

## Kervan Gıda Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu

### 1- Amaç

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan bu rapor, Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("KRVGD", "Kervan Gıda" veya "Şirket") için Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Oyak Yatırım") tarafından hazırlanarak 20.11.2020 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmiş olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirmesi niteliğindedir.

Bu Rapor; Kervan Gıda'nın halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

### 2- Halka Arz Bilgileri

<b>Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)</b>	- Ödenmiş Sermaye	:	<b>150.000.000 TL</b>
	- Halka Arz Şekli	:	<b>Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı</b>
	- Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı	:	<b>37.500.000 TL</b>
	- Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı	:	<b>12.000.000 TL</b>
	- Halka Arz Miktarı - Toplam	:	<b>49.500.000 TL</b>
	- Halka Arz Oranı (Halka Açıklık)	:	<b>26,40%</b>
	- Ek Satış Hakkı	:	<b>6.000.000 TL</b>
	- Ek Satış Hakkı Dahil Halka Arz Miktarı	:	<b>55.500.000 TL</b>
	- Ek Satış Hakkı Dahil Halka Açıklık Oranı	:	<b>29,60%</b>

<b>Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü</b>	- Halka Arz Fiyat Aralığı	:	<b>8,00 - 9,00 TL</b>
	- Şirket Değeri	:	<b>1,20 - 1,35 milyar TL</b>
	- Halka Arz Büyüklüğü	:	<b>396,0 - 445,5 milyon TL</b>
	- Ek Satış Dahil Halka Arz Büyüklüğü	:	<b>444,0 - 499,5 milyon TL</b>
	- Yurtiçi Halka Arz Büyüklüğü	:	<b>316,8 - 356,4 milyon TL</b>
	- Yurtdışı Halka Arz Büyüklüğü	:	<b>79,2 - 89,1 milyon TL</b>
	- Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	:	<b>1,50 - 1,69 milyar TL</b>

<b>Yatırımcı Grupları ve Tahsisatlar (*)</b>	<b>Satış Payı</b>	<b>Satış Miktarı</b>
- Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	30%	14.850.000
- Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	50%	24.750.000
- Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar	20%	9.900.000

(\*) Ek Satış kapsamında satılacak paylar için tahsisat oranları serbestçe belirlenecektir.

<b>Talep Toplama Yöntemi</b>	- Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
------------------------------	-----------------------------------

<b>Aracılık Yöntemi</b>	- En İyi Gayret Aracılığı
-------------------------	---------------------------

<b>Konsorsiyum Lideri</b>	- Oyak Yatırım liderliğinde oluşturulan 25 üyeli konsorsiyum
---------------------------	--

<b>Fiyat İstikrarı İşlemleri</b>	Ek Satışın gerçekleşmesi halinde ek satıştan elde edilecek kaynakla 30 gün süreyle yapılması planlanmaktadır, ancak bu bir taahhüt anlamına gelmemektedir.
----------------------------------	--

<b>Lock-up (Satmama Taahhüdü)</b>	- Ortaklar sahip oldukları payları 1 yıl boyunca satmama, Şirket 1 yıl bedelli sermaye artırımını yapmama taahhüdü vermiştir.
-----------------------------------	---

<b>BİST İşlem Kodu</b>	- <b>KRVGD</b>
------------------------	----------------

<b>Talep Toplama Tarihleri</b>	- <b>26 - 27 Kasım</b>
--------------------------------	------------------------

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. İfo Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. İfo Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

### 3- Şirkete İlişkin Bilgiler

1994 yılında kurulan Kervan Gıda, yumuşak şeker (jelly, licorice ve marshmallow), sakız, sert şeker, draje çikolata, sürpriz yumurta ve oyuncaklı ürün kategorilerini içeren şekerleme sektöründe üretim ve satış faaliyetleri ile iştigal etmekte olup, merkez adresi Yakuplu Mahallesi, Beysan Sanayi Sitesi, Fuat Caddesi, No:9/1 Beylikdüzü / İstanbul'dur.

Kervan Gıda, 1999 yılında Bebeto markasıyla Jelly üretimine başlamıştır. 2005'te ilk Licorice ve 2016'da ilk Marshmallow hak yatırımlarını tamamlayan Kervan Gıda, 2014 yılında sert şeker üreticisi Akaş'ın satın alınması ve 2016 yılında oyuncaklı ürün satışı ile iştigal eden Uçantay Gıda Sanayi Ticaret A.Ş. (Uçantay)'nin alımıyla ürün portföyünü genişletmiştir. Uçantay'ın ürün portföyüne takip eden yıllarda yeni yatırımlarda draje çikolata ve sürpriz yumurta ürünleri de eklenmiştir.

