

Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Talep Toplama Tarihi	26-27 Kasım 2020
Mevcut Ödenmiş Sermaye	150.000.000 TL
Halka Arz Oranı	26%
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	12.000.000 TL Ortak Satışı + 37.500.000 TL Sermaye Artışı
Satışa Hazır Bekletilen Paylar (Nominal Değer)	6.000.000 TL
Satmama Taahhüdü	1 yıl boyunca bedelli sermaye artırımını yapmama*
Satmama Taahhüdü	Halka arz edilen paylar dışında kalan payların dolaşımdaki payların artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu etmeme
Fiyat	8-9 TL
Halka Arz Büyüklüğü	396.000.000 - 445.500.000 TL

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu, İzahname *Satışa hazır bekletilen paylar hariç

Ortak	ARZ ÖNCESİ		ARZ SONRASI	
	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)
Mitat Başar	13.01	19.510.000	9.61	18.010.000
Mahmut Koçum	12.50	18.750.000	9.20	17.250.000
Aydın Çelik	12.50	18.750.000	9.20	17.250.000
Suat Erdem	12.50	18.750.000	9.20	17.250.000
Mehmet Şükrü Başar	11.75	17.620.000	8.60	16.120.000
Fikret Başar	11.75	17.620.000	8.60	16.120.000
Burhan Başar	11.75	17.620.000	8.60	16.120.000
Fahrettin Çezik	11.75	17.620.000	8.60	16.120.000
Nurcan İlbahar	1.25	1.880.000	1.00	1.880.000
Necla Delal	1.25	1.880.000	1.00	1.880.000
Halka Açık	-	-	26.40	49.500.000
TOPLAM	100.00	150.000.000	100.00	187.500.000

Kaynak: Oyak Yatırım

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.

Sermaye artırımını ve ortak satışı yoluyla halka arz edilen B grubu payların nominal değeri 49.500.000 TL olup, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine oranı %26,4'tür. 49.500.000 TL'lik halka arzın 37.500.000 TL'si sermaye artışı yolu ile 12.500.000 TL'si ise ortak satışı yolu ile yapılacaktır.

Ek satış kapsamında ortak satışı yoluyla halka arz edilecek payların nominal değeri 6.000.000 TL olup, ek pay satışı öncesi halka arz edilen paylara oranı %12,1, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine oranı %3,2 olmaktadır. Ek pay satışında ortak satışı yoluyla halka arz edilecek azami 6.000.000 TL nominal değerli paylar A grubu pay olup, satıştan önce B grubu paya dönüştürülecektir.

Ek satışın tamamının gerçekleşmesi hâlinde halka arz edilecek B grubu payların nominal değeri toplam 55.500.000 TL, halka arz sonrası çıkarılmış sermayeye oranı %29,6 olmaktadır.

Şirket kayıtlı sermaye sistemini tercih etmiş olup, halka arz sonucu sermaye artırımını ile oluşturulan paylardan satılmayan paylar yönetim kurulu tarafından iptal edileceğinden, böyle bir durumun gerçekleşmesi halinde çıkarılmış sermaye tutarı ve oranı değişebilecektir. Nihai tutar ve oran yönetim kurulu kararı ile belirlenecek olup, SPK'nın onayını müteakip tescil ve ilan edilecektir. (Kaynak: İzahname)

Şirket Hakkında Özet Bilgi:

1994 yılında Kervan Gıda Sanayi Ve Ticaret Limited Şirketi olarak kurulan Şirket, ticari faaliyetlerine sakız üretimi ile başlamıştır. Şirket'in kuruluş ana sözleşmesinde Kervan Gıda Sanayi Ve Ticaret Limited Şirketi olan unvanı Türk Ticaret Kanunu'nun 152'nci maddesi uyarınca nev'i değiştirilmesi yoluyla Kervan Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiştir. İlgili değişiklik 16 Nisan 2007 tarihinde tescil edilmiş olup, 20 Nisan 2007 tarihli 6792 sayılı Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan edilmiştir.

