemde %28,7 artarak 687,4 milyon TL'ye ulaşmıştır. 30 Haziran 2020 döneminde ise Kovid-19 etkisine rağmen bir önceki yılın aynı dönemine nazaran %40,8 artarak 469,1 milyon TL seviyesine yükselmiştir.
- Hızlı tüketim ürünleri ve perakende sektörü firması olarak faaliyet göstermekte olan Nielsen Holding'in Plc'nin 2020 yılının ilk yarısında yayımlanmış olduğu rapora göre Şirket'in 'Beбето' markası Türkiye yumuşak şeker pazarında %19'luk pazar payı (tonaja göre hesaplanmış) ile Rakip 1'in (%31) arkasından ikinci sırada gelmektedir. Şirket'in 2018 yılında %8 olan pazar payı kademeli olarak artarak 2020'nin ikinci çeyreği itibarıyla %19 seviyesine yükselmiştir. Pazarda üçüncü sırada gelen şirketin pazar payı ise %6'dır. Aynı rapora göre yumuşak şeker pazarının %63'ü markalı ürünlerden oluşurken (Beбето, Rakip 1, Rakip 2, Rakip3 ve Rocco), kalan %37'si özel markalı (Private Label, fason) ve diğer küçük markalı ürünlerden oluşmaktadır. Şirket global olarak ise önümüzdeki üç yılda en büyük beş yumuşak şeker üreticisinden biri olmayı hedeflemektedir.
- Şirket ve bağlı ortaklıklarının 30 Haziran 2020 tarihi itibarıyla istihdam edilen toplam çalışan sayısı 2.042'dir. (31 Aralık 2019: 1.849, 31 Aralık 2018:1.499)

## Ortaklık Yapısı

Kervan Gıda Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Mitat Başar	19.510.000	13,01%	18.010.000	9,61%	17.260.000	9,21%
Mahmut Koçum	18.750.000	12,50%	17.250.000	9,20%	16.500.000	8,80%
Aydın Çelik	18.750.000	12,50%	17.250.000	9,20%	16.500.000	8,80%
Suat Erdem	18.750.000	12,50%	17.250.000	9,20%	16.500.000	8,80%
Mehmet Şükrü Başar	17.620.000	11,75%	16.120.000	8,60%	15.370.000	8,20%
Fikret Başar	17.620.000	11,75%	16.120.000	8,60%	15.370.000	8,20%
Burhan Başar	17.620.000	11,75%	16.120.000	8,60%	15.370.000	8,20%
Fahrettin Çezik	17.620.000	11,75%	16.120.000	8,60%	15.370.000	8,20%
Nurcan İlbahar	1.880.000	1,25%	1.880.000	1,00%	1.880.000	1,01%
Necla Delal	1.880.000	1,25%	1.880.000	1,00%	1.880.000	1,01%
Halka Açık	-	-	49.500.000	26,40%	55.500.000	29,60%
<b>Toplam</b>	<b>150.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>187.500.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>187.500.000</b>	<b>100,0%</b>

Kervan Gıda'nın 2018'de 40 milyon TL olan sermayesi, 2019'da iç kaynaklardan bedelsiz sermaye artırımını ile 80 milyon TL'ye, yine Mart 2020'de de iç kaynaklardan bedelsiz sermaye artırımını ile 150 milyon TL'ye yükseltilmiştir.

Şirket'in 150.000.000 TL'lik sermayesi, çıkarılmış sermayenin %92'sine tekabül eden 138.000.000 adet A Grubu nama yazılı, %8'ine tekabül eden 12.000.000 TL nominal değerli 12.000.000 adet B Grubu nama yazılı paylara ayrılmıştır. A Grubu payların yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazı mevcut olup, B Grubu payların hiçbir imtiyazı yoktur.

Ek satış kapsamında ortak satışı yoluyla halka arz edilecek B Grubu payların nominal değeri 6.000.000 TL'dir. Fazla talep gelmesi durumunda, Mehmet Şükrü Başar, Fikret Başar, Mitat Başar, Burhan Başar, Fahrettin Çezik, Mahmut Koçum, Aydın Çelik ve Suat Erdem'in her birinin sahip olduğu 750.000 TL nominal değerli toplamda 6.000.000 TL nominal değerli 6.000.000 adet A Grubu payın B Grubuna dönüştürülerek ek satışı gerçekleştirilebilecektir. Ek satışın tamamının gerçekleşmesi halinde halka arz edilecek B Grubu payların nominal değeri toplam 55.500.000 TL olup, halk arz sonrası çıkarılmış sermayeye oranı %29,6 olmaktadır.

### Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Sermaye artırım tutarının üç ana alanda değerlendirilmesi planlanmaktadır. İlk olarak halka arz gelirinin %55'i kullanılarak Avrupa'da şirket satın alınması planlanmaktadır. İkinci olarak gelirin %25'i ile yapılmakta olan yatırımların fonlanması ve fabrika binası satın alınması planlanmaktadır. Son olarak da kalan %20'lik kısım ile kısa vadeli kredilerin kapatılması hedeflenmektedir. Belirtilen fon kullanım oranları şirket menfaatleri doğrultusunda değişkenlik gösterebilir.

## Şirket Faaliyetleri

### • Üretim Kapasitesi

Şirket, şekerleme sektöründeki yirmi yıldan fazla tecrübesiyle Türkiye'nin yüksek üretim kapasitelerinden birine sahip olan şekerleme üreticisidir. 30 Haziran 2020 itibarıyla Şirket'in ton ve adet olarak kapasitesi sırasıyla 60.200 ton/yıl ve 83.200 bin adet/yıl'dır. Kapasite kullanım oranları ton ve adet olarak sırasıyla %83,7 ve %61,6'dır.

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. Diğer ürün gruplarıyla ilgili detaylar yukarıdaki tabloda gösterilmiştir. 2020 yılı sonunda devreye girecek olan beşinci jelly (9.000 ton) ve beşinci licorice (2.500 ton) hatları Şirket'in bu kategorilerdeki kapasitesini artıracaktır.

