

**KERVAN GIDA
SANAYİ VE TİCARET
ANONİM ŞİRKETİ**

OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Ayazağa Mahallesi Kemerburgaz Caddesi
Vadi İstanbul Park 7B Blok No:7C Kat:18 Sarıyer İSTANBUL
Tel: 0212 319 12 10
08/10/2020

KISALTMALAR

AIB	Amerikan Pişirme Enstitüsü (American Institute of Baking)
AOSM	Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti
Avro	Avrupa Ekonomik topluluğu ortak para birimi
BRC	İngiliz Perakendeciler Birliği (British Retail Consortium)
Cosby fun	Sürpriz yumurta ürünü
Euromonitor	Euromonitor International Ltd
FAVÖK	Esas faaliyetlerden net gelirleri içermeyen faiz, amortisman, vergi öncesi kar
FD	Firma değeri
GSYİH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
IFS	Uluslararası Gıda Standardı (International Featured Standards)
İNA	İndirgenmiş nakit akım analizi
Jelly	Yumuşak şekerleme
KKO	Kapasite kullanım oranı
Licorice	Ekstrüde yumuşak şeker
Marshmallow	Havalı yumuşak şeker
Nielsen	Nielsen Holdings Plc
OTC	Eczanelerde reçetesiz satılabilen ürünler
Private label	Ağırlıklı olarak indirimli perakendecilerde satılan özel markalı ürün
TL	Türk Lirası
Turquality	Türk malı imajı oluşturulması ve markalaşmanın sağlanmasını amaçlayan program
USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
YBBO	Yıllık Birleşik Büyüme Oranı
Yıllıklandırılmış 1Y2020	İkinci yarı 2019 ve ilk yarı 2020 finansalları toplamı

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Ayazaga Mh. Karşıyaka Bulvarı, Kat: 18, Sarıyer-İST. Tel: 0212 351 00 00
 Blok: 18 Kat: 18 Sarıyer-İST. Tel: 0212 351 00 00
 Faks: 0212 351 05 99 Mersis No: 0649 0001 0000 0003 4
 Büyük Mükellefler V.D. 649 0001 0000 0003 4

İÇİNDEKİLER

1. Şirket Hakkında Özet Bilgi ve Değerleme Çalışması Sonucu.....	4
2. Değerleme Çalışmasında Uygulanan Esaslar	6
A. Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Meslek Kuralları ve Etik İlkeler	6
B. Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar:.....	6
C. Yetkinlik Beyanı	7
D. Sorumluluk Beyanı	8
3. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler	8
A. Şirket'in Genel Bilgileri.....	8
B. Sermaye ve Ortaklık Yapısı	10
C. Şirket'in Faaliyetlerinin Gelişiminde Önemli Olaylar.....	10
D. Şirket Faaliyetleri.....	11
D.1. Üretim Kapasitesi.....	11
D.2. Satışlar.....	13
D.2.1. Satışların Ürün Kategorisi Bazında Kırılımı:.....	13
D.2.2. Satış ve Dağıtım Kanalları:	13
D.2.3. Yenilikçi Ürünler ve AR-GE Çalışmaları:	17
D.3. Hammadde Tedariği.....	18
D.4. Kovid-19 Etkisi	18
4. Sektör Hakkında Bilgi.....	19
A. Global Sektör Görünümü	19
B. Yurt İçi Pazar Görünümü	20
5. Finansallar Hakkında Bilgiler	23
A. Gelir Tablosu.....	23
B. Bilanço	31
C. Nakit Akım Tablosuna İlişkin Değerlendirmeler	35
6. Kullanılan Değerleme Yöntemleri	36
7. Değerleme	37
A. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi	37
7.A.1. Gelir Tablosu Projeksiyonları:	37
7.A.2. Yatırım Harcamaları:	41
7.A.3. İşletme Sermayesi İhtiyacı Projeksiyonu:.....	41
7.A.4. Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesabı:.....	42
7.A.5. İNA ve Tahminler:	43
B. Piyasa Çarpanları Yöntemi	44
7.B.1. Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları:.....	44
7.B.2. Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları:.....	45
8. Sonuç.....	47

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Akazağa Mh. Kemerburgaz Cd. Vadistent 1 Blok Kat: 7B
 Blok Apt. No: 70 Kat: 18 Sarıyer-İST. Teli: 0212 351 85 99
 Fax: 0212 351 85 99 Mersis No: 0649 000 000 00034
 Büyük Mükellefler V.D. 649 000 000 00034

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. Halka arz gelirinin kullanımı ile ilgili daha detaylı bilgiye Şirket İzahname'sinin 28.2. nolu bölümünde yer verilmiştir.

Raporun sonunda belirtildiği üzere %50 indirgenmiş nakit akış, %25 yurt içi benzer şirket çarpanları, %25 yurt dışı benzer şirket çarpanları ağırlıklarıyla, Şirket için ulaştığımız hedef değer 1.688 milyon TL ve hisse başına 11,25 TL'dir. Bulunan hisse başına hedef piyasa değerine %28,9 halka arz iskontosu uyguladığımızda hisse başına piyasa değerimiz 8,00 TL'ye, %20,0 iskonto uyguladığımızda da 9,00 TL'ye gelmektedir. Böylelikle halka arz için fiyat aralığı olarak 8,00 – 9,00 TL değerlerine ulaşıyoruz.

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
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

Değerleme Çalışmasını Yapan Değerleme Uzmanına İlişkin Bilgiler

E. Alper Çelik – Kurumsal Finansman / Müdür Yardımcısı

E. Alper Çelik, çeşitli yatırım kuruluşlarında araştırma ve kurumsal finansman bölümlerinde 15 senelik tecrübeye sahiptir. İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Mühendisliği lisans ve Boğaziçi Üniversitesi Ekonomi-Finans yüksek lisans mezunudur. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge no: 203052), Türev Araçlar Lisansına (Belge no 307348) sahiptir.

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Ayazaga Mah. Karşıburgaz Cad. Vadisönku Pk. 5/11
 Blok: Apt. No: 7/C Kat: 12 Sarıyer-İST. Tic. Sic. No: 212300
 Fax: 212 351 05 95 Mersis No: 0649000000000000034
 Büyük Mükellefler V.D. 649 00 9604

2. Değerleme Çalışmasında Uygulanan Esaslar

A. Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Meslek Kuralları ve Etik İlkeler

- Değerleme hizmeti, ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisansa sahip değerlendirme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları çerçevesinde yerine getirilmiştir.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren veya makul bir süre içerisinde gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen görevler kabul edilmemiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve hakim ortaklarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işi bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Hukuka uygun davranılmış ve konuyla ilgili yasal mevzuata riayet edilmiştir.
- Değerleme hizmeti, haksız rekabete yol açmayacak şekilde mesleki sorumluluk bilinci ve mesleki kurallar çerçevesinde yerine getirilmiştir.

B. Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar:

- Rapororda kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır. Rapor içerisinde yer alan finansal bilgiler, halka açılma için özel amaçlı olarak bağımsız denetimden geçen finansal tabloları ve bilgileri içermektedir.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerleme çalışmaları genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemiştir.
- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere OYAK Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilir ve doğruluğu denetlenmemiştir.

- 7

D.2. Satışlar

D.2.1. Satışların Ürün Kategorisi Bazında Kırılımı:

2019 cirosuna %50'lik payıyla jelly, %17'lik payıyla licorice ve %9'luk payıyla draje çikolata en önemli katkırı 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.

Tablo 4: Net Satışların Ürün Bazlı Kırılımı

Net satışlar milyon TL	2017	Payı %	2018	Payı %	2019	Payı %	1Y2019	Payı %	1Y2020	Payı %
Jelly	177	49,8	264	49,5	342	49,8	165	49,4	263	56,0
Licorice	53	14,8	90	16,8	115	16,7	53	16	69	14,7
Draje Çikolata	16	4,5	32	6	59	8,5	33	9,9	40	8,5
Oyuncaklı Ürün	41	11,6	56	10,4	54	7,9	24	7,3	28	6
Sakız	34	9,5	42	7,8	48	7	24	7,2	25	5,4
Marshmallow	25	7,1	32	5,9	31	4,5	17	5	17	3,6
Sert Şeker	7	1,9	13	2,5	23	3,4	10	2,9	11	2,4
Sürpriz Yumurta	0	0	0	0	0	0	0	0	8	1,7
Diğer	3	0,8	6	1	15	2,1	8	2,3	8	1,8
Toplam	355	100	534	100	687	100	333	100	469	100

Kaynak: Şirket

D.2.2. 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.