Şirket, şu anki faaliyetinin en önemli kısmını oluşturan Jelly üretimine 1999 yılında İstanbul Beylikdüzü'ndeki 40.000 m2 kapalı alanı olan fabrikasında Bebeto markası altında başlamıştır. Jellyden sonra en önemli ikinci mal grubu olan Licorice üretimi ise 2005 yılında yapılan üretim hattı yatırımı ile başlamıştır. Birer hat ile başlayan Jelly ve Licorice üretimleri 2020 yılının ilk yarısında şirket cirosunun yaklaşık %70,7'sini oluşturmaktadır. 2020 yılının ilk yarısında Şirket'in konsolide cirosu 2019 yılının aynı dönemine göre %40,8 artarak 469,1 milyon TL'ye yükselmiştir.

Şirket, 1999-2020 yılları arasındaki 21 yıllık süreçte Jelly ve Licorice hatlarını 4 katına çıkaracak önemli yatırımlar yapmıştır. İstanbul'a ek olarak, Akhisar Organize Sanayi Bölgesinde Akaş Şekerleme firmasını alarak ikinci fabrikasını edinmiştir. Halen Jelly ve Licorice üretimi için beşinci hat yatırımları devam etmekte olup sırasıyla 2020 yılının Aralık ve Kasım aylarında faal olmaları beklenmektedir.

Şirket, 2008-2011 yılları arasında dünya pazarında kalitesi ile öne çıkmak için BRC, IFS ve AIB gibi kalite belgelerini almıştır. Ayrıca Türk Standartları Enstitüsü'nün 30 Ocak 2012 tarih ve 008002-HG01/02 sayılı "Helal Uygunluk Belgesi" ile şeker ve şekerleme mamulleri ürün grubunda helal üretici sıfatını kazanmıştır.

2016 yılında oyuncaklı ürün ve draje çikolata üretimi konusunda uzmanlaşmış olan İstanbul'da kain Uçantay Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. satın alınmış ve ürün yelpazesi genişlemiştir. 2019 yılında Uçantay Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. Akhisar Organize Sanayi Bölgesi'ndeki yeni üretim tesisine taşınmış ve faaliyetlerine orada devam etmektedir.

30 Haziran 2020 itibarıyla Şirket Akhisar ve İstanbul'da bulunan toplam üç üretim tesisinde, 70.000 m2 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.

Şirketin merkez adresi Yakuplu Mah. Beysan Sanayi Sitesi Fuar Cad. No:9/1, 34524, Beylikdüzü, İstanbul'dur. (Kaynak: İzahname)

Şirketin Temel İş Kolları:

1994 yılında kurulan ve akabinde sektöre sakız üretimiyle giren Şirket, 1999'da Bebeto 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 ile 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. 2020 yılının ilk

yarısında Şirket cirosunun ürün bazlı kırılımına göre Jelly %56 payıyla birinci, Licorice %14,7'yle ikinci, draje çikolata ise %8,5'le üçüncü sıradadır.

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.

Şirket, şekerleme sektöründeki yirmi yıldan fazla tecrübesiyle Türkiye'nin yüksek üretim kapasitelerinden birine sahip olan şekerleme üreticisidir. 85 ülkeye ihracat yapan Şirket'in yurt dışında Amerika, İngiltere, Almanya ve Rusya'da ofisleri mevcuttur. Şirket ihracat, organize ticaret ve geleneksel kanal olmak üzere ana hatlarıyla üç farklı kanal aracılığıyla satışlarını gerçekleştirmektedir. Organize ticaret ülke geneline dağılmış perakende zincirlerine yapılan satışların yönetildiği kanaldır. Geleneksel kanal ise toptan ve sıcak satışın yapıldığı kanaldır. 2020 yılının ilk yarısında Şirket cirosunun yukarıda bahsedilen satış kanalları bazında dağılımı sırasıyla ihracat, organize ticaret ve geleneksel kanal için %57,1, %28,6 ve %14,3 olarak gerçekleşmiştir.