Aşağıdaki tabloda yıllar itibarıyla Şirket'in üretim kapasitesi ve satış tonajlarındaki/adetlerindeki gelişim görülebilir. 2020 yılında gerçekleşen kapasite artışının sebepleri 2019 yılı sonunda faaliyete geçen bir jelly ve bir licorice hattı ve 2020 Nisan ayında sürpriz yumurta hattının devreye girmesidir. Halihazırda devam eden jelly ve licorice hattı yatırımları ile birlikte 2020 sonunda toplam üretim kapasitesinin 72.300 tona yükselmesi beklenmektedir.

### • Satışlar

#### Satışların Ürün Kategorisi Bazında Kırılımı

2019 cirosuna %50'lik payıyla jelly, %17'lik payıyla licorice ve %9'luk payıyla draje çikolata en önemli katkıyı sağlayan ürünlerdir. Bu üç ürünün 2019 toplam net satışlardaki payı %75'tir. 2020'nin ilk yarısı ciro verilerine göre ise konsolide ciroda jelly %56, licorice %15 ve draje çikolata %9 paya sahiptir ve bu üç ürünün ciro içerisindeki payları toplamı %79'dur. Nisan 2020 sonunda operasyonel olan yeni hatla üretime geçilen Cosby Fun isimli sürpriz yumurta ürününün 1Y2020 konsolide cirodaki payı %2'dir.

#### Satış ve Dağıtım Kanalları

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 bahsedilen satış kanalları bazında dağılımı sırasıyla ihracat, organize ticaret ve geleneksel kanal için %57,1, %28,6 ve %14,3 olarak gerçekleşmiştir.

- 1. İhracat Kanalı:** Son dönemde satış organizasyonunda ciddi revizyonlar yapılmıştır. Şirket'in özellikle modern kanala (zincir marketlere) odaklanma planı bulunmaktadır. 2020 Haziran itibarıyla Şirket'in ihracat cirosu Kovid-19 salgınına rağmen 2019'un aynı dönemine göre TL bazında %41,3, ABD Doları bazında ise %22,6 büyümüştür.
- 2. Organize Ticaret Kanalı:** Bu kanal organize perakendecilere satışların yapıldığı kanaldır. Son yıllarda en ciddi büyüme bu alanda kaydedilmiştir. Organize perakendecilerin tüm mağazalarında satılmak üzere yeni ürünlerin listelenmesi, diğer bir deyişle ürünlerin rafta yer bulması (listing) sonucunda hem pazar payı hem de ciro anlamında ciddi büyüme kaydedilmiştir. 2020 Haziran itibarıyla Şirket'in organize ticaret kanalından elde ettiği ciro 2019'un aynı dönemine göre %47,7 büyüyerek 134,3 milyon TL'ye ulaşmıştır.
- 3. Geleneksel Satış Kanalı:** Bu kanal toptan ve market ve bakkal gibi işletmeler vasıtası ile sıcak satışın yapıldığı kanal olup 2020 Haziran sonu itibarıyla 2019 yılının aynı dönemine göre %27 büyümüştür.

En önemli satış kanalı 2019'daki %58'lik payıyla ihracattır. Buna katkı sağlayan en önemli üç ürün jelly, licorice ve marshmallow'dur. %26'lık payı olan organize ticaret cirosuna katkı sağlayan ana ürünler jelly, draje çikolata ve oyuncaklı ürünlerdir. %17'lik paya sahip geleneksel kanalda ise ana ürünler jelly, sakız ve licorice'dir. 2020 yılının ilk ayında ise durum %57 ihracat, %29 organize ticaret ve %14 geleneksel kanal şeklindedir.

## **İhracat**

Şirket'in 2017, 2018 ve 2019'daki konsolide cirosundaki sırasıyla %56, %63 ve %58 paya sahip ihracat gelirleri, 85 ülkeye yapılan ihracatla elde edilmektedir. 2020 ilk yarı itibarıyla ihracatın toplam ciro içindeki payı %57 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in 2020 yılının ilk yarısında Kovid-19 etkisine rağmen ihracat gelirleri ABD Doları bazında %22,6 oranında artmıştır. 2019 yılında ihracat büyümesinin diğer yıllara göre düşük olmasının ana sebebi jelly kapasitesinin yetersiz olmasıdır. 2019 yılının sonu itibarıyla devreye giren dördüncü jelly hattı ile birlikte ihracatın ABD Doları bazında büyümesi yeniden %20 seviyesinin üzerine çıkmıştır.

Şirket, ihracatı iki ana çatı altında ele almaktadır : (i) İştirakleri vasıtasıyla satış ofisleri üzerinden yapılan ihracatlar ve (ii) İştirak veya satış ofisi bulunmayan diğer ülkelerde bayilik üzerinden yapılan ihracatlar. Ofislerin olduğu Amerika, İngiltere, Almanya ve Rusya'da kendi şirketleri ve satış ekipleri bulunmaktadır. Şirket, yurt dışı pazarlarda varlığını artırmak için sırasıyla Amerika (2013 yılında), İngiltere (2016 yılında), Almanya (2018 yılında) ve Rusya'da (2019 yılında) kendi şirketlerini kurmuş veya söz konusu ülkelerde kurulmuş şirketlere ortak olmuştur.

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. Son üç yıla ilişkin önde gelen ülkelere yönelik ihracat verileri incelendiğinde 1Y2020 ihracat kırılımında ABD Doları, İngiliz Sterlini ve Avro sırasıyla %75, %15 ve %10 paya sahiptir.

## **Organize Perakendeciler**

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. Şirketin 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 hâlihazırda 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**

Geleneksel kanal, Şirket'in 2017, 2018 ve 2019'daki konsolide cirosundaki 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, İzmir 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.