- 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.
- 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

MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Ayazlar Mah. Kemirburgaz Cd. Yıldırım Akbulut Bld. Kat: 5
Blok: A1, No: 18 Sarıyer/İST. Tel: 0212 270 20 00
E-posta: iletisim@oyakyatirim.com.tr
Büyük Mükellefler V.D. 649 000 000

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.

- iii. **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.

Tablo 5: Net Satışların Kanal Bazlı Kırılımı

Milyon TL	2017	2018	2019	1Y19	1Y20	2018/2017 Değişim	2019/2018 Değişim	1Y20/1Y19 Değişim
Kervan Konsolide Ciro	355	534	687	333	469	50%	29%	41%
İhracat	199	335	397	190	268	68%	18%	41%
Geleneksel	81	87	114	53	67	8%	30%	27%
Organize ticaret	75	112	177	91	134	48%	58%	48%

Kaynak: Şirket

Satışların kanal ve kanalların ürün kırılımını özetleyen sonraki tabloda da görüleceği üzere, 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 6 ayında ise durum %57 ihracat, %29 organize ticaret ve %14 geleneksel kanal şeklindedir. Aşağıdaki tabloda satış kanallarının içindeki yüzdesel ürün kırılımı da özetlenmiştir.

Tablo 6: Kanalların Ürün Bazlı Kırılımı

Satışların kanal ve ürün kırılımı	2017	2018	2019	1Y2019	1Y2020
İhracat	56%	63%	58%	57%	57%
Jelly	62%	59%	57%	57%	62%
Licorice	21%	24%	25%	25%	23%
Marshmallow	6%	6%	5%	6%	6%
Sakız	5%	5%	5%	5%	4%
Oyuncaklı Ürün	3%	4%	4%	3%	2%
Sert Şeker	2%	2%	2%	2%	1%
Diğer	0%	0%	2%	2%	1%
Draje Çikolata	1%	0%	1%	0%	1%
Sürpriz Yumurta	0%	0%	0%	0%	0%
Organize Ticaret	21%	21%	26%	27%	29%
Jelly	33%	30%	37%	34%	46%
Draje Çikolata	18%	27%	30%	34%	27%
Oyuncaklı Ürün	34%	25%	16%	15%	14%
Sakız	3%	7%	8%	8%	5%
Sürpriz Yumurta	0%	0%	0%	0%	4%
Sert Şeker	0%	1%	3%	3%	3%
Licorice	0%	1%	0%	0%	1%
Marshmallow	12%	9%	4%	6%	0%
Diğer	0%	0%	0%	0%	0%
Geleneksel	23%	16%	17%	16%	14%
Jelly	34%	38%	44%	49%	50%

Sakız	26%	18%	14%	13%	12%
Diğer	3%	6%	6%	7%	9%
Licorice	12%	11%	12%	10%	8%
Sert Şeker	4%	6%	9%	7%	6%
Oyuncaklı Ürün	13%	17%	11%	10%	6%
Sürpriz Yumurta	0%	0%	0%	0%	3%
Marshmallow	5%	2%	3%	2%	3%
Draje Çikolata	2%	1%	1%	2%	2%
Genel Toplam	100%	100%	100%	100%	100%

Kaynak: Şirket, Her kanal içerisindeki ürün kırılımları, o kanalın %100'ünü temsil edecek şekilde yüzdelik dilimlere ayrılmıştır.

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.

Tablo 7: İhracatın ABD Doları bazında gelişimi

	2017	2018	2019	1Y2019	1Y2020
İhracat – ABD Doları	53.448.707	65.260.947	68.571.907	33.760.527	41.381.408
Büyüme		%22,1	%5,1		%22,6

Kaynak: Şirket

Şirket'in yıllar itibarıyla ihracat gelirlerinin ABD Doları bazında gelişimi yukarıdaki tablodan görülebilir. 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) iştirak 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 aşağıdaki tabloda özetlenmiştir. 1Y2020 ihracat kırılımında ABD Doları, İngiliz Sterlini ve Avro sırasıyla %75, %15 ve %10 paya sahiptir.

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Ayazova Mh. Kemerburgaz Cd. Vatanpark Park Sit. 7B
 Blok Kat: 7 Kat: 7B Sarıyer/İS 34099
 Tel: 0212 351 00 00 Mersis No: 08070031900010
 E-posta: info@oyakyatirim.com.tr

aracılığı ile dağıtım yapmaktadır. Distribütörler dahil toplam araç filosu 250 araç civarında olup bu araçların 70 tanesi Şirket'e aittir.

D.2.3. 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, şekerli 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, çiğnenebilir formatta da geliştirilmiş ve tüketicilerden talep görmüş durumdadır.

Sağlıklı yaşam eğiliminin artması ile birlikte sektörde sağlıklı atıştırılabilir 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 halihazırda raflarda satılmakta iken bir kısmının da geliştirilmesi Şirket'in AR-GE proje merkezinde devam etmektedir. AR-GE Merkezi'nde geliştirilmiş/geliştirilmekte olan ürünler takip eden resimlerde yer almaktadır.

Resim 1: Yenilikçi Ürünlerden Örnekler



Kaynak: Şirket

Bu tarz yenilikçi ürünlerin kilogram satış fiyatı 40-50 TL'lere ulaşırken, normal şekerleme portföyünün kilogram satış fiyatı 17 TL seviyesindedir. Bu iki grup arasında maliyetlerde esaslı bir fark olmadığından, fiyattaki artışın Şirket açısından olumlu etki yaratacağı düşünülmektedir.

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Ayasofya Mh. Nispetiye Mah. Vadi-i Nispetiye Paft. Sit. 33
 Blok Apt. No 7C Kat: 8 Sarıyer-İST. Tel: 0212 231 10 00
 Faks: 0212 231 05 89 E-posta: No: 06-12 T.C. 6063
 Büyük Mükellefler V.D. 649 01 1544

D.3. 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, 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 yabancı para cinsindendir. 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.

D.4. Kovid-19 Etkisi

Şirket, hammadde tedariki konusunda Covid-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 süpermarketlerin 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.

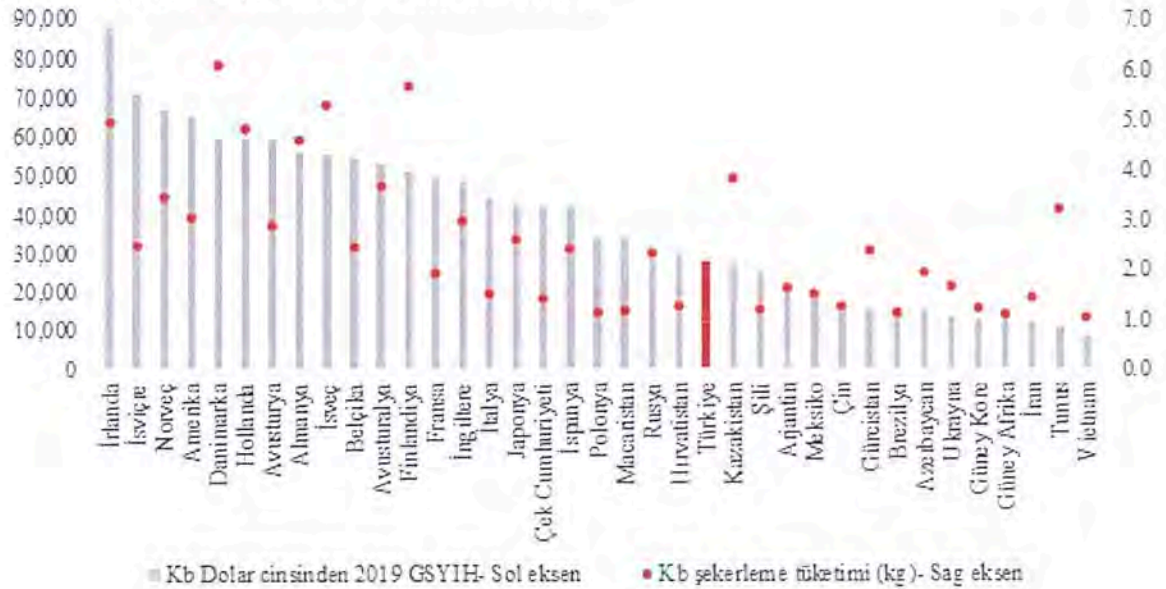
ÖZKAY YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Nispetiye Mh. Nispetiyeburgaz Cd. Vaidos İşletme Merkezi Kat: 3B
Büyükdere No: 7C Kat: 18 Sarıyer-İST. 34398
Fax: 0212 351 05 94 Mersis No: 0640000000000000034
Büyükdere Yıkılmazlar YD: 634 06673

4. Sektör Hakkında Bilgi

A. Global Sektör Görünümü

Türkiye şekerleme sektörü, Euromonitor'ün 2019 verilerine göre 86.700 tonluk büyüklüğüyle yıllık bazda %1,5 büyümeye kaydetmiştir. 2018'deki hacim büyümesi ise %0,9 olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda da görülebileceği üzere, 2019 kişi başı tüketim verilerine göre Türkiye 1 kg'la 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 ilişkinden bahsetmek zordur. Örneğin, gelir seviyesine göre İsveç, Fransa, İtalya, Çek Cumhuriyeti gibi ülkelerde kişi başı tüketim göreceli olarak düşükken Kazakistan, Gürcistan ve Tunus'ta yüksektir.