Hedef kitlesi 6-9 yaş grubu olan Şirket, bunu 9-12 yaş bandına çekmeyi amaçlamaktadır. Hızlı tüketim ürünleri ve perakende sektöründe özel bir bilgi, veri ve pazarlama ölçümlene firması olarak 100'den fazla ülkede faaliyet göstermekte olan Nielsen Holdings Plc'nin 2020 yılının ilk yarısında yayımlanmış olduğu rapora göre Şirket'in "Bebeto" 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 (Bebeto, Rakip 1, Rakip 2, Rakip 3 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'in satışlarına en önemli katkı sağlayan ürünler yukarıdaki tabloda özetlenmiştir. 2020 yılının ilk yarısında Şirket cirosundaki %56'lık payıyla Jelly, %14,7'lik payıyla Licorice ve %8,5'lik payıyla draje çikolata en önemli katkıyı sağlayan ürünlerdir. Bu üç ürünün 2020 Haziran sonu itibarıyla toplam net satışlardaki payı %79,1'dir.

En önemli satış kanalı 2019'daki %57,8'lik payıyla ihracattır. Buna katkı sağlayan en önemli üç ürün Jelly, Licorice ve Marshmallow'dur. %25,7'lik payı olan organize ticaret cirosuna katkı sağlayan ana ürünler Jelly, draje çikolata ve oyuncaklı ürünlerdir. %16,5'lik paya sahip geleneksel kanalda ise ana ürünler Jelly, sakız ve Licoricedir. 2020 yılının ilk altı ayında ise durum %57,1 ihracat, %28,6 organize ticaret ve %14,3 geleneksel kanal şeklindedir.

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. 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, kısa süre önce ŞOK marketlere ürün listelemiştir. File marketler ile de planları mevcuttur. Global pazarlarda ise halihazırda 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.

Gerek yurt içi gerekse yurt dışına yönelik özel markalı ürün üretimi olan Şirket'in 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. (Kaynak: İzahname)

İşletmenin Faaliyet Gösterdiği Sektör Hakkında Bilgi

Türkiye şekerleme sektörü, Euromonitor'ün 2019 verilerine göre 86.700 tonluk büyüklüğüyle yıllık bazda %1,5 büyüme kaydetmiştir. 2018'deki hacim büyümesi ise %0,9 olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda da görülebileceği üzere, 2019 kişi başı tüketim verilerine göre Türkiye 1 kg ile global sıralamada oldukça geridedir. Global kişi başı şekerleme tüketimi sıralamasında ilk üçte Danimarka (6,1 kg), Finlandiya (5,7 kg) ve İsveç (5,3 kg) bulunmaktadır. Tabloda Dünya Bankası'nın 2019 kişi başı ABD Doları bazlı GSYİH verilerine de yer verilmiştir. Ülke bazlı alışkanlık farklarının da muhtemel etkisiyle, kişi başı gelir ile kişi başı şekerleme tüketimi arasında net bir ilişkiden bahsetmek zordur. Örneğin, gelir seviyesine göre İsviçre, Fransa, İtalya, Çek Cumhuriyeti gibi ülkelerde kişi başı tüketim göreceli olarak düşükken Kazakistan, Gürcistan ve Tunus'ta yüksektir.

Dünya çapında ilk beş Jelly üreticisi Haribo, Katjes, Mederer, Fini ve Jelly Belly'dir. Kendine has yapısı olsa da segmentler açısından Türk yumuşak şekerleme sektörü 2019 kişi başı toplam şekerleme tüketim verileri baz alındığında Suudi Arabistan (0,95 kg), Ukrayna (1,7 kg), BAE (0,5 kg) ve Polonya (1,2 kg) pazarlarına benzerlik göstermektedir.

30 Haziran 2020 itibarıyla ihracat payı %57,1 olan Şirket'in genelde tüm ülkelerdeki rakibi Haribo'dur. Büyük markaların özel markalı ürünleriyle de rekabet halinde olan Şirket'in Amerika'daki rakipleri Haribo, Welchs ve Trolli, İngiltere'deki rakipleri Haribo, Swizzels, Mynards ve Fini'dir. Almanya'da daha çok etnik marketlerdeki varlıkları sebebiyle Haribo, Yupo ve Saadet ile rekabet halindedir. Almanya'da modern kanalda ise Haribo, Katjes ve Trolli'yle rakiptir. Irak pazarında Haribo ve Türkiye'den gelen nispeten küçük çaplı markalar mevcutken, Suudi Arabistan'da yerel bir marka olan Borgat sonrasında ise Trolli ve Haribo ile rekabet halindedir. Türk pazarında ithal marka yoktur ve Türkiye'deki diğer rakipler de üretimlerini burada yapmaktadır.