### **Yenilikçi Ürünler ve AR-GE Çalışmaları:**

Tüketici eğilimleri incelendiğinde daha çok sağlıklı ve doğal ürünlere eğilimin arttığı görülmektedir. Tüketici talepleri incelendiğinde organik, genetiği değiştirilmiş organizmalar (GDO) içermeyen, şekersiz veya şekeri azaltılmış, katkı maddesi içermeyen ve doğal renklendiricili ürünlere talebin arttığı görülmektedir. Aynı zamanda doğal meyve sulu ve vegan ürünlere de talep giderek artmaktadır.

Geçmiş yıllarda, vitamin katkılı ürünler ve gıda takviyeleri tüketicilere genellikle suda eriyen ya da yutulabilen tabletler şeklinde sunulmaktaydı. Ancak gerek teknolojinin, gerekse sektörün gelişmesiyle birlikte, bu tip ürünlerin formunun çeşitlendirilmesi önem kazanmıştır. Bu tip ürünler teknolojik gelişmelerin de yardımıyla, çocukların ve yetişkinlerin kullanımı adına, geçmişte kullanılan formların yanı sıra, çığnenebilir formatta da geliştirilmiş ve tüketicilerden talep görmüş durumdadır.

Sağlıklı yaşam eğiliminin artması ile birlikte sektörde sağlıklı atıştırılabilirlik ve gıda desteklerine olan talep artmıştır. Bu açığı tespit eden Şirket, 2020 yılında OTC (eczanelerde reçetesiz satılabilen ürünler) sektöründe faaliyet göstermek amacı ile Happy Life şirketinin %60 hissesini satın almıştır. Katma değeri yüksek olan vitaminli ve kolajenli ürünlerin bir kısmı hâlihazırda raflarda satılmakta iken bir kısmının da geliştirilmesi Şirket'in AR-GE projesinde devam etmektedir.

### **Hammadde Tedariği**

Şirket'in hammadde kırılımındaki ilk dört girdi ambalaj, jelatin, şeker ve glikoz olup bunların hammadde içindeki payları sırasıyla %25,5, %19,2, %14 ve %9,2'dir. Jelatin, şeker ve glikoz gibi hammaddelerin maliyetlerinin önemli kısmı ve ambalaj maliyetinin yarısı yabancı para bazındadır.

Şirket'in 2020'nin ilk yarısı itibarıyla toplam cirosunun %57,1'ini döviz bazlı gelirler oluşturmaktadır. Buna karşılık Şirket'in maliyet yapısı incelendiğinde hammadde maliyetlerinin %65'i, toplam maliyetlerinin ise %46'sı ise yabancı para cinsindedir. Yabancı para cinsinden hammadde maliyetlerinin toplam ciroya oranı ise sadece %31,1 seviyesindedir. Şirket'in cirosunun yaklaşık %57,1'i yabancı para cinsinden gelirlerden oluşmakta iken yabancı para cinsinden maliyetlerinin ciroya oranının %31,1 seviyesinde olması sebebiyle, Şirket Türk Lirası'nın diğer para birimleri karşısında değer kaybetmesinden operasyonel olarak olumlu etkilenmektedir.

Kovid-19 sürecinin Çin ve İtalya'ya yayılmasıyla Şirket, öncelikle bu ülkelerden tedarik ettiği hammadde ve ambalajlar için üç aylık tedarikçi ve iki aylık güvenlik stoku oluşturma kararı almıştır. Daha sonra, diğer Avrupa ülkelerinden de tedarik ettiği hammaddeler için, Kovid-19 yayılma riski göz önünde bulundurularak tedarik ve durum bilgisine göre 3 aylık tedarikçi ve 2 aylık güvenlik stoku kararını uygulamaya sokmuştur. Bu sayede Şirket üretimini aksatacak bir tedarik problemiyle karşılaşmamıştır.

### **Kovid-19 Etkisi**

Şirket, hammadde tedariki konusunda Kovid-19 döneminde ekstra stok tedbirleriyle ciddi bir problemle karşılaşmamıştır. Paketleme alanında ise zaten var olan paketli ürünlere geçiş trendi hızlanmıştır. Halk arasında 'dökme ürün' olarak tabir edilen paketsiz ürünlerin kullanımında azalmalar görülmektedir. Talep tarafında nisan ve mayıs aylarında, tüm dünyada karantina döneminde süper marketlerinin çalışma saatlerinin kısıtlanması, çocukların markete girmemesi ve sokağa çıkma yasakları ile beraber talepte bir azalma görülmüştür. Satış ve dağıtım tarafında nisan ve mayıs aylarında TIR trafiğinde sorun olmakla beraber konteyner sevkiyatları sorunsuz devam etmiştir. İç piyasaya dağıtımda herhangi bir sorun yaşanmamıştır.

Şirket, Kovid-19 etkisine rağmen 1Y2020'de 2019 yılının aynı dönemine göre cirosunu %41 artırmıştır. Belirtilen dönemde ihracat cirosu %41, organize ticaret cirosu %48, geleneksel kanal cirosu ise %27 artış göstermiştir. Şirket'in 1Y2020 brüt marjı %32,1'le geçen yılın aynı dönemine göre 376 baz puan artış göstermiş, faaliyet giderleri/satışlar oranı da 1Y2019'daki seviyesi olan %14,5'ten 1Y2020'de %13,9'a gerilemiştir. Bu iki etkiden dolayı FAVÖK marjı da %19,9'la geçen yılın aynı döneminin 429 baz puan üzerindedir. Net kar marjı %10,5'le yıllık bazda 261 baz puan artmıştır.