Grafik 1: Kişi Başı Şekerleme Tüketimi ve GSYİH



Kaynak: Euromonitor, Dünya Bankası, kb: kişi başı

Şirket'in ana faaliyet alanı şekerleme sektörüdür. 2020 ilk yarı satışlarının %56'sı jelly, %14,7'si licorice kaynaklıdır. Dünya çapında ilk beş jelly üreticisi Haribo, Katjes, Mederer, Fini ve Jelly Belly'dir. Kendine has yapısı olsa da segmentler açısından Türk yumuşak şeker 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 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,

Aşağıdaki tablolarda, Şirket'in hem tutara hem de tonaja göre pazar payları bulunmaktadır. Şirket'in Beбето markası ile tonaja göre pazar payı 2017 yılında %9 seviyesinden 2020 ilk yarı sonunda %19 seviyesine yükselmiştir. 2017 yılında pazar dördüncüsü iken takip eden yıllarda penetrasyonun artması ile pazar ikincisi haline gelmiştir. Bu dönemde üretici pazar payı ise %43,8'den %47,8'e yükselmiştir.

Tablo 10: Türkiye Yumuşak Şeker Pazarı (Tonaj Bazlı)

%	2017	2018	2019	1Y19	1Y20
Kervan Üretici Payı	43,8	42,8	49,6	49,6	47,8
Bebeto (Kervan)	9,0	8,0	18,0	14,0	19,0
Diğer (Kervan)	28,8	28,8	29,6	33,6	27,8
Rocco (Kervan)	6,0	6,0	2,0	2,0	1,0
Rakip 1	29,0	35,0	28,0	29,0	31,0
Rakip 2	11,0	7,0	7,0	6,0	6,0
Rakip 3	9,0	8,0	8,0	7,0	6,0
Diğer	7,2	7,2	7,4	8,4	9,2

Kaynak: Şirket, Nielsen

Şirket'in Beбето markası ile tutara göre pazar payı 2017 yılında %8 seviyesinden 2020 ilk yarı sonunda %17 seviyesine yükselmiştir. 2017 yılında pazar dördüncüsü iken takip eden yıllarda penetrasyonun artması ile pazar ikincisi haline gelmiştir. Bu dönemde üretici pazar payı ise %31,6'dan %35,5'e yükselmiştir.

Tablo 11: Türkiye Yumuşak Şeker Pazarı (Tutar Bazlı)

%	2017	2018	2019	1Y19	1Y20
Kervan Üretici Payı	31,6	31,6	38,4	36,6	35,5
Bebeto (Kervan)	8,0	8,0	17,0	13,0	17,0
Diğer (Kervan)	17,6	17,6	18,4	21,6	16,5
Rocco (Kervan)	6,0	6,0	3,0	2,0	2,0
Rakip 1	38,0	44,0	38,0	39,0	43,0
Rakip 2	15,0	10,0	9,0	9,0	8,0
Rakip 3	11,0	10,0	10,0	10,0	8,0
Diğer	4,4	4,4	4,6	5,4	5,5

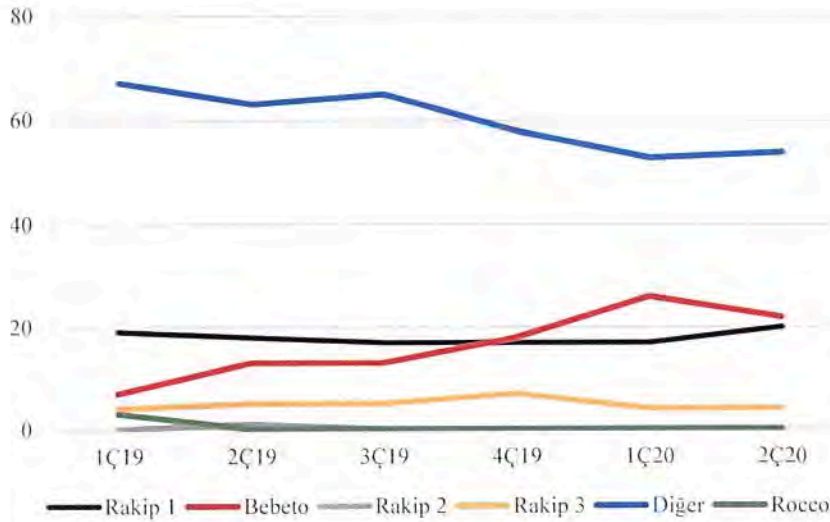
Kaynak: Şirket, Nielsen

Şirket'in ihracat dışı satış kanallarında organize perakende ve geleneksel kanallar yer almaktadır. 2020'nin ikinci çeyreği Nielsen verilerine göre, Türkiye yumuşak şeker pazarında tonaj açısından indirimli perakendeciler (BİM, A101, ŞOK, UCZ) %62 paya sahiptir. Süpermarketlerin payı %19'dur ve geriye kalan kısım %19'luk orana sahiptir. Şirket'in Beбето markasının 2020'nin ikinci çeyreği tonaj kırılımında indirimli perakendeciler %75, süpermarketler %2 ve geriye kalan kısım %23'lük orana sahiptir.

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Büyükdere Mh. Katmerburgaz Cd. Vadi Köyü Kat: 5 Kat: 5
İlkok No: 1 Kat: 5 Sarıyer-İST. T: 0212 211 19 00
Fax: 0212 321 05 95 Mesis No: 0649 06 00 0334
Büyük Mükellefler V.D. 649 00 00 0334

Nielsen'in son çeyreklere ilişkin tonaj ve kanal bazlı detaylı verileri aşağıdaki grafiklerde özetlenmiştir. Pazardaki %62'lik ağırlığıyla öncü olan indirimli perakendede Şirket, Beбето markasıyla ve 2020'nin ikinci çeyreğindeki %22'lik pazar payıyla ilk sıradadır. Pazar ikincisi %20'lik payıyla Rakip 1'dir. Özel markalı ürün üretimi sebebiyle bu segmentte "diğer" payı %54'lük yüksek bir orana sahiptir.

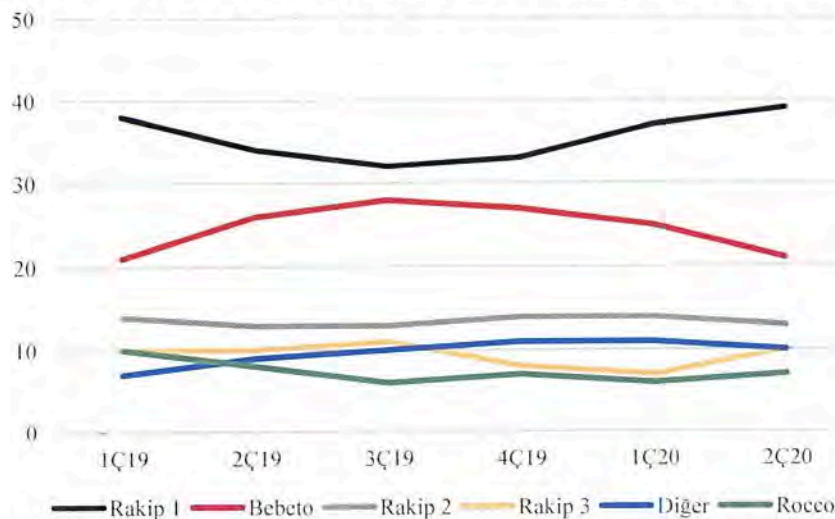
Grafik 2: Türkiye Yumuşak Şeker Sektörü - İndirimli Perakende Kanalı Pazar Payları (Tonaj, %)



Kaynak: Şirket, Nielsen

Pazardaki %19'luk payıyla ikinci önemde olan geleneksel pazarın verilerine göre Şirket, Beбето markasıyla ve 2020'nin ikinci çeyreğindeki %21'lik pazar payıyla ikinci sıradadır. Birinci %39'luk payıyla Rakip 1'dir. Üçüncü %13'lük pazar payıyla Rakip 2, dördüncü ise %10'luk payıyla Rakip 3'tür.