Nielsen verilerine göre 2019 Türkiye yumuşak şeker sektörü tonajı yıllık bazda %6,6'lık artışla 15.348 ton olarak gerçekleşmiştir. Sektörün 2020'nin ilk yarısındaki büyümesi 2019 yılının aynı dönemine göre %3,2'dir. Sektörün 2019 değer bazlı büyüklüğü %36,3 artışla 375 milyon TL'dir. Sektörün 2020'nin ilk yarısındaki değer bazlı büyümesi 2019 yılının aynı dönemine nazaran %23'tür. Yumuşak şeker sektöründe hammadde maliyetlerinin önemli bir kısmının dövizle endeksli olması sebebiyle son yıllarda yaşanan kur artışları maliyetleri artırmıştır. Maliyetlerdeki artış tüketiciye fiyat artışlarıyla yansıtılmıştır. 2017 yılında 17,89 TL olan ortalama kilogram satış fiyatı, 2020 yılı Haziran ayı itibarıyla 27,71 TL'ye yükselmiştir.

Şirketin faaliyetleri ve içinde bulunduğu sektöre ilişkin riskler

- Şirket'in uluslararası alanda büyüme planı başarılı olmayabilir; 85 ülkeye ihracat yapan Şirket'in operasyonları kendi kontrolünde olmayan faktörlerden etkilenebilir.
- Şirket'in farklı para birimlerinden elde edilen gelirleri, işletme masrafları, varlıkları ve yükümlülükleri bakımından döviz riski bulunmaktadır.
- Şirket'in faaliyetleri, hammadde fiyatları ve hammaddelerin temin edilebilirlik durumundaki dalgalanmalara tabidir.
- Ülkelerin korumacı ticaret politikalarını sertleştirmeleri ve/veya ek gümrük vergisi benzeri olası uygulamaları Şirket'in ihracat hasılatını olumsuz yönde etkileyebilir.
- Şirket'in vadeli satışları nedeniyle ticari alacaklarında tahsilat riski bulunmaktadır.
- Şirket'in faaliyetleri, müşterileriyle ilişkilerine, itibarının korunmasına ve marka imajının geliştirilmesine bağlıdır.
- Tedarik, lojistik ve satış alanlarındaki problemler Şirket'in operasyonlarını olumsuz etkileyebilir.
- Üst düzey pozisyonlarda bulunan çalışanların Şirket ile çalışmasını sağlayamamak ya da Şirket ile olan iş ilişkilerini muhafaza edememek ya da bunların yerine yeni çalışan alımı ve geçiş sürecini etkili bir şekilde yönetememek, faaliyetler üzerinde olumsuz etki yaratabilir.
- Şirket'in sahip olduğu sigorta, sigortanın sağladığı korumanın yetersiz kalması veya sigorta şirketlerinin yükümlülüklerini yerine getirmemesi halinde Şirket'in karşılaştığı riskler azalmayabilir.
- Küresel ekonomik koşullar ve bunların tüketici harcama alışkanlıkları üzerindeki etkileri Şirket'in faaliyetlerini olumsuz yönde etkileyebilir.
- Şirket oldukça rekabetçi bir alanda faaliyet göstermektedir.
- Değişen tüketici tercihleri, günden güne artan toplum bilinçlenmesi ile şekerli ürünlerin beslenmede azaltılması, Sağlık Bakanlığı'nın çocukların beslenmesine ilişkin alabileceği tedbirler Şirket için zamanlı öngörü ve tepki vermeyi zorlaştırabilir.
- Marketlerde özel markalı (Private Label) ürünlere getirilebilecek kısıtlamalar Şirket'in cirosunu olumsuz yönde etkileyebilir.
- Şirket'in ürünleri, satıldığı ülkelerin gıda standartlarına ve kodlarına uyum göstermelidir.