## Mali Tablolar

<b>Kervan Gıda Yatırım Sanayi Ticaret, Gelir Tablosu, TL</b>	<b>2017/12</b>	<b>2018/12</b>	<b>2019/12</b>	<b>2019/06</b>	<b>2020/06</b>	<b>Son 4Ç</b>
Hasılat	355.237.897	534.216.898	687.362.079	333.220.997	469.107.370	823.248.452
<i>Yıllık Değişim</i>		50,4%	28,7%		40,8%	
Satışların Maliyeti	-271.084.588	-380.840.918	-477.049.179	-238.779.540	-318.528.794	-556.798.433
<i>Yıllık Değişim</i>		40,5%	25,3%		33,4%	
<b>Brüt Kârı/Zararı</b>	<b>84.153.309</b>	<b>153.375.980</b>	<b>210.312.900</b>	<b>94.441.457</b>	<b>150.578.576</b>	<b>266.450.019</b>
<i>Yıllık Değişim</i>		82,3%	37,1%		59,4%	
<i>Brüt Kar Marjı</i>	23,7%	28,7%	30,6%	28,3%	32,1%	32,4%
Genel Yönetim Giderleri	-15.079.828	-19.324.003	-25.417.421	-12.117.803	-18.428.237	-31.727.855
Pazarlama Giderleri	-33.265.266	-51.402.091	-71.747.540	-35.111.109	-45.035.184	-81.671.615
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-546.324	-1.157.990	-2.025.524	-953.773	-1.574.896	-2.646.647
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>35.261.891</b>	<b>81.491.896</b>	<b>111.122.415</b>	<b>46.258.772</b>	<b>85.540.259</b>	<b>150.403.902</b>
<i>Yıllık Değişim</i>		131,1%	36,4%		84,9%	
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	9,9%	15,3%	16,2%	13,9%	18,2%	18,3%
Amortisman	8.526.984	8.328.170	13.350.917	5.879.215	7.969.462	15.441.164
<b>FAVÖK1</b>	<b>43.788.875</b>	<b>89.820.066</b>	<b>124.473.332</b>	<b>52.137.987</b>	<b>93.509.721</b>	<b>165.845.066</b>
<i>Yıllık Değişim</i>		105,1%	38,6%		79,4%	
<i>FAVÖK1 Marjı</i>	12,3%	16,8%	18,1%	15,6%	19,9%	20,1%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	35.491.373	62.600.129	52.286.945	32.481.442	44.839.878	64.645.381
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-36.674.387	-46.454.835	-43.914.794	-26.894.787	-21.407.919	-38.427.926
<b>Esas Faaliyet Kârı/Zararı</b>	<b>34.078.877</b>	<b>97.637.190</b>	<b>119.494.566</b>	<b>51.845.427</b>	<b>108.972.218</b>	<b>176.621.357</b>
<i>Yıllık Değişim</i>		186,5%	22,4%		110,2%	
<b>FAVÖK2</b>	<b>42.605.861</b>	<b>105.965.360</b>	<b>132.845.483</b>	<b>57.724.642</b>	<b>116.941.680</b>	<b>192.062.521</b>
<i>Yıllık Değişim</i>		148,7%	25,4%		102,6%	
<b>Finansman Gideri Öncesi Faal. Karı/Zararı</b>	<b>34.045.865</b>	<b>97.094.018</b>	<b>125.074.710</b>	<b>55.150.566</b>	<b>112.234.409</b>	<b>182.158.553</b>
Finansman Giderleri	-22.866.579	-62.720.802	-38.228.709	-24.922.220	-52.985.634	-66.292.123
<b>Sürdürülen Faal. Vergi Öncesi Karı/Zararı</b>	<b>11.179.286</b>	<b>34.373.216</b>	<b>86.846.001</b>	<b>30.228.346</b>	<b>59.248.775</b>	<b>115.866.430</b>
Vergi	-120.890	-6.549.649	-10.887.236	-4.078.030	-8.384.214	-15.193.420
<b>Dönem Karı/Zararı</b>	<b>11.058.396</b>	<b>27.823.567</b>	<b>75.958.765</b>	<b>26.150.316</b>	<b>50.864.561</b>	<b>100.673.010</b>
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	532.368	-180.593	920.029	-280.080	1.402.368	2.602.477
<b>Ana Ortaklık Dönem Karı</b>	<b>10.526.028</b>	<b>28.004.160</b>	<b>75.038.736</b>	<b>26.430.396</b>	<b>49.462.193</b>	<b>98.070.533</b>