Grafik 3: Türkiye Yumuşak Şeker Sektörü - Geleneksel Kanal Pazar Payları (Tonaj, %)

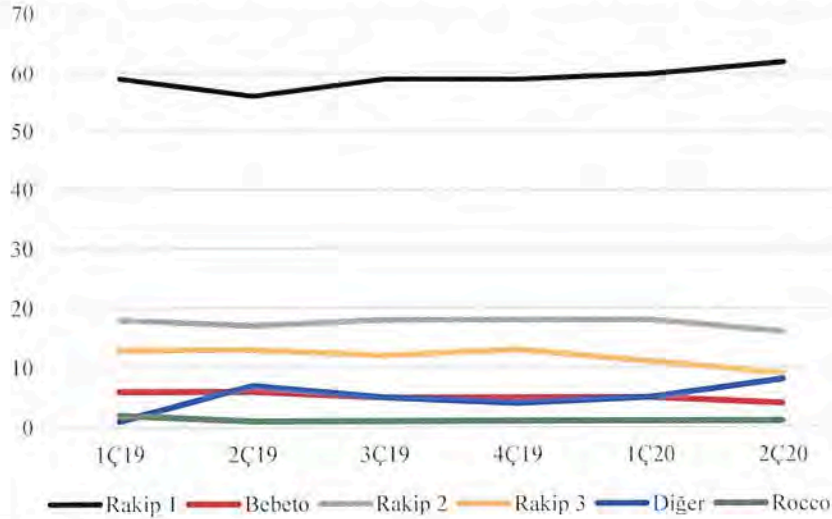


Kaynak: Şirket, Nielsen

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Ayazaga Mh. Kemerburgaz Cd. Valfişenb. Park Sit. 7B
 Blok: Apt. No: 16 Kat: 18 Sarıyer-İST. 34099
 Tlx: 0212 351 05 99 Mersis No: 08340034000000000000000000
 Büyük Mükellefler V.D. 0212 351 05 99

Pazardaki %19'luk payıyla üçüncü sırada olan yerel zincir (süpermarket) verilerine göre Şirket, Bebeto markasıyla ve 2020'nin ikinci çeyreğindeki %4'lük pazar payıyla dördüncü sıradadır. Birinci %62'lik payıyla Rakip 1'dir. İkinci %16'lık pazar payıyla Rakip 2, üçüncü ise %9'luk pazar payıyla Rakip 3'tür.

Grafik 4: Türkiye Yumuşak Şeker Sektörü - Yerel Zincir Kanalı Pazar Payları (Tonaj, %)



Kaynak: Şirket, Nielsen

5. Finansallar Hakkında Bilgiler

A. Gelir Tablosu

31.12.2017, 31.12.2018, 31.12.2019 yılları ile 30.06.2019 ve 30.06.2020 ara dönem özel bağımsız denetimden geçmiş konsolide gelir tablosu aşağıdadır.

Tablo 12: Gelir tablosu

TL	2017	2018	2019	1Y2019	1Y2020
Net Satışlar	355.237.897	534.216.898	687.362.079	333.220.997	469.107.370
Satışların maliyeti	-271.084.588	-380.840.918	-477.049.179	-238.779.540	-318.528.794
Brüt kar	84.153.309	153.375.980	210.312.900	94.441.457	150.578.576
Genel yönetim giderleri	-15.079.828	-19.324.003	-25.417.421	-12.117.803	-18.428.237
Pazarlama giderleri	-33.265.266	-51.402.091	-71.747.540	-35.111.109	-45.035.184
ARGE giderleri	-546.324	-1.157.990	-2.025.524	-953.773	-1.574.896
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	35.491.373	62.600.129	52.286.945	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
Esas faaliyet karı	34.078.877	97.637.190	119.494.566	51.845.427	108.972.218
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	406.111	831.195	808.921	162.622	3.731.004
Yatırım faaliyetlerinden giderler	-296.678	-13.986	-407.392	-384.318	-645.205

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Kayaşpaşa Mh. Karatoprak Cd. Vadi İstanbul Kat: 7/1
 Beşiktaş/İstanbul - 34398
 Tic. Sic. No: 270999 - Mersis No: 34390100000000000001
 Tel: 0212 351 05 99 - Faks: 0212 351 05 34

Özkaynak yönt. değerlenen yatırım kar/zarar	-142.445	-1.360.381	5.178.615	3.526.835	176.392
Finansman gideri öncesi faaliyet karı	34.045.865	97.094.018	125.074.710	55.150.566	112.234.409
Finansman giderleri	-22.866.579	-62.720.802	-38.228.709	-24.922.220	-52.985.634
Vergi öncesi kar	11.179.286	34.373.216	86.846.001	30.228.346	59.248.775
Vergi	-120.890	-6.549.649	-10.887.236	-4.078.030	-8.384.214
Kontrol gücü olmayan paylar	532.368	-180.593	920.029	-280.080	1.402.368
Ana ortaklık net kar	10.526.028	28.004.160	75.038.736	26.430.396	49.462.193

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Ciro

Şirket'in ana ürün grupları yumuşak şeker (jelly, licorice, marshmallow), sert şeker, sakız, draje çikolata, oyuncak ürünler ve sürpriz yumurtayı içermektedir. Şirket, ciroyu bu ürünlerin yurt içinde geleneksel ve organize ticaret kanallarında satışından ve ihracattan elde etmektedir. 31 Aralık 2017 tarihinde sona eren mali dönemde Şirket'in cirosu 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. Covid-19 salgını etkilerine rağmen 2020'nin ilk yarısında ciro geçen seneye göre %40,8 artış kaydederek 469,1 milyon TL olmuştur. Şirket'in ciro büyümesine katkı sağlayan unsurlar; tonaj artışı, birim fiyat artışı ve Türk Lirası'nın diğer para birimleri karşısında yaşadığı değer kaybıdır. 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.

İhracatın konsolide cirodaki payı 2017'de %56,1, 2018'de %62,8, 2019'da %57,8, 1Y2019'da %56,9 ve 1Y2020'de %57,1'dir. İhracattan sonra en fazla paya sahip satış kanalı organize ticarettir ve konsolide satışlardaki payı 2017'de %21,2, 2018'de %20,9, 2019'da %25,7, 1Y2019'da %27,3 ve 1Y2020'de %28,6'dır. Geleneksel kanalın konsolide satışlardaki payı 2017'de %22,7, 2018'de %16,3, 2019'da %16,6, 1Y2019'da %15,8 ve 1Y2020'de %14,3'dür.

Raporun giriş kısmındaki kırılımları içeren detaylı tablolarda belirtildiği ve aşağıdaki tabloda da tekrarlandığı gibi ciroda en yüksek paya sahip ürünler jelly (2017: %49,8, 2018: %49,5, 2019: %49,8, 1Y19: %49,4, 1Y20: %56), licorice (2017: %14,8, 2018: %16,8, 2019: %16,7, 1Y19: %16,0, 1Y20: %14,7) ve draje çikolatadır (2017: %4,5, 2018: %6,0, 2019: %8,5, 1Y19: %9,9, 1Y20: %8,5).

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Ayasığa Mh. Kemerburgaz Cd. Vadilyurt / Pk. Şişli
 Blok Kat. No: 7C Kat: 8 Sarıyer-İST. T. 0212 353 05 99
 Fax: 0212 353 05 99 Mersis No: 0647 000 10000000000
 Büyük Mükellefler V.D. 649 00 0004

altyapısını derinleştirmek ve müşterilerine daha kaliteli hizmet verebilmek olduğundan faaliyet giderlerinin de oransal olarak satış büyümesi kadar artması söz konusu olmuştur.