- Şirket; çevre hukuku, mesleki düzenlemeler, iş sağlığı ve güvenliği ve tüketicinin korunması hususları kapsamındaki kanuni ve diğer düzenleme hükümlerine uymakla yükümlüdür. Söz konusu kanun ve düzenlemelerde veya bunların yorumlanmasında meydana gelebilecek değişiklikler ya da söz konusu kanuni ve diğer düzenlemelerin ihlal edilmesi, Şirket'in faaliyetleri, mali durumu ve faaliyet sonuçları üzerinde olumsuz etkiye neden olabilir. (Kaynak: İzahname)

İhraç edilecek paylara ilişkin riskler

- Halka arz edilen paylar fiyat ve işlem hacmindeki dalgalanmalara maruz kalabilir.
- Halka arz edilen paylar dışında sermayeyi temsil eden diğer Şirket paylarının gelecekte büyük miktarlarda satılması veya bu tür satışların gerçekleşebilme olasılığı, halka arz edilen payların piyasa fiyatı üzerinde olumsuz etkiye neden olabilir.
- Şirket pay sahiplerine kar payı ödememeye karar verebilir ya da gelecekte kar payı dağıtamayabilir. (Kaynak: İzahname)

Halka arz gerekçeleri

- Şirketin değerinin ortaya çıkması
- Şirketin sürdürülebilir büyümesine katkı sağlanması
- Tanınırlık ve bilinirliğin pekiştirilmesi
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması
- Kurumsal kimliğin güçlendirilmesi (Kaynak: İzahname)

Halka arzdan gelecek kaynakların kullanımı

1. **Halka arz gelirlerinin %55'i ile**, Avrupa'da şirket satın alınmasının karşılanması,
2. **Halka arz gelirlerinin %25'i ile**, yapılmakta olan yatırımların fonlanması ve fabrika binası satın alınması,
3. **Halka arz gelirlerinin %20'si ile**, şirket'in kısa vadeli kredilerinin kapatılması hedeflenmektedir. (Kaynak: İzahname)

Finansal Tablolar

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço

(mn TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar	197.791	301.027	388.120	480.141
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.879	4.692	6.677	52.027
Ticari Alacaklar	105.231	163.001	187.330	245.066
Diğer Alacaklar	1.945	6.434	9.057	4.683
Stoklar	66.647	86.807	143.735	142.316
Peşin Ödenmiş Giderler	8.042	20.555	16.332	14.831
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0.000	0.225	0.000	0.000
Diğer Dönen Varlıklar	13.047	19.313	24.989	21.218
Duran Varlıklar	148.315	174.786	309.612	465.692
Ticari Alacaklar	0.000	0.061	0.038	0.000
Diğer Alacaklar	0.107	0.108	0.762	0.949
Kullanım Hakkı Varlıkları	0.000	0.000	1.265	1.693
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0.000	0.240	8.918	10.488
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	3.114	3.043	3.041	5.269
Maddi Duran Varlıklar	132.447	150.399	276.256	412.876
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8.331	11.256	10.916	20.715
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	4.316	9.679	8.416	13.702
TOPLAM VARLIKLAR	346.106	475.813	697.732	945.833
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	187.100	252.485	318.944	350.493
Kısa Vadeli Borçlanmalar	81.575	85.081	112.295	90.133
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	21.384	50.967	78.736	127.023
Uzun Vadeli Kiralama Borçlarının Kısa Vadeli Kısımları	0.000	0.000	0.884	1.395
Ticari Borçlar	74.690	98.781	108.697	101.148
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	3.517	4.372	6.591	8.139
Diğer Borçlar	0.109	0.426	0.318	6.493
Ertelenmiş Gelirler	3.762	5.619	5.057	6.510
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0.633	5.423	4.338	6.138
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.220	1.614	1.838	2.670
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	0.210	0.202	0.190	0.844
Uzun Vadeli Yükümlülükler	57.905	86.636	95.218	162.476
Uzun Vadeli Borçlanmalar	52.445	81.682	80.196	120.513
Uzun Vadeli Kiralama Borçları	0.000	0.000	0.478	0.369
Ticari Borçlar	0.302	0.000	0.475	0.000
Diğer Borçlar	0.030	0.000	0.000	0.285
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.079	2.852	3.886	5.704
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3.049	2.102	10.183	35.605
Özkaynaklar	98.543	132.800	278.351	424.697
Ödenmiş Sermaye	40.000	40.000	80.000	150.000
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etk	2.013	2.013	2.012	2.012
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı	69.179	69.342	145.632	240.112
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamları C	-1.325	1.833	2.214	4.619
Diğer Yedekler	3.715	8.607	2.500	2.500
Kardan Kısıtlanmış Yedekler	0.689	0.772	0.943	1.409
Geçmiş Yıllar Karı / Zararı	-26.254	-17.771	-29.989	-25.417
Net Dönem Karı / Zararı	10.526	28.004	75.039	49.462
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	2.562	3.894	5.218	8.166
TOPLAM KAYNAKLAR	346.110	475.815	697.731	945.832