<b>Kervan Gıda Yatırım Sanayi Ticaret A.Ş. Bilanço</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020/06</b>
<b>VARLIKLAR</b>				
<b>Dönen Varlıklar</b>				
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
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	4.549.077	5.101.016	4.462.397	688.881
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	100.681.493	157.900.167	182.867.559	244.377.055
Diğer Alacaklar	1.945.316	6.434.103	9.057.261	4.683.223
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	1.315.743	5.658.854	7.451.161	1.409.142
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	629.573	775.249	1.606.100	3.274.081
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 İle İlgili Varlıklar	-	225.077	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	13.047.478	19.313.152	24.989.061	21.217.848
<b>TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>197.791.756</b>	<b>301.027.134</b>	<b>388.120.608</b>	<b>480.141.203</b>
<b>DURAN VARLIKLAR</b>				
Ticari Alacaklar	-	61.423	37.892	-
Diğer Alacaklar	107.431	108.455	761.663	949.019
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	-	-	653.208	840.564
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	107.431	108.455	108.455	108.455
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
Şerefiye	6.996.362	6.996.362	6.996.362	16.855.600
<i>Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	1.334.722	4.259.261	3.920.126	3.859.462
Peşin Ödenmiş Giderler	4.316.247	9.678.770	8.416.259	13.701.915
<b>TOPLAM DURAN VARLIKLAR</b>	<b>148.315.464</b>	<b>174.785.835</b>	<b>309.611.925</b>	<b>465.691.867</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>346.107.220</b>	<b>475.812.696</b>	<b>697.732.533</b>	<b>945.833.070</b>
<b>KAYNAKLAR</b>				
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>				
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
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	3.517.960	4.329.695	2.762.473	4.849.334
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	71.172.189	94.451.175	105.935.011	96.298.447
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	3.516.625	4.371.710	6.591.208	8.138.790
Diğer Borçlar	108.760	425.639	318.091	6.493.080
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	108.760	84.396	72.086	3.734.230
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	-	341.243	246.005	2.758.850
Ertelenmiş Gelirler	3.762.111	5.618.662	5.056.511	6.509.941
Dönem Karı 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
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	762.590	1.056.901	1.239.737	2.015.546
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	457.167	556.981	598.000	654.231
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	210.056	201.642	190.471	844.211
<b>TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>187.098.898</b>	<b>252.483.849</b>	<b>318.945.098</b>	<b>350.493.005</b>
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>				
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	-	-	-	285.203
Ertelenmiş Gelirler	29.500	-	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.079.210	2.851.828	3.886.219	5.704.115
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	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
<b>TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>57.904.443</b>	<b>86.635.426</b>	<b>95.218.906</b>	<b>162.476.515</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>				
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>98.542.279</b>	<b>132.799.852</b>	<b>278.350.474</b>	<b>424.697.342</b>
Ödenmiş Sermaye	40.000.000	40.000.000	80.000.000	150.000.000
Ortak kontrole tabi teşebbüs veya işletmeleri içeren birleşmelerin etk	2.013.075	2.013.075	2.011.813	2.011.813
Kâr veya Zararda Yen. Sınıflandırılmayacak Bir. Diğ. Kap. Gel. veya Gid.	69.179.387	69.341.833	145.632.168	240.112.113
<i>Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/ Kayıpları</i>	69.282.201	69.265.118	145.661.858	240.335.570
<i>Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)</i>	-102.814	76.715	-29.690	-223.457
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Bir. Diğ. Kap. Gel. veya Gid.	-1.325.441	1.833.490	2.213.810	4.618.540
<i>Yabancı Para Çevrim Farkları</i>	-1.325.441	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
<b>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</b>	<b>2.561.600</b>	<b>3.893.842</b>	<b>5.218.055</b>	<b>8.166.208</b>
<b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>101.103.879</b>	<b>136.693.694</b>	<b>283.568.529</b>	<b>432.863.550</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>346.107.220</b>	<b>475.812.969</b>	<b>697.732.533</b>	<b>945.833.070</b>



## Oran Analizleri

Şirket'in likidite ve mali yapı oranları aşağıdaki tablolarda gösterilmiştir. Likidite oranları incelendiğinde, Şirket'in dönen varlıklarının kısa vadeli yükümlülüklerine oranı (cari oran) 2020 yılında 1,37 seviyesindedir. (2019:1,22; 2018:1,19; 2017:1,06). Şirket'in toplam yükümlülüklerinin toplam varlıklarına oranı (kaldıraç oranı) 2020 yılında 0,54 seviyesindedir (2019:0,59; 2018:0,71; 2017:0,71).

### Likidite Oranları

	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)	0,7	0,85	0,77	0,96
Nakit Oran (Nakit ve Nakit Benzerleri/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,02	0,02	0,02	0,15

### Mali Yapı Oranları

	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
Alacak Devir Gün Sayısı (Ticari Alacaklar/Net Satışlar*365)-Gün	108	111	99	95
Stok Devir Gün Sayısı (Stoklar/Satışların Maliyeti*365)-Gün	90	83	110	82
Borç Devir Gün Sayısı (Ticari Borçlar/Satışların Maliyeti*365)-Gün	101	95	83	58

## Nakit Akım Tablosuna İlişkin Değerlendirmeler

Şirket'in 2019 yılı ve 30 Haziran 2020 dönemi itibarıyla özet nakit akım tablosu aşağıda yer almaktadır.

### Özet Nakit Akım Tablosu

TL	31.12.2019	30.06.2020
Dönem Net karı	75.958.765	50.864.561
Nakit Harici Kalemler İçin Düzeltmeler	52.247.435	64.734.597
Kıdem Tazminatları ve Vergi Ödemeleri	-3.498.454	5.851.861
İşletme Sermayesi Kalemlerinde Elde Edilen/ Kullanılan Net Nakit	-75.292.694	-53.782.572
İşletme Faaliyetlerinden Elde Edilen Net Nakit	49.415.052	67.668.447
Yatırım Faaliyetlerinden Kaynaklanan Nakit Akışları	-54.449.269	-37.131.310
Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışları	7.864.384	13.248.816
Nakit ve Nakit Benzerlerinde Yaşanan Net Artış	2.830.167	43.785.953
Yabancı Para Çevrim Farklarının Nakit ve Nakit Benzerleri Üzerindeki Etkisi	380.320	2.404.730
<b>Nakit ve Nakit Benzerlerinde Net Artış (Azalış)</b>	<b>3.210.487</b>	<b>46.190.683</b>
<b>Dönem Başı Nakit ve Nakit Benzerleri</b>	<b>1.969.001</b>	<b>5.179.488</b>
<b>Dönem Sonu Nakit ve Nakit Benzerleri</b>	<b>5.179.488</b>	<b>51.370.171</b>

Şirket, nakit harici kalemler net kara eklendiğinde 30 Haziran 2020 ve 31 Aralık 2019 tarihinde sırasıyla 115,6 milyon TL ve 128,2 milyon TL nakit elde etmiştir. Elde etmiş olduğu bu nakdin 2020 yılının ilk 6 ayında 53,8 milyon TL'sini, 2019 yılının tamamında da 75,3 milyon TL'sini işletme sermayesi ihtiyacında kullanmıştır.

Şirket, 2020 yılının ilk 6 ayında işletme faaliyetlerinden elde etmiş olduğu 67,7 milyon TL nakdin 37,1 milyon TL'sini yatırım faaliyetleri için kullanmış, aynı zamanda 13,2 milyon TL finansman faaliyetlerinden nakit akışı sağlamış ve böylece nakit ve nakit benzerlerini 46,2 milyon TL artırmıştır.