85 ülkeye ihracat yapan Kervan Gıda'nın yurt dışında Amerika, İngiltere, Almanya ve Rusya'da ofisleri bulunmaktadır.

Şirketin üretim kapasitesinin büyük bir bölümünü yumuşak şeker ürünleri oluşturmaktadır. Sakız grubunda şekerli, yuvarlak ve draje sakız, sert şeker kategorisinde lolipop, bonbon şeker ve yassı şeker üretimi ve satışı yapılmaktadır. Draje çikolata kategorisi ise çikolata kaplamalı ürünlerden oluşmaktadır.

30.06.2020 dönemi itibarıyla Kervan Gıda, Akhisar ve İstanbul'da bulunan toplam üç üretim tesisinde, 70.000 m<sup>2</sup> 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 birer adet jelly hattı, licorice hattı, marshmallow hattı, sürpriz yumurta hattı, jelly bean hattı ile paketlenme hatları ve kaplama kazanları yatırımlarını gerçekleştirmiştir.

Kervan Gıda'nın satışlarında en önemli katkı sağlayan ürünler aşağıdaki tabloda özetlenmiş olup, 2020 yılının ilk yarısında şirket hasılatındaki %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.

Net Satışlar (Milyon TL)	2017	Oran (%)	2018	Oran (%)	2019	Oran (%)	30.06.2019	Oran (%)	30.06.2020	Oran (%)
Jelly	176,8	49,8	264,4	49,5	342,2	49,8	164,6	49,4	262,6	56,0
Licorice	52,5	14,8	90,0	16,8	115,0	16,7	53,2	16,0	69,0	14,7
Draje Çikolata	15,9	4,5	32,0	6,0	58,7	8,5	33,1	9,9	39,6	8,5
Oyuncaklı Ürün	41,3	11,6	55,6	10,4	54,4	7,9	24,4	7,3	28,1	6,0
Sakız	33,9	9,5	41,9	7,8	48,2	7,0	24,0	7,2	25,4	5,4
Marshmallow	25,2	7,1	31,7	5,9	31,1	4,5	16,6	5,0	17,0	3,6
Sert Şeker	6,8	1,9	13,1	2,5	23,3	3,4	9,7	2,9	11,5	2,4
Sürpriz Yumurta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,8	1,7
Diğer	2,8	0,8	5,5	1,0	14,5	2,1	7,7	2,3	8,2	1,8
<b>Toplam</b>	<b>355,2</b>	<b>100,0</b>	<b>534,2</b>	<b>100,0</b>	<b>687,4</b>	<b>100,0</b>	<b>333,2</b>	<b>100,0</b>	<b>469,1</b>	<b>100,0</b>

Şirketin ana satış kanalları ihracat kanalı, organize ticaret kanalı ve geleneksel satış kanalı olarak özetlenmekte olup finansal tablo dönemleri itibarıyla aşağıda gösterilmiştir.

Milyon TL	2017	2018	2019	30.06.2019	30.06.2020	2018 / 2017 Değişim	2019 / 2018 Değişim	30.06.2020 / 30.06.2019 Değişim
<b>Kervan Konsolide Ciro</b>	355	534	687	333	469	50%	29%	41%
<b>Ihracat</b>	199	335	397	190	268	68%	18%	41%
<b>Geleneksel (*)</b>	81	87	114	53	67	8%	30%	27%
<b>Organize Ticaret (**)</b>	75	112	177	91	134	48%	58%	48%

(\*) Bu kanal toptan market ve bakkal gibi işletmeler vasıtasıyla sıcak satışın yapıldığı kanaldır.

(\*\*) Bu kanal organize perakendecilere satışların yapıldığı kanaldır.