Kaynak: Oyak Yatırım

Finansal Tablolar

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu

(mn TL)	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	6M19	6M20
Hasılat	355.238	534.217	687.362	333.221	469.107
Satışların Maliyeti	-271.085	-380.841	-477.049	-238.780	-318.529
Brüt Kar	84.153	153.376	210.313	94.441	150.578
Genel Yönetim Giderleri	-15.080	-19.324	-25.417	-12.118	-18.428
Pazarlama Giderleri	-33.265	-51.402	-71.748	-35.111	-45.035
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-0.546	-1.158	-2.026	-0.954	-1.575
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	35.491	62.600	52.287	32.481	44.840
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-36.674	-46.455	-43.915	-26.895	-21.408
Faaliyet Karı Zararı	34.079	97.637	119.494	51.844	108.972
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0.406	0.831	0.809	0.163	3.731
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-0.297	-0.014	-0.407	-0.384	-0.645
Özkaynak Yön. Değ. Yat. Kar/Zarar Paylar	-0.142	-1.360	5.179	3.527	0.176
Finanman Gideri Öncesi Faaliyet Karı / Zararı	34.046	97.094	125.075	55.150	112.234
Finanman Giderleri	-22.867	-62.721	-38.229	-24.922	-52.986
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı Zararı	11.179	34.373	86.846	30.228	59.248
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir Gideri	-0.121	-6.550	-10.887	-4.078	-8.384
Dönem Vergi Gelir / Gideri	-0.121	-6.550	-10.887	-4.078	-8.384
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı / Zararı	11.058	27.823	75.959	26.150	50.864
Azınlık Payları	0.532	-0.181	0.920	-0.280	1.402
Ana Ortaklık Payları	10.526	28.004	75.039	26.430	49.462

Kaynak: Oyak Yatırım

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin sermaye arttırımı ve ortak satışı yolu ile halka arzı için, Oyak Yatırım tarafından hazırlanan 20 Kasım 2020 tarihli fiyat tespit raporunda birim fiyat tespitinde iki temel yöntem kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır.

- 1) Pazar Yaklaşımı Yöntemi ("Çarpan Analizi")
- 2) Gelir Yaklaşımı Yöntemi ("İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi")

1) Pazar Yaklaşımı Yöntemi ("Çarpan Analizi")

"Pazar Yaklaşımı" yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında,

- 1) "Fiyat / Kazanç" (F/K)
- 2) "Firma Değeri / FAVÖK" (FD / FAVÖK)

oranlarına yer verilmiştir.

Değerleme çalışmasında çarpanların ortalamasında medyan kullanılmıştır.

Şirketin 2019 yılı verileri ile 2020 ilk yarı ve 2019 ikinci yarı verilerinin toplamıyla hesaplanan 1Y20 yıllıklandırılmış tutarları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Hesaplanan FAVÖK tutarı esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler hesaplarını içermemektedir.