## Kullanılan Değerleme Yöntemleri

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

- A- 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 değerinin hesaplanmasını içerir.
- B- Piyasa Çarpanları Analizi: Piyasa bazlı bir yöntem olup şirket değeri, şirketin faaliyet gösterdiği sektörde olan ve borsada işlem gören gerek yurt içindeki gerekse yurt dışındaki şirketlerin değerleri ve çarpanları göz önüne alınarak hesaplanmaktadır. Bu analizde kullandığımız çarpanlar; Piyasa Değeri / Net Kar (Fiyat / Kazanç, F/K) ve Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK)'dir.

Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) içerisinde UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Payların değerlendirilmesi ile ilgili olarak 70.1 maliyet yaklaşımı ile ilgili madde uyarınca belli durumlar dışında normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde, uygulanamaz değerlendirilmesine yer verilmiştir. Maliyet yaklaşımının uygulanabileceği durumlar olarak; (a) işletmenin, karların ve/veya nakit akışlarının güvenilir bir şekilde tespit edilemediği ve pazar yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle yapılacak karşılaştırmaların pratik veya güvenilir olmadığı, ilk dönemlerinde veya kuruluş döneminde olması, (b) işletmenin UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.8 ve 70.9 nolu maddelerinde tarif edilen toplama yönteminin uygulandığı bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olması, ve/veya (c) işletmenin sürekli olmaması ve/veya varlıklarının tasfiyedeki değerlerinin işletmenin sürekliliği kapsamındaki işletme değerini aşabilmesi sayılmaktadır. Şirket yukarıda sayılan kriterler kapsamında değerlendirilmiş ve maliyet yaklaşımının kullanılmasının uygun olmayacağı sonucuna varılmıştır.

İNA tarafından hesaplanan değere %50, yurt içi piyasa benzer şirket çarpanlarına %25 ve yurt dışı piyasa benzer şirket çarpanlarına da %25 ağırlık vererek hedef özsermaye değeri hesaplanmıştır.

## DEĞERLEME

### A. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Bu yöntemden çıkan sonuç, Şirket'in serbest nakit akımı yaratma potansiyeli tahminlerinin bugüne indirgenmesi ve net borç durumunun yansıtılmasıyla ulaşılan değerdir. Projeksiyonlarda geçmiş yılların performansı ve Şirket yönetiminin beklentileri de dikkate alınmıştır. Kullanılan makro tahminler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

#### Makro Tahminler

	2017	2018	2019	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Ort. USD/TL	3,65	4,82	5,67	6,94	7,92	8,52	9,03	9,57	10,14
yıllık değişim	21%	32%	18%	22%	14%	8%	6%	6%	6%
Yılsonu USD/TL	3,77	5,28	5,94	7,80	8,27	8,76	9,29	9,85	10,44
yıllık değişim	7%	40%	12%	31%	6%	6%	6%	6%	6%
Yılsonu EUR/TL	4,52	6,04	6,66	9,13	9,67	10,25	10,87	11,52	12,21
yıllık değişim	22%	34%	10%	37%	6%	6%	6%	6%	6%
Ortalama TÜFE	11,1%	16,3%	15,2%	11,9%	11,0%	10,4%	8,0%	8,0%	6,0%

## **Gelir Tablosu Projeksiyonları**

### **Satışlar**

2020-2025 dönemi için ciro YBBO'su tonaj bazında %23,0, 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.

### **Faaliyet Giderleri**

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.

### **FAVÖK**

FAVÖK hesaplamalarında esas faaliyetlerden net diğer gelir kalemi süreklilik arz etmemesi sebebiyle içermemektedir. 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 öngörülmektedir.

Kovid-19 etkisine rağmen, 2020 yılının ilk yarısında Şirket'in gerçekleşen FAVÖK tutarı 2019 yılının aynı dönemine göre nazaran %79,4 oranında artmıştır. Bu dönemde Şirket'in net satışları da %40,8 artmıştır.

### **Yatırım Harcamaları**

Kervan Gıda (yumuşak şeker, sert şeker ve sakız ürünlerinin üretimini yapan şirket) tarafında bakım onarım yatırımlarının satışlara oranının geçen yıllarda olduğu gibi %2,0-%2,5 bandında olması, Uçantay (draje çikolata, oyuncaklı ürün ve sürpriz yumurta ürünlerinin üretimini yapan şirket) tarafında ise %3'lerde olması modellenmiştir. 2022'de yeni sürpriz yumurta hattı ve 2023'te ise draje kazanı yatırımlarının yapılması da eklenmiştir. Şirket 2020'de yapılan depo inşaatının projeksiyon dönemi boyunca şirket ihtiyaçları için yeterli olacağını öngörmektedir.

### **İşletme Sermayesi İhtiyacı**

Ticaret İşletme Sermayesi, 5 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket'in bağımsız denetim raporunun bilanço ve gelir tablosu tutarlarına göre son 3 yılın ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incelenmiştir. Şirket yönetiminin beklentilerine göre nakit dönüşüm süresinin ortalama 100 gün olacağı değerlendirilmiştir.

### **Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesabı:**

Risksiz getiri oranı hesaplanırken, Türkiye'deki 10 yıllık TL tahvil oranındaki değişimler takip edilmiş olup, seviyeler göz önüne alındığında mevcut durum için %14 esas alınmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Beta, halka arz olacak olan şirketlerin henüz işlem görmeye başlamadığı gerçeği ve bu açıdan istatistiki hesaplamaların imkânsızlığından 1 olarak kabul edilmiştir.

Piyasa risk primi %5 olarak varsayılmıştır. Piyasada Türkiye tarafına yönelik oluşturulan raporlar da incelendiğinde, risk priminin genel olarak %5 civarında kabul görmektedir.