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

Şirket'in pazarlama, satış ve dağıtım giderleri, 2017'de 33,3 milyon TL, 2018'de 51,4 milyon TL, 2019'da 71,7 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2019'un ilk yarısındaki tutar 35,1 milyon TL iken 2020'nin ilk yarısında 45 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 16: Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri

TL	2017	2018	2019	1Y19	1Y20
Nakliye ve navlun giderleri	6.839.915	11.931.089	18.034.398	7.583.023	12.057.511
Personel giderleri	5.280.232	7.570.661	11.421.335	5.215.406	10.011.549
Ticari pazarlama destek giderleri	10.362.360	14.612.972	15.127.949	10.411.117	7.166.215
Reklam, ilan ve fuar giderleri	2.703.080	2.216.833	7.033.920	2.420.603	4.281.982
Depolama giderleri	1.240.759	3.187.534	7.490.648	4.109.598	3.830.317
Amortisman giderleri	195.839	238.713	2.040.059	661.638	1.148.329
Taşıt kira, yakıt vb. giderleri	701.725	1.772.843	1.430.641	745.111	940.712
Yurt içi ve yurt dışı seyahat giderleri	402.743	1.201.219	1.471.754	955.917	391.763
Sigorta giderleri	475.280	790.831	690.694	387.145	371.398
Kargo, kurye ve posta giderleri	359.226	420.008	261.586	204.361	274.502
Silindir hazırlama giderleri	422.073	520.612	561.111	328.148	259.350
Diğer	4.282.034	6.938.776	6.183.445	2.089.042	4.301.556
Pazarlama, satış, dağıtım giderleri	33.265.266	51.402.091	71.747.540	35.111.109	45.035.184
Net satışlara oranı	9,4%	9,6%	10,4%	10,5%	9,6%

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin %75'inden fazlasını nakliye ve navlun giderleri, personel giderleri, ticari pazarlama destek giderleri, reklam ve fuar giderleri, depolama giderleri ve amortisman giderleri oluşturmaktadır. Pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin net satışlara oranı 2017 yılında %9,4, 2018'de %9,6, 2019 yılında ise %10,4 olarak gerçekleşmiştir. 2019'un ilk yarısında bahsi geçen oran %10,5'ten 2020'nin ilk yarısında %9,6'ya gerilemiştir. Bunda ticari pazarlama destek giderleri ve depolama giderlerindeki yıllık bazdaki sırasıyla %31,2 ve %6,8'lik gerilemeler etkili olmuştur. Şirket'in 1Y2020'de yıllık bazda ciro artışı %40,8'ken toplam pazarlama, satış ve dağıtım giderleri %28,3 artmıştır.

Genel Yönetim Giderleri

Şirket'in genel yönetim giderleri, 2017'de 15,1 milyon TL iken, 2018'de 19,3 milyon TL'ye, 2019'da 25,4 milyon TL'ye yükselmiştir. 2019'un ilk yarısında 12,1 milyon TL olan tutar 2020'nin karşılaştırılabilir döneminde 18,4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Genel yönetim giderlerinin net satışlara oranı 2017'de %4,2, 2018'de %3,6, 2019'da ise %3,7'dir. 1Y2019'da %3,6 olan oran bağış ve yardım giderlerinin etkisiyle 1Y2020'de %3,9'a yükselmiştir.

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Ayvazda Mh. Kemerburgaz Cd. Vardar İşhanı Kat: 7B
Bakırköy, No: 1 Kat: 15 Sarıyer-İST. Tels: 0212 332 00 00
Faks: 0212 331 05 99 Mersis No: 06 10 00 0000 00034
Büyükdere Mükellefleri V.D. 632 0000 0000

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirleri, 2017'de 35,5 milyon TL, 2018'de 62,6 milyon TL, 2019'da ise 52,3 milyon TL'dir. 1Y2019'da ilgili tutar 32,5 milyon TL iken 30 Haziran 2020 tarihinde 44,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirleri ağırlıklı olarak ticari alacak ve ticari borçlardan kaynaklanan kur farkı gelirleri, ertelenmiş finansman gelirleri ve Turquality marka destek gelirlerinden oluşmaktadır. Konusu kalmayan karşılık gelirleri de esas faaliyetlerden diğer gelirler içinde raporlanmaktadır.

Tablo 19: Esas faaliyetlerden diğer gelirler

TL	2017	2018	2019	1Y2019	1Y2020
Kur farkı gelirleri	30.938.187	54.138.233	40.220.268	25.178.877	35.139.662
Turquality marka destek geliri	372.384	1.810.086	3.293.327	311.318	2.562.078
Ertelenmiş finansman gelirleri	807.800	1.148.902	3.150.674	3.150.674	1.792.245
Konusu kalmayan karşılıklar	899.202	2.574.967	1.042.630	1.314.434	1.010.352
Faiz gelirleri	72.006	1.072.988	930.538	-	298.583
Diğer	2.401.794	1.854.953	3.649.508	2.526.139	4.036.958
Toplam esas faal. gelirler	35.491.373	62.600.129	52.286.945	32.481.442	44.839.878

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer giderleri, 2017'de 36,7 milyon TL, 2018'de 46,5 milyon TL, 2019'da 43,9 milyon TL'dir. 1Y2019'da tutar 26,9 milyon TL iken 1Y2020'de 21,4 milyon TL'ye gerilemiştir. Şirket'in esas faaliyetlerden diğer giderleri temel olarak ticari alacak ve ticari borçlardan kaynaklanan kur farkı giderleri ve ertelenmiş finansman giderlerinden oluşmaktadır. Ayrıca Şirket, şüpheli ticari alacaklarından kaynaklanan giderlerini de bu kalem altında takip etmektedir.

Tablo 20: Esas faaliyetlerden diğer giderler

TL	2017	2018	2019	1Y2019	1Y2020
Kur farkı giderleri	31.233.110	37.660.317	30.216.340	17.727.168	14.511.464
Şüpheli alacak karşılıkları	2.505.416	6.459.071	3.648.341	3.729.419	2.991.079
Beklenen kredi zararı karşılık giderleri	-	-	3.574.345	2.430.540	292.117
Ertelenmiş finansman giderleri	560.163	900.727	2.317.036	2.317.036	1.230.326
Önceki dönem gider ve zararları	522.360	712.127	525.640	401.600	869.142
Diğer	1.853.338	722.593	3.633.092	289.024	1.513.791
Toplam esas faal. giderler	36.674.387	46.454.835	43.914.794	26.894.787	21.407.919

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderlerin net değerine göre ise 2017 tutarı negatif 1,2 milyon TL'yken 2018'de pozitif 16,1 milyon TL ve 2019 tutarı da pozitif 8,4 milyon TL'dir. 1Y2019'da net 5,6 milyon TL gelir, 1Y2020'de kur farkından net gelirlerin katkısıyla 23,4 milyon TL'ye yükselmiştir ve Şirket'in net karını desteklemiştir.

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Ayvazlar Mh. Kızılderiniler Cd. Vadihanlar Park 3.1. 7D
 06060 Kat: 3.1 Sarıyer-İST. Tel: 0212 218 12 00
 Fax: 0212 351 05 99 Mersis No: 08170031500034
 Büyük Mükellefler V.D. 649 17 4004

Finansman Giderleri

Şirket'in finansman giderleri kredi faiz giderleri, kredi kur farkı giderleri, kredilere ilişkin faiz tahakkuk giderleri ve diğer finansman giderlerini içermektedir. Finansman giderleri 2017'de 22,9 milyon TL, 2018'de 62,7 milyon TL, 2019'da 38,2 milyon TL'dir. Yabancı para cinsinden kredilere ilişkin kur farkı giderlerindeki artışın etkisiyle 1Y2019 finansman giderleri tutarı 24,9 milyon TL'den 2020'nin ilk yarısında 53 milyon TL'ye yükselmiştir.

Tablo 21: Finansman giderleri

TL	2017	2018	2019	1Y2019	1Y2020
Kredi faiz gideri	5.037.188	9.305.812	9.680.765	3.830.030	6.466.374
Kredi kur farkı gideri	16.445.782	51.005.393	26.971.635	18.834.512	44.708.239
Kredilere ilişkin faiz tah.gideri	995.493	1.699.511	1.328.585	2.107.712	1.664.145
Diğer finansman gideri	388.116	710.086	247.724	149.966	146.876
Toplam finansman giderleri	22.866.579	62.720.802	38.228.709	24.922.220	52.985.634

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

30 Haziran 2020 tarihinde Şirket'in net faiz giderleri FAVÖK'ünün yalnızca %6,6'sını oluşturmaktadır. Aynı zamanda takip eden tabloda da görülebileceği üzere bu oran ilgili dönemler itibarıyla düşmektedir.