Kervan Gıda Konsolide Finansal Veriler

TL	2019	1Y20 Yıllıklandırılmış
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: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu, İzahname

- Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Şirket için yapılan yurt içi çarpan analizinde Şirketin ana faaliyet alanı yumuşak şeker sektöründe birebir karşılaştırılabilir şirket olmaması sebebiyle BIST'de işlem gören gıda şirketlerine yer verilmiştir. Şirketlerin son piyasa değerleri ve 1Y20 yıllıklandırılmış tutarlarla yapılan analizde FAVÖK marjı %5-25 aralığında olan şirketler medyan hesabına katılmıştır. KENT, AVOD ve FADE gibi yüksek çarpanlı şirketler tabloda yer alsa da medyan hesabına alınmamıştır. Çarpan analizinde FD/FAVÖK ve F/K kullanılmıştır.

Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları

TL	Piyasa Değeri	Yıllık. FAVÖK 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
KERVT	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
	Medyan	13.9%	18.8	11.0

Yıllık. FAVÖK	165.844.819
Yıllık. Net Kar	98.070.533
30.06.2020 Net Borç	287.405.932

F/K çarpanı ile hedef piyasa değeri	1.847.421.987
FD/FAVÖK çarpanı ile hedef piyasa değeri	1.539.222.536

% 50-50 ağırlıklı hedef piyasa değeri	1.693.322.262
Pay başına değer	11.29

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu, İzahname

F/K ve FD/FAVÖK çarpanları ile ulaşılan piyasa değerinin aritmetik ortalaması olarak 1.693 milyon TL'lik değere ulaşılmıştır.

• Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Bloomberg verilerine göre hazırlanan karşılaştırılabilir şirketler kümesinde çoğu şirket için tahmin eksikliğı olması sebebi ile yıllıklandırılmış çarpanlar medyanına yer verilmiştir ve hedef değere şirketin yıllıklandırılmış verileri üzerinden ulaşılmıştır. Değerlemede 20.12.2019 tarihi itibari ile BIST Bilişim sektörü ortalama rasyoları kullanılmıştır. F/K ve FD/FAVÖK çarpanları ile ulaşılan piyasa değerinin aritmetik ortalaması olarak 1.617 milyon TL'lik değere ulaşılmıştır

Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları

TL	Menşei	Piyasa Değeri (mnABD\$)	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
Morinago&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

Yıllık FAVÖK	165.844.819
Yıllık Net Kar	98.070.533
30.06.2020 Net Borç	287.405.932

F/K çarpanı ile hedef piyasa değeri	1.844.679.715
FD/FAVÖK çarpanı ile hedef piyasa değeri	1.388.818.622

% 50-50 ağırlıklı hedef piyasa değeri	1.616.749.168
Pay başına değer	10.78

Kaynak: Oyak Yatırım Fiyat Tespit Raporu, İzahname

2) Gelir Yaklaşımı Yöntemi (“İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi”)

İNA metodunda kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir;

- Projeksiyon süresi 6 yıl olup, 2020-2025 yılları için projekte edilmiştir.
- Şirketin gelecek projeksiyonları göz önüne alınarak, Şirket için 2020 yılında %47, 2020 ve 2021 yılında %42, 2022 yılında %23, 2023 yılında %26, 2024 yılında %17 ve 2025 yılında %12 oranında yıllık ciro artışı gerçekleştirileceği tahmin edilmektedir.
- Sermaye maliyeti hesabında, risksiz faiz oranı %14, hisse senedi pazarı risk primi %5 ve beta 1 kabul edilmiştir. Şirketin 30 Haziran 2020 tarihli bağımsız denetim raporundaki tutarlara göre finansal borçların, finansal borçlar ve özkaynak toplamına oranı %44 olması ile bu oran uzun vadeli olarak %40 tahmin edilmiştir. Böylece, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (“AOSM”) %16.7 olarak hesaplanmıştır.
- Terminal büyüme oranı %5 olarak kabul edilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları (mnTL)	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	1011.3	1433.0	1756.3	2221.3	2592.1	2913.0
Satışlardaki Büyüme	47%	42%	23%	26%	17%	12%
Brüt Kar	323.9	458.8	562.7	717.2	840.8	947.3
Brüt Kar Marjı	32.0%	32.0%	32.0%	32.3%	32.4%	32.5%
Faaliyet Giderleri	-145.1	-202.7	-250.5	-314.1	-364.7	-410.3
Faaliyet Giderlerinin Satışlara Oranı	-14.35%	-14.14%	-14.26%	-14.14%	-14.07%	-14.09%
Esas Faaliyet Karı	178.7	256.1	312.2	403.0	476.2	537.0
Vergi	-19.7	-30.7	-37.5	-48.4	-57.1	-64.4
Yatırım Harcamaları	-90.3	-37.3	-119.9	-60.8	-139.8	-76.7
Δ İşletme Sermayesi	-73.5	-90.4	-87.2	-125.3	-99.9	-86.5
Amortisman	15.0	21.0	23.0	31.0	33.0	36.0
Serbert Nakit Akışı (SNA)	10.2	118.7	90.7	199.6	212.4	345.4