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASİ ORTAKLIK YAPISI							
Ortağın Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
		Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
Mehmet Şükrü Başar	A	16.120.000	11,75%	16.120.000	8,60%	15.370.000	8,20%
	B	1.500.000		0		0	
Fikret Başar	A	16.120.000	11,75%	16.120.000	8,60%	15.370.000	8,20%
	B	1.500.000		0		0	
Mitat Başar	A	18.010.000	13,01%	18.010.000	9,61%	17.260.000	9,21%
	B	1.500.000		0		0	
Burhan Başar	A	16.120.000	11,75%	16.120.000	8,60%	15.370.000	8,20%
	B	1.500.000		0		0	
Fahrettin Çezik	A	16.120.000	11,75%	16.120.000	8,60%	15.370.000	8,20%
	B	1.500.000		0		0	
Mahmut Koçum	A	17.250.000	12,50%	17.250.000	9,20%	16.500.000	8,80%
	B	1.500.000		0		0	
Suat Erdem	A	17.250.000	12,50%	17.250.000	9,20%	16.500.000	8,80%
	B	1.500.000		0		0	
Aydın Çelik	A	17.250.000	12,50%	17.250.000	9,20%	16.500.000	8,80%
	B	1.500.000		0		0	
Nurcan İlbahar	A	1.880.000	1,25%	1.880.000	1,00%	1.880.000	1,00%
Necla Delal	A	1.880.000	1,25%	1.880.000	1,00%	1.880.000	1,00%
Halka Açık Kısım	B	0	0,00%	49.500.000	26,40%	55.500.000	29,60%
<b>Toplam</b>	<b>A+B</b>	<b>150.000.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>187.500.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>187.500.000</b>	<b>100,00%</b>

#### 4- Finansal Tablolar

<b>Bilanço (TL)</b>	<b>30.06.2020</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2018</b>	<b>31.12.2017</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>480.141.203</b>	<b>388.120.608</b>	<b>301.027.134</b>	<b>197.791.756</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	52.027.304	6.676.793	4.691.764	2.878.891
Ticari Alacaklar	245.065.936	187.329.956	163.001.183	105.230.570
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	688.881	4.462.397	5.101.016	4.549.077
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	244.377.055	182.867.559	157.900.167	100.681.493
Diğer Alacaklar	4.683.223	9.057.261	6.434.103	1.945.316
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	1.409.142	7.451.161	5.658.854	1.315.743
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	3.274.081	1.606.100	775.249	629.573
Stoklar	142.315.908	143.735.449	86.807.075	66.647.109
Peşin Ödenmiş Giderler	14.830.984	16.332.088	20.554.780	8.042.392
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Alacaklar	0	0	225.077	0
Diğer Dönen Varlıklar	21.217.848	24.989.061	19.313.152	13.047.478
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>465.691.867</b>	<b>309.611.925</b>	<b>174.785.835</b>	<b>148.315.464</b>
Ticari Alacaklar	0	37.892	61.423	0
Diğer Alacaklar	949.019	761.663	108.455	107.431
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	840.564	653.208	0	0
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	108.455	108.455	108.455	107.431
Kullanım Hakkı Varlıkları	1.692.696	1.264.932	0	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	10.488.489	8.918.234	239.619	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	5.269.000	3.040.883	3.042.683	3.114.123
Maddi Duran Varlıklar	412.875.686	276.255.574	150.399.262	132.446.579
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	20.715.062	10.916.488	11.255.623	8.331.084
<i>Şerefiye</i>	16.855.600	6.996.362	6.996.362	6.996.362
<i>Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	3.859.462	3.920.126	4.259.261	1.334.722
Peşin Ödenmiş Giderler	13.701.915	8.416.259	9.678.770	4.316.247
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>945.833.070</b>	<b>697.732.533</b>	<b>475.812.969</b>	<b>346.107.220</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>350.493.005</b>	<b>318.945.098</b>	<b>252.483.849</b>	<b>187.098.898</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	90.133.107	112.295.400	85.080.794	81.574.920
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	127.022.842	78.736.405	50.967.441	21.383.935