Tablo 22: Faiz giderlerinin karşılanma performansı

TL	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2019	30.06.2020
Net Faiz Gideri	5.037.188	9.305.812	9.680.765	3.830.030	6.167.791
FAVÖK	43.788.875	89.820.066	124.473.332	52.137.987	93.509.721
Kredi Faiz Gideri/FAVÖK	11,50%	10,40%	7,80%	7,30%	6,60%

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Bir önceki bölümde belirtildiği gibi Türk Lirasındaki değer kaybı ticari faaliyetlerden net kur farkı geliri yaratsa da, bilançodaki açık döviz pozisyonu kur farkı gideri yaratmaktadır. Şirket, kur riskini azaltmak için 2020 yılının ilk 6 aylık döneminde Türk Lirası bazlı kredilerini 31 Aralık 2019'a göre 77,3 milyon TL tutarında artırarak net yabancı para pozisyonunu azaltmıştır. Şirket'in 31 Aralık 2019 tarihinde net yabancı para yükümlülüğü 174,5 milyon TL (21,4 milyon ABD Doları, 7,9 milyon Avro) iken 30 Haziran 2020 tarihinde bu tutar 92,5 milyon TL'ye (8,1 milyon ABD Doları, 5,4 milyon Avro) gerilemiştir. Bağımsız Denetim Raporu'ndaki 30.06.2020 bilanço pozisyonu döviz kuru duyarlılık analizine istinaden göreceli olarak etkisi daha fazla olan para birimlerine göre ABD Doları'nın TL karşısında %10 değerlenmesi net karda 5,5 milyon TL baskı, Avro'nun TL karşısında %10 değerlenmesi ise net karda 4,2 milyon TL baskı yaratmaktadır.

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Ayasofya Mah. Kocatepe Caddesi Vadihanlar Sok. No: 78
 Blok A Kat: No 70 Kat: 18 Sarıyer/İST. Tel: 0212 219 02 02
 Faks: 0212 351 02 99 Mersis No: 0840000180000000024
 Etiler Mahallesi Y.D. 547 065 00000

B. Bilanço

Tablo 23: Bilanço Varlıklar Detayları

TL	2017	2018	2019	30/06/2020
Varlıklar				
Nakit ve benzeri	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
İlişkili taraflardan alacaklar	4.549.077	5.101.016	4.462.397	688.881
İlişkili olmayan taraflardan alacaklar	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
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 ile ilgili varlıklar	-	225.077	-	-
Diğer dönen varlıklar	13.047.478	19.313.152	24.989.061	21.217.848
Toplam dönen varlıklar	197.791.756	301.027.134	388.120.608	480.141.203
Ticari alacaklar	-	61.423	37.892	-
Diğer alacaklar	107.431	108.455	761.663	949.019
Kullanım hakkı varlıkları	-	-	1.264.932	1.692.696
Özkaynaklar değerlenen yatırımlar	-	239.619	8.918.234	10.488.489
Yatırım amaçlı gayrimenküller	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
Diğer	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
Toplam duran varlıklar	148.315.464	174.785.835	309.611.925	465.691.867
Toplam varlıklar	346.107.220	475.812.969	697.732.533	945.833.070

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Nakit ve nakit benzerleri tarafında Şirket geçmiş son 3 yılda tutarlarında hafif artışlar yaşarken, 2020 yılının ilk yarı sonunda ise nakdini 2019 sonundaki 6,7 milyon TL'den 52 milyon TL seviyesine kadar yükseltmiştir. Bu artışta, bir önceki yılın aynı dönemine göre yaşanan ciro ve karlılık büyümesinin operasyonel nakit akışına olumlu katkısının yanında, 2020 yılının Mart ayından itibaren hızla artan Kovid-19 salgını koşulları sebebiyle önceki yıllara nazaran nakitte kalmayı tercih etmesi etkili olmuştur.

Ticari alacaklar, son yıllarda yıldan yıla yaşanan ciro büyümesinin de etkisiyle artış kaydetmiştir. 31 Aralık 2017 tarihinde sona eren mali yılda 105,2 milyon TL iken, 31 Aralık 2018 tarihinde sona eren mali yılda 163 milyon TL'ye, 31 Aralık 2019 tarihinde sona eren mali yılda 187,3 milyon TL'ye ve 30 Haziran 2020 tarihinde sona eren mali dönemde ise 245,1 milyon TL'ye yükselmiştir. Diğer yandan alacak gün sayıları yıldan yıla iyileşme sergilerken, cirodaki büyümenin bu iyileşmenin üzerinde olması sonucunda ticari alacaklarda yine de artış gözlemlenmiştir. Alacak gün sayısı 2017'de 108 gün iken 2018, 2019 ve Haziran 2020 sonu sırasıyla 111 gün, 99 gün ve 95 gün olarak gerçekleşmiştir.

Stoklar; 31 Aralık 2017, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 30 Haziran 2020 tarihlerinde sona eren mali dönemlerde sırasıyla 66,6 milyon TL, 86,8 milyon TL, 143,7 milyon TL ve 142,3 milyon TL tutarındadır. Stok devir gün sayısı 2017 yılında 90 gün iken 2018'de 83 gün, 2019'da 110 gün olmuş, 2020 yılı ilk yarısı sonunda ise 82 güne inmiştir. Stok devir gün sayısında 2019 yılından 2020 ilk yarı sonuna geçerken yaşanan iyileşmenin ana sebebi,

Şirket'in ihracat kanalında yabancı ülkelerin kota dönemlerinden faydalanmak için sene sonuna stoklu girmesidir. İngiltere ve Avrupa ülkelerinde Türkiye'ye tanınan toplu kota doluncaya kadar sektördeki şirketler arasında paylaşılmaktadır. Bu sebeple seneye stoklu giren firmalar gümrük vergisi avantajından daha fazla faydalanabilmektedir. Dolayısıyla yılsonunda ölçümlenen gün sayıları ara dönemlere göre daha yüksek çıkmaktadır.

Maddi duran varlıklar; 31 Aralık 2017, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 30 Haziran 2020 tarihlerinde sona eren mali dönemlerde sırasıyla 132,4 milyon TL, 150,4 milyon TL, 276,3 milyon TL ve 412,9 milyon TL tutarındadır. 2019 ve 2020 yıllarında maddi duran varlıklarda meydana gelen değişimin temel sebepleri Şirket'in sahip olduğu maddi duran varlıklar üzerinde yapılan yeniden değerlendirme çalışmaları ve yüksek kapasite artışı nedeniyle yapılan yatırımlardır.

Maddi olmayan duran varlıklar; 31 Aralık 2017, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 30 Haziran 2020 tarihlerinde sona eren mali dönemlerde sırasıyla 8,3 milyon TL, 11,3 milyon TL, 10,9 milyon TL ve 20,7 milyon TL tutarındadır. 30 Haziran 2020 bilançosunda maddi olmayan duran varlıklarda görülen artışın ana sebebi Yunus Dağıtım Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin satın alınması sonucu oluşan pozitif şerefiyedir.

2017, 2018, 2019 yılları ve 2020'nin ilk yarısına ait toplam maddi ve maddi olmayan duran varlık alımı kaynaklı yatırımları 14 milyon TL, 29 milyon TL, 52 milyon TL ve 25 milyon TL'dir. Bahsi geçen dönemlerde yatırımlar/satışlar rasyosu sırasıyla %3,9, %5,5, %7,6 ve %5,3 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 24: Yatırımlar

mn TL	2017	2018	2019	1Y2019	1Y2020
Ciro	355	534	687	333	469
Yatırımlar	14	29	52	31	25
Maddi duran varlık	13	26	52	31	25
Maddi olmayan duran varlık	-	4	1	-	-
Yatırımlar/ciro	3,9%	5,5%	7,6%	9,4%	5,3%

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Şirket, iştirak alımları açısından 2018'de 1,6 milyon TL ile Team Lojistik ve 2019'da 3,5 milyon TL ile Matik Otomat'a yatırım yapmıştır. Şirket, 2020'nin ilk yarısında Team Lojistikteki payını 1,4 milyon TL'lik hisse alımıyla %25'ten %30'a çıkarmıştır. Ocak 2020'de sağlıklı atıştırılabilir ve gıda desteklerine talebin artışıyla eczanelerde reçetesiz satılabilen ürünlerden oluşan OTC (over-the-counter products) sektöründe faaliyet göstermek amacı ile Happy Life şirketinin %60 hissesini 120.000 TL'ye satın almıştır. Mart 2020'de ise Yunus Dağıtım Pazarlama'nın %100'ünü 15 milyon TL'ye satın almıştır.

Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar 31 Aralık 2017 tarihinde sona eren mali yılda herhangi bir bakiye içermezken, 31 Aralık 2018 tarihinde sona eren mali yılda 239 bin TL'ye, 31 Aralık 2019 tarihinde sona eren mali yılda 8,9 milyon TL'ye ve 30 Haziran 2020 tarihinde sona eren mali dönemde ise 10,5 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu tutarın 3,7 milyon TL'si Team Lojistik kaynaklı, 6,8 milyon TL ise Matik Otomat Sistemleri kaynaklıdır.

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Akademi Mah. Akmerburgaz Cd. Vardar Kat: 14/5
 81010 Akmerburgaz, 35 Sarıyer-İST. Tel: 0212 252 33 00
 Fax: 0212 351 05 95 Mesaj No: 0949 111 111
 Ticaret Sicil No: 270900
 Tic. Sicil No: 270900

Tablo 27: 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

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Tablo 28: 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

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

C. Nakit Akım Tablosuna İlişkin Değerlendirmeler

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

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Nispetiye M. Karşıyaka Cd. Vaportanbul Kat: 7E
 Blok Apt. No 7C Kat: 11 Sarıyer-İST. Tel: 0212 351 05 99 9 12 00
 Fax: 0212 351 05 99 Mersis No: 081000060400034
 Büyük Mükellefler Y.D. 641 93 9604

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.

Sonuç bölümündeki tabloda da detaylandırıldığı gibi 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.

7. 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.

Tablo 30: 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%

Kaynak: OYAK Yatırım

7.A.1. Gelir Tablosu Projeksiyonları:

Satışlar

Şirket'in 2017-2019 dönemi ciro YBBO'su tonaj bazında %42,0 ve adet bazında %14,7 olarak gerçekleşirken konsolide ciro büyüme oranı %39,1'dir. Şirket'in tonaj bazında satış hacminin 2017-2019 döneminde YBBO'su %11,1 olarak gerçekleşirken adet bazında satış hacminin YBBO'su -%8,8 olarak gerçekleşmiş ve adet bazında satış hacmi azalmıştır.

2020-2025 dönemi için ise ciro YBBO'su tonaj bazında %23,0 ve adet bazında %28,9 olarak tahmin edilmiştir. Konsolide ciro büyüme tahminimiz %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. Tonaj ve adet bazında satış hacimleri aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.

Aşağıdaki tabloda projeksiyon dönemindeki satış ve karlılık oranları görülebilir.

Tablo 32: Operasyonel Marjlar

(TL)	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
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
% Büyüme	47,1%	41,7%	22,6%	26,5%	16,7%	12,4%
Satışların Maliyeti	687.399.562	974.154.868	1.193.651.315	1.504.156.086	1.751.250.333	1.965.691.179
% Satışlara Oranı	68,0%	68,0%	68,0%	67,7%	67,6%	67,5%
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 Gideri	145.140.653	202.674.312	250.465.922	314.140.373	364.663.450	410.300.158
% Satışlara Oranı	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 Kar Marjı	17,7%	17,9%	17,8%	18,1%	18,4%	18,4%
Amorisman Gideri	15.000.000	21.000.000	23.000.000	31.000.000	33.000.000	36.000.000
% Satışlara Oranı	1,5%	1,5%	1,3%	1,4%	1,3%	1,2%
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%

Kaynak: Şirket, OYAK Yatırım tahminleri

FAVÖK

FAVÖK hesaplamalarımız esas faaliyetlerden net diğer gelir kalemini 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.

Grafik 8: Satış ve FAVÖK Performansı



Kaynak: Şirket, OYAK Yatırım tahminleri

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

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Ayazağa Mah. Kemalpaşa Caddesi Kat: 7/5
Büyükdere No: 13 Şişli/Beşiktaş/İstanbul 34398
Tic. Sic. No: 270907 Mersis No: 34030000000000000001
Büyükdere No: 13/5 Kat: 7/5

7.A.2. Yatırım Harcamaları:

Şirket'in öngörülleri kapsamında projeksiyon dönemi boyunca kapasite artırımı ve iyileştirme yatırımları yapması beklenmektedir. Yatırım ve kapasite tahminlerine ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 33: Üretim Kapasitesi ve Yatırımlar

Üretim Kapasitesi	2017	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Tonaj	41.700.000	46.000.000	48.800.000	60.200.000	72.300.000	73.800.000	86.800.000	88.800.000	99.800.000
Adet	35.000.000	40.000.000	40.000.000	68.800.000	93.200.000	103.200.000	124.800.000	146.400.000	146.400.000
Yatırımlar	2017	2018	2019	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Kapasite Artırımı	-	-	-	68.185.216	-	80.902.380	2.708.101	81.333.292	-
Bakım - Onarım (İdame)	-	-	-	22.122.734	37.250.165	39.014.867	58.118.564	58.464.548	76.682.662
Toplam	13.822.973	29.286.954	52.287.697	90.307.950	37.250.165	119.917.247	60.826.664	139.797.840	76.682.662
Yatırım / Ciro %	3,9%	5,5%	7,6%	8,9%	2,6%	6,8%	2,7%	5,4%	2,6%

Kaynak: Şirket, OYAK Yatırım tahminleri

2021 yılında tonaj bazında kapasite artışının sebebi bir jelly ve bir licorice hattıdır. İlgili yatırımlar 2020 yılının başında başlamış olup 2020 yılının sonu itibarıyla tamamlanması planlanmaktadır. Adet bazında kapasite artışının temel sebebi ise 2020 yılı Nisan ayında faaliyete geçen ve yıllık 43,2 milyon adet kapasiteye sahip sürpriz yumurta hattıdır.

Şirket'in bakım onarım yatırımları, otomasyon yatırımlarını da içermektedir. 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. Tahminlerimiz, 2022 ve 2024 yıllarında başlayacak ve bir sonraki yıl operasyonel olacak yeni jelly ve licorice hatlarını içermektedir. 2022'de yeni sürpriz yumurta hattı ve 2023'te ise draje kazanı yatırımlarının yapılması da projeksiyonlara konulmuştur. Şirket, 2020'de yapılan depo inşaatının projeksiyon dönemi boyunca şirket ihtiyaçları için yeterli olacağını öngörmektedir.

7.A.3. İşletme Sermayesi İhtiyacı Projeksiyonu:

Ticari İşletme Sermayesi'nde görülen değişiklikler ve projeksiyon dönemine ilişkin beklentiler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 34: İşletme Sermayesi Detayları

TL	2017	2018	2019	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Ticari Alacak	105.230.570	163.001.183	187.329.956	277.056.162	372.964.701	457.131.028	578.158.566	674.653.397	758.172.417
Stok	66.647.109	86.807.075	143.735.449	169.495.782	226.857.983	277.973.594	350.282.924	407.825.420	457.763.699
Ticari Borç	74.690.149	98.780.870	108.697.484	150.662.918	213.513.396	261.622.206	329.678.046	383.835.689	430.836.423
Ticari İşletme Sermayesi - net	97.187.530	151.027.388	222.367.921	295.889.026	386.309.289	473.482.416	598.763.444	698.643.128	785.099.693
Değişim		53.839.858	71.340.533	73.521.105	90.420.262	87.173.128	125.281.028	99.879.683	86.456.565
Ortalama Tahsilat Süresi (gün)	108	111	99	100	95	95	95	95	95
Ortalama Stokta Kalma Süresi (gün)	90	83	110	90	85	85	85	85	85
Ortalama Borç Ödeme Süresi (gün)	101	95	83	80	80	80	80	80	80
Nakit Dönüşüm Süresi (gün)	97	100	126	110	100	100	100	100	100

Kaynak: Şirket, OYAK Yatırım tahminleri

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Nispetiye Kat: 7C Kat: 16 Sarıyer-İstanbul
Tic. Sic. No: 271235/05.000 Mersis No: 34070100000000000000
Büyük Mükellefler V.D. No: 0039604

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

7.A.4. Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesabı:

Nakit akım projeksiyonlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM değerine ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 35: 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

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasının varsayımları şunlardır:

Risksiz getiri oranı hesaplanırken, Türkiye'deki 10 yıllık TL tahvil (ISIN TRT080328T15) oranındaki değişimler takip edilmiş olup, seviyeler göz önüne alındığında mevcut durum için %14 esas alınmıştır.

Beta, halka arz olacak şirketlerin henüz işlem görmeye başlamadığı gerçeği ve bu açıdan istatistiki hesaplamaların imkansızlığından 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 tahminimiz olan %40 oranı kullanılmıştır.