Vergi oranı, Şirket'in teşvik bölgesindeki Akhisar yatırımları sebebiyle Şirket öngörülerine göre 2020'de %11, 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 seviyesindedir. Uzun vadeli tahmin olan %40 oranı kullanılmıştır.

Bu varsayımlar ışığında AOSM %16,7 olarak hesaplanmıştır. Hesaplama kullanılan oranların değişmeyeceği varsayılmıştır.

### İNA ve Tahminler

Halka arz edilecek Şirket'in tahminleri, kısmen Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Tahminlerin değişmesi durumunda farklı pay başına değer söz konusu olabilir.

Tahmini serbest nakit akış 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'dir. Şirket'in 150 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 11,47 TL'dir.

Kervan Gıda- Değerleme (TL)	2020 T	2021 T	2022 T	2023 T	2024 T	2025 T
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 Karı Marjı	17,7%	17,9%	17,8%	18,1%	18,4%	18,4%
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%
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	-119.917.247	-60.826.664	-139.797.840	-76.682.662
İşletme Serm. İhtiyacı	-73.521.105	-90.420.262	-87.173.128	-125.281.028	-99.879.683	-86.456.565
SNA	10.227.095	118.733.180,00	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					

2017-2019 gerçekleştirmelerinde net satışlar tonaj, fiyat artışı ve TL'nin değer kaybının etkisiyle %39 YBBO'yla artmıştır. Şirket'in kanal ve ürün bazındaki satış hacmi, fiyat, ürün bazında brüt kar marjı öngörülerini ve ilk yarı gerçekleştirmelerini kullanıp aracı kurumun makro tahminleriyle projeksiyonlar oluşturulmuştur. 2020-2025 dönemi için net satışların %24 YBBO ile büyümesi öngörülmektedir. İhracatın %21, geleneksel kanalın %24 ve organize ticaretin %28 büyüyeceği tahmin edilmektedir.

Son yıllardaki 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 averajı olan %27,7'ye göre (2019:%30,6) kuvvetli brüt marja işaret etmektedir. Şirket'in kapasite yönetimi ve fiyatlama konusundaki güçlü konumu sebebiyle brüt marj seviyesinin yıllar içerisinde %32 üzerinde muhafaza edileceği tahmin edilmektedir. Büyüme ve marka tanınırlığına yönelik çalışmaların da etkisiyle faaliyet giderleri/satışlar oranında gelecekte ciddi toparlanma öngörülmektedir. Bahsedilen brüt kar marjı toparlanmasının FAVÖK marjına da yansması neticesinde 1Y2020 FAVÖK marjı %19,9'la 2017-2019 averajı olan %15,7'ye göre (2019:%18,1) yükselmiştir. Projeksiyon dönemi sonundaki FAVÖK marj tahmini %19,7'dir.

Şirket kapasite ihtiyacı sebebiyle yatırımlarını sürdürmektedir. 2020, 2021, 2022, 2023, 2024 ve 2025 tahminlere göre yatırımların satışlara oranının %8,9, %2,6, %6,8, %2,7, %5,4 ve %2,6 olması öngörülmektedir.

İşletme sermayesi tarafında toparlanma bekleyen Şirket'in beklentilerine göre nispeten muhafazakar tutulan tahminlerde alacak gün sayısı (2019: 99) 2020'de 100, sonraki yıllarda 95 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).

### **Piyasa Çarpanları Yöntemi**

Şirket'in 2019 yılı verileriyle, 2020 ilk yarı ve 2019 ikinci yarı verilerinin toplamıyla hesaplanan 1Y2020 yıllıklandırılmış tutarları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Raporun genelinde de olduğu gibi hesaplamalarda kullanılan FAVÖK tutarı esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler hesaplarını içermemektedir. Gerek yurt içi gerekse yurt dışı çarpan analizleriyle hesaplanan hedef fiyatlarda finnet veri programından alınan 1Y2020 yıllıklandırılmış veriler kullanılmıştır.

#### **Kervan Gıda Konsolide Finansal Veriler**

<b>TL</b>	<b>2019</b>	<b>1Y2020 Yıllıklandırılmış Verileri</b>
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

### **Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları**

Şirket için yapılan yurt içi çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanı yumuşak şeker sektöründe birebir karşılaştırılabilir şirket olmaması sebebiyle BIST'de işlem gören gıda şirketlerine yer verilmiştir. Şirketlerin son piyasa değerleri ve 1Y2020 finansallarıyla yıllıklandırılmış tutarlarla yapılan analizde FAVÖK marjı %5-25 aralığında olan şirketler medyan hesabına katılmıştır. Fikir vermek amacıyla KENT, AVOD ve FADE yüksek çarpanlı şirketlerde tabloda yer almaktadır. Fakat medyan hesabına katılmamıştır. Analizde Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/ Kazanç (F/K) kullanılmıştır. Buna göre 28 Eylül 2020 tarihi kapanış itibarıyla Borsa İstanbul'da işlem gören, kriterlere uyan ve gıda şirketlerinin piyasa çarpanları takip eden tabloda yer almaktadır. Şirketler FAVÖK marjına göre sıralıdır. Hedef fiyat hesabında medyan çarpanlar Şirket'in yıllıklandırılmış FAVÖK ve kar tutarlarıyla çarpılmış ve FD/FAVÖK çarpanından yapılan hesaplamada 30.06.2020 sonu net borç tutarı olan 287 milyon TL kullanılmıştır.