Terminal Büyüme	5%
SNA bugünkü değer	573
İndirgenmiş Devam Eden Şirket Değeri	1,434
Firma Değeri	2,007
Net Borç*	287
Tahmini Gerçeğe Uygun Değer	1,720
Tahmini Birim Pay	11.47

Kaynak: Oyak Yatırım, *30.06.2020 itibari ile

İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemine göre hesaplanan piyasa değeri 1.719.805.879 TL olup, 1 adet payın değeri ise 11.47 TL olarak hesaplanmıştır.

Sonuç

Oyak Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında yurt içi ve yurt dışı piyasa çarpanı yönteminin ikisine de sırasıyla %25, İNA yöntemine ise %50 ağırlık verilmiş olup, bu analizler sonucunda 1,687 milyon TL şirket değerine ulaşılmış olup, halka arz öncesi sermayeye bölünerek bulunan hisse başı hedef değeri de 11.25 TL olmuştur. **Bulunan hisse başına hedef piyasa değerine %28.9 iskonto uygulandığında hisse başına piyasa değeri 8 TL, %20 iskonto uygulandığında da 9 TL olarak bulunmuştur. Bu piyasa değerleri doğrultusunda birim hisse fiyatı aralığı 8-9 TL olarak hesaplanmıştır.**

Kervan Gıda Değerleme Sonucu (TL)

mnTL	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA	1,720	50%	860
Yurt içi Çarpanlar Analizi	1,693	25%	423
Yurt dışı Çarpanlar Analizi	1,617	25%	404
Toplam	100%	1,687	
Pay Başına Değer			11.25

Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı (TL)	Taban	Tavan
Hedef Piyasa Değeri	1,687	1,687
İskonto Oranı	-28.9%	-20.0%
	1,200	1,350
Nominal Sermaye	150	150
Halka Arz Fiyatı	8.00	9.00

Kaynak: OYAK Yatırım

Görüş

- Fiyat tespit raporunda Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. hakkında detaylı bir şekilde bilgilendirilme yapılmıştır.
- Piyasa çarpanları yönteminde hesaplan çarpan için medyan ortalamasının kullanılmasının makul olduğu görüşünderiz.
- İndirgenmiş nakit akımları analizinin şirketin varsayımlarına göre genel olarak makul olduğu görüşünderiz.
- Oyak Yatırım'ın şirkete ilişkin ileriye dönük, büyüme ve marj öngörülerini, geçmiş yıllardaki performansına göre oldukça makul görünmektedir. Oyak Yatırım tarafından paylaşılan fiyat tespit raporundaki varsayımlar üzerinden bakıldığında, halka arz iskontosunu sonucunda ulaşılan 8-9 TL hisse başı fiyatı makul bulmaktayız. Değerlemede kullanılan varsayımlarda oluşabilecek sapmaları, şirketin değerlemesi açısından önemli bir risk olarak sayabiliriz.

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden ATA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("ATA Yatırım") tarafından Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Oyak Yatırım") lider aracı kurum olduğu Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("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 arzla ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı ATA Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.