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

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akademi Çiğdem Bulvarı Cad. Vardar İşhanı Kat: 7B
Blok A Kat: No 7C Kat: 18 Sarıyer/İSTANBUL 34999
Tic. Sic. No: 271100 Mersis No: 080300360400001
Etiler/Beşiktaş/İSTANBUL
Büyükdere Müktefeler V.D. 644 003 9604

7.A.5. 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 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'dir. Şirket'in 150 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 11,47 TL'dir.

Tablo 36: İndirgenmiş Nakit Akım Projeksiyonları

TL	2020T	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
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. ihtiyacı	-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	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					

Kaynak: OYAK Yatırım Tahminleri, SNA: Serbest Nakit Akışı, Faaliyet karı=Brüt kar eksi faaliyet giderleri, FAVÖK= faaliyet karı artı amortisman.
 *30/06/2020 tarihli Bağımsız Denetim Raporu'ndan hesaplanan tutar

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 kendi makro tahminlerimizle projeksiyonlarımızı oluşturduk. 2020-2025 dönemi için net satışların %24 YBBO ile büyümesini öngörüyoruz. İhracatın %21, geleneksel kanalın %24 ve organize ticaretin % 28 büyüyeceğini tahmin ediyoruz.

Tablo 39: Yurt dışı karşılaştırılabilir şirketler çarpanları

	Menşei	Açıklama	Piyasa Değeri (USDmn)	FAVÖK marjı	F/K	FD/FAVÖK
Tootsie Roll	ABD	Tootsie Roll paketli şekerleme ürünlerin üretim ve satışını gerçekleştirmektedir. Ürünler ABD, Kanada ve Meksika'da pazarlanmaktadır.	1,983	18.3%	31.7	22.9
Wavel SA	Polonya	Wavel S.A. şekerleme üreticisidir. Şirketin ana ürünleri kakao, çikolata ve çikolatalı ürünlerdir. Şirket, ürünlerini hem perakende satış mağazaları vasıtasıyla yurtiçine, hem de yurtdışına vermektedir.	206	17.9%	15.3	7.5
Universal Robina	Filipinler	Universal Robina Corporation markalı tüketici gıdaları üretir, pazarlar ve dağıtır. Şirketin ürünleri arasında domuz ve kümes hayvanları yetiştiriciliği, hayvan yemleri, mısır ürünleri ve hayvan sağlığı ürünleri de yer almaktadır.	6,081	17.0%	29.0	13.7
Cloetta	İsveç	Cloetta AB, İskandinav bölgesi, Hollanda ve İtalya'da pazarları bulunan bir şekerleme şirkettir.	762	15.8%	15.1	9.6
M Dias Branco	Brezilya	M Dias Branco, buğdaydan elde edilen gıda ürünlerinin üretimini, pazarlama dağıtımını gerçekleştirmektedir. Şirketin ürünleri arasında bisküvi ve makarna, un ve buğday kepeğinin yanı sıra margarin ve bitkisel yağlar bulunmaktadır.	2,122	14.1%	17.4	14.9
Grupo Nutresa	Kolombiya	Grupo Nutresa, gıda ürünlerinin işlenmesi, dağıtım ve pazarlamasını gerçekleştirir. Şirketin ürünleri arasında et, kurabiye, çikolata, kahve, dondurma ve makarna bulunmaktadır. Grupo Nutresa ürünlerini hem yurtiçi hem de yurtdışı pazarlara satmaktadır.	2,697	14.1%	18.3	8.9
Morinaga & Co	Japonya	Morinaga & Co., şekerleme ürünleri, konserve alkolsüz içecekler ve dondurma üretmektedir. Şirket ayrıca sağlıklı gıdalar ve eczacılık ürünleri üretmektedir.	2,210	13.2%	20.9	7.0
Flower Foods	ABD	Flowers Foods, Inc. perakende ve gıda hizmeti müşterileri için paketlenmiş unlu mamuller üretir ve pazarlar. Şirket taze paketlenmiş ve dondurulmuş unlu mamuller ile hamur işleri, çörekler ve unlu mamuller sunmaktadır.	5,064	12.7%	21.3	10.6
Lotte Confectionery	Güney Kore	Lotte Confectionery Co., Ltd. bir atıştırmalık gıda üretim şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, sakız, şekerleme, bisküvi, çikolatalar, turtalar, atıştırmalıklar ve diğer ürünler üretmekte ve satmaktadır.	541	10.9%	19.3	6.2
Guan Chong	Malezya	Guan Chong, yan kuruluşları aracılığıyla kakao likörü, kakao yağı, kakao keki ve kakao tozu dahil olmak üzere kakao türevi gıda bileşenleri üretmektedir. Şirketin ürünleri dünyanın çeşitli ülkelerine ihraç edilmektedir.	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	1,844,679,715					
FD/FAVÖK çarpanıyla hedef piyasa değeri	1,388,818,622					
%50-50 ağırlıklı hedef piyasa değeri	1,616,749,168					
Pay başına değer TL	10.78					

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları, Bloomberg

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Ayvazgözü Kentsel Yerleşim Alanı, Nispetiye Bulvarı, 34398 Beşiktaş/İstanbul
 Blok Apt. No: 7/C Kat: 18. Kat
 T: 0212 351 05 99 F: 0212 351 05 99 Mersis No: 34390100000000000000
 E: iletisim@oyakyatirim.com.tr
 Büyük Mükellefler Vergi No: 349 003 9604

8. Sonuç

Değerleme çalışmamızda hem indirgenmiş nakit akımı hem de piyasa çarpanları yöntemlerini incelemiş bulunuyoruz. İndirgenmiş nakit akımına %50, yurt içi ve yurt dışı çarpanları analizlerine %25'er pay vererek ulaştığımız halka arz öncesi hedef değerimiz 1.687 milyon TL ve halka arz öncesi sermayeye bölünerek bulunan hisse başı hedef değerimiz de 11,25 TL olmaktadır. Bulunan hisse başına hedef piyasa değerine %28,9 halka arz iskontosu uyguladığımızda hisse başına piyasa değerimiz 8,00 TL'ye, %20,0 iskonto uyguladığımızda da 9,00 TL'ye gelmektedir. Böylelikle halka arz için fiyat aralığı olarak 8,00 – 9,00 TL değerlerine ulaşıyoruz.

Tablo 40: 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
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	8,0	9,0

Kaynak: OYAK Yatırım

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Akmerkez Mh. Kemerburgaz Cd. Vadi İstanbul Park Sit. 1. Blok Kat: 4/1 Kat: 4/1 Sarıyer-İST. T: 0212 306 10 00
 Fax: 0212 306 10 01 Mes: No: 064 06 72 00 00
 Büyük Mükellefler V.D. 849 01 4504

İşbu fiyat tespit raporu, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayınlanan VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca, halka arz edilecek payların satış fiyatının nominal değerinden yüksek olması nedeni ile hazırlanmıştır.

Bu değerlendirme çalışmasında Kervan Gıda Sanayi Ve Ticaret A.Ş.'nin ("Şirket") tarafımıza sağlamış olduğu yazılı, sözlü bilgilerden ve verilerden yararlanılmıştır. OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Kurum") olarak, fiyat tespit raporunda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan etmekle birlikte, tarafımızla paylaşılan bilgilerin doğru olmadıklarının ortaya çıkması halinde Kurumumuz ve çalışanlarınca herhangi bir sorumluluk kabul edilmemiştir ve edilmeyecektir.

Kurumumuzca fiyat tespit raporu hazırlanan Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespiti yapılmamıştır. Muhataplarca değerlendirme yapılırken, fiyat tespit raporunda ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği gözardı edilmemelidir.

Bu Rapor elde edilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları düşünülen tahmin ve projeksiyonlara göre hazırlanmıştır. Tahmin ve projeksiyonların benimsenmesinde gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler nedeni ile raporda kabul edilen tahmin ve projeksiyonların gerçekleşmemesi mümkündür. Bu tür durumlarda Şirket değerinin öngörülen şekilde oluşmaması halinde Kurumumuz ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır.

OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Sermaye Piyasası Kurul'unun Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı'nda belirtilen niteliklere sahip olduklarını ve bağımsızlık ilkelerine uyduğunu beyan ederiz.

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Ayvazgözü Köyü, Kemerburgaz Cd. Vardisi, Abi, Kat: 7B
Büyükdere, Kat: 7B Kat: 18 Sarıyer-İST. T.C. 06 33 00 00
Box: 0217 351 05 00 Mersis No: 0649 007 30040 0034
Büyükdere Mükellefler Y.D. 649 003 9604