TL	Piyasa Değeri	marjı	F/K	FD/FAVÖK
TUKAS	2.674.696.500	24,2%	21,8	17,2
ULKER	7.715.520.000	16,9%	9,4	5,8
KERT	3.733.680.000	14,5%	38,1	9,9
KNFRT	522.060.000	13,9%	34,2	17,9
PETUN	1.151.844.300	11,8%	14,8	12,1
TATGD	1.486.480.000	11,5%	15,9	10,4
BANVT	2.538.598.435	6,9%	a.d.	11,0
	<b>Medyan</b>	<b>13,9%</b>	<b>18,8</b>	<b>11,0</b>
KENT	74.250.000.000	13,3%	843,9	484,5
AVOD	509.400.000	10,9%	86,4	28,8
FADE	477.285.000	29,1%	a.d.	29,8
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			
<b>%50-50 ağırlıklı hedef piyasa değeri</b>	<b>1.693.322.262</b>			
<b>Pay başına değer</b>	<b>11,29</b>			

Her oranın eşit öneme sahip olduğu varsayımı ile FD/FAVÖK ve F/K çarpanı kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değerlerinin aritmetik ortalaması olan 1.693 milyon TL'lik bir şirket büyüklüğüne ulaşılmaktadır.

#### Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları:

Bloomberg verilerine göre hazırlanan karşılaştırılabilir şirketler kümesinde çoğu şirket için tahmin eksikliği sebebiyle yıllıklandırılmış çarpanlar medyanına yer verilmiş ve hedef değere Şirket'in yıllıklandırılmış verileri üzerinden ulaşılmıştır. Şirketler, FAVÖK marjlarına göre sıralıdır. Her oranın eşit öneme sahip olduğu varsayımı ile FD/FAVÖK ve F/K çarpanı kullanarak ulaşılan hedef piyasa değerlerinin aritmetik ortalaması olan 1.617 milyon TL'lik bir şirket büyüklüğüne ulaşılmaktadır.

Şirketler	Menşei	Piyasa Değeri (USDmn)	FAVÖK marjı	F/K	FD/FAVÖK
Tootsie Roll	ABD	1,983	18,3%	31,7	22,9
Wavel SA	Polonya	206	17,9%	15,3	7,5
Universal Robina	Filipinler	6,081	17,0%	29,0	13,7
Cloetta	İsveç	762	15,8%	15,1	9,6
M Dias Branco	Brezilya	2,122	14,1%	17,4	14,9
Grupo Nutresa	Kolombiya	2,697	14,1%	18,3	8,9
Morinaga & Co	Japonya	2,210	13,2%	20,9	7,0
Flower Foods	ABD	5,064	12,7%	21,3	10,6
Lotte Confectionery	Güney Kore	541	10,9%	19,3	6,2
Guan Chong	Malezya	820	8,5%	15,9	11,7
		Medyan	14,1%	18,8	10,1

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	1.388.818.622
<b>%50-50 ağırlıklı hedef piyasa değeri</b>	<b>1.616.749.168</b>
<b>Pay başına değer</b>	<b>10,78</b>

Sonuçta değerlendirme çalışmasında hem indirgenmiş nakit akımı hem de piyasa çarpanları yöntemleri incelenmiştir. İndirgenmiş nakit akımına %50, yurt içi ve yurt dışı çarpanları analizlerine %25'er pay vererek ulaşılan halka arz öncesi hedef değer 1.687 milyon TL ve halka arz öncesi sermaye bölünerek bulunan hisse başı hedef değer de 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 iskonto uygulandığında da 9,00 TL'ye gelmektedir. Böylelikle halka arz için fiyat aralığı olarak 8,00-9,00 TL değerlerine ulaşılmaktadır.

#### Ağırlıklandırılmış Hedef Değer Sonucu ve İskonto Oranları

Kervan Gıda Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA	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
<b>Toplam</b>		<b>100%</b>	<b>1.687.420.797</b>
	<b>Pay başına değer</b>		<b>11,25</b>

Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı (TL)	Taban	Tavan
Hedef Piyasa Değeri	1.687.420.797	1.687.420.797
<b>İskonto Oranı</b>	<b>-28,9%</b>	<b>-20,0%</b>
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
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	<b>8,0</b>	<b>9,0</b>

## Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Kervan Gıda'nın fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Kervan Gıda özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Kervan Gıda'nın halka arz fiyatının belirlenmesinde Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının medyanı ve 28 Eylül 2020 kapanış değerleri, 30.06.2020 verileri son 12 ay olarak kullanılmıştır. Kullanılan FD/FAVÖK ve F/K çarpanları piyasada kabul edilmiş ve yaygın olarak kullanılan çarpanlar olmakla birlikte çarpanların medyan değerlerinin kullanılmış olmasını makul bulmaktayız.
- 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 verilmiş olup analizde TUKAS, ULKER, KERVT, KNFRT, PETUN, TATGD ve BANVT şirket çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının medyanının kullanılmış olması ve KENT, AVOD ve FADE'nin yüksek çarpanlara sahip olması nedeniyle çarpanlarının analize dahil edilmemiş olması tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Çarpan analizinde seçilmiş yurt dışı benzer şirket çarpanlarının kullanılmış olması tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- İNA metodunda 6 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş yılların performansı dikkate alınarak 2020-2025 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Projeksiyonda 2020-2025 yılları için ciro büyüme oranları 2020 yılı için %47, 2021 yılı için %42, 2022 yılı için %23, 2023 yılı için %26, 2024 yılı için %17 ve 2025 yılı için %12 olarak öngörülmüştür. 2020 ve 2021 yılları için öngörülen %47'lik ve %42'lik ciro artış beklentilerinin gerekçeleri daha ayrıntılı olarak verilebilirdi.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %50, Çarpan Analizi'nde yurt içi ve yurt dışı benzer şirket çarpanlarının %25'er ağırlık verilerek kullanılmasını makul karşılamaktayız.
- Değerleme sonrası ağırlıklandırılarak hesaplanan 11,25 TL'lik halk arz fiyatına %28,9 ve %20 oranlarında halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 8 – 9 TL halka arz fiyat aralığı tespit edilmiştir.
- Uygulanan %28,9 ve %20'lik iskontonun makul olduğunu, piyasa volatilitesi sebebiyle değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklüklerde olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç olarak Kervan Gıda için belirlenen 8 – 9 TL'lik halka arz fiyat aralığının makul olduğu görüşündeyiz.