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Uzun Vadeli Kiralama Borçlarının Kısa Vadeli Kısımları	1.395.380	883.947	0	0
Ticari Borçlar	101.147.781	108.697.484	98.780.870	74.690.149
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	4.849.334	2.762.473	4.329.695	3.517.960
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	96.298.447	105.935.011	94.451.175	71.172.189
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	8.138.790	6.591.208	4.371.710	3.516.625
Diğer Borçlar	6.493.080	318.091	425.639	108.760
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	3.734.230	72.086	84.396	108.760
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	2.758.850	246.005	341.243	0
Ertelenmiş Gelirler	6.509.941	5.056.511	5.618.662	3.762.111
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	6.138.096	4.337.844	5.423.209	632.585
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.669.777	1.837.737	1.613.882	1.219.757
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	2.015.546	1.239.737	1.056.901	762.590
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	654.231	598.000	556.981	457.167
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	844.211	190.471	201.642	210.056
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>162.476.515</b>	<b>95.218.906</b>	<b>86.635.426</b>	<b>57.904.443</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	120.512.558	80.196.471	81.681.728	52.445.300
Uzun Vadeli Kiralama Borçları	369.349	478.486	0	0
Ticari Borçlar	0	474.924	0	301.566
Diğer Borçlar	285.203	0	0	0
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0	29.500
Uzun Vadeli Karşılıklar	5.704.115	3.886.219	2.851.828	2.079.210
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	5.704.115	3.886.219	2.851.828	2.079.210
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	35.605.290	10.182.806	2.101.870	3.048.867
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>432.863.550</b>	<b>283.568.529</b>	<b>136.693.694</b>	<b>101.103.879</b>
Ödenmiş Sermaye	150.000.000	80.000.000	40.000.000	40.000.000
Ortak Kontrolde Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	2.011.813	2.011.813	2.013.075	2.013.075
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	240.112.113	145.632.168	69.341.833	69.179.387
<i>Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazan/Kayıpları</i>	240.335.570	145.661.858	69.265.118	69.282.201
<i>Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/Kayıpları</i>	-223.457	-29.690	76.715	-102.814
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirleri veya Giderler	4.618.540	2.213.810	1.833.490	-1.325.441
<i>Yabancı Para Çevrim Farkları</i>	4.618.540	2.213.810	1.833.490	-1.325.441
Diğer Yedekler	2.500.000	2.500.000	8.606.618	3.714.640
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.409.204	942.820	771.981	688.734
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	-25.416.521	-29.988.873	-17.771.305	-26.254.144
Net Dönem Karı/(Zararı)	49.462.193	75.038.736	28.004.160	10.526.028
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>424.697.342</b>	<b>278.350.474</b>	<b>132.799.852</b>	<b>98.542.279</b>
<b>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</b>	<b>8.166.208</b>	<b>5.218.055</b>	<b>3.893.842</b>	<b>2.561.600</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>945.833.070</b>	<b>697.732.533</b>	<b>475.812.969</b>	<b>346.107.220</b>

<b>Kar veya Zarar Kısmı (TL)</b>	<b>30.06.2020</b>	<b>30.06.2019</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2018</b>	<b>31.12.2017</b>
Hasılat	469.107.370	333.220.997	687.362.079	534.216.898	355.237.897
Satışların Maliyeti (-)	-318.528.794	-238.779.540	-477.049.179	-380.840.918	-271.084.588
<b>Brüt Kar</b>	<b>150.578.576</b>	<b>94.441.457</b>	<b>210.312.900</b>	<b>153.375.980</b>	<b>84.153.309</b>
Genel Yönetim Giderleri	-18.428.237	-12.117.803	-25.417.421	-19.324.003	-15.079.828
Pazarlama ve Satış Giderleri	-45.035.184	-35.111.109	-71.747.540	-51.402.091	-33.265.266
Araştırma Giderleri	-1.574.896	-953.773	-2.025.524	-1.157.990	-546.324
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	44.839.878	32.481.442	52.286.945	62.600.129	35.491.373
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-21.407.919	-26.894.787	-43.914.794	-46.454.835	-36.674.387
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>108.972.218</b>	<b>51.845.427</b>	<b>119.494.566</b>	<b>97.637.190</b>	<b>34.078.877</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	3.731.004	162.622	808.921	831.195	406.111
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-645.205	-384.318	-407.392	-13.986	-296.678
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından/ Zararlarından Paylar	176.392	3.526.835	5.178.615	-1.360.381	-142.445

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

<b>FINANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI</b>	<b>112.234.409</b>	<b>55.150.566</b>	<b>125.074.710</b>	<b>97.094.018</b>	<b>34.045.865</b>
Finansman Giderleri	-52.985.634	-24.922.220	-38.228.709	-62.720.802	-22.866.579
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KAR/(ZARAR)</b>	<b>59.248.775</b>	<b>30.228.346</b>	<b>86.846.001</b>	<b>34.373.216</b>	<b>11.179.286</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri/(Gideri)</b>	<b>-8.384.214</b>	<b>-4.078.030</b>	<b>-10.887.236</b>	<b>-549.649</b>	<b>-120.890</b>
<i>Dönem Vergi Gideri/Geliri</i>	-10.013.766	-4.789.952	-11.256.196	-1.543.346	-1.895.598
<i>Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri</i>	1.629.552	711.922	368.960	993.697	1.774.708
<b>DÖNEM KARI/(ZARARI)</b>	<b>50.864.561</b>	<b>26.150.316</b>	<b>75.958.765</b>	<b>33.823.567</b>	<b>11.058.396</b>
<b>Dönem Kar/Zararının Dağılımı</b>					
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	1.402.368	-280.080	920.029	-180.593	532.368
Ana Ortaklık Payları	49.462.193	26.430.396	75.038.736	28.004.160	10.526.028
<b>Pay Başına Kazanç</b>					
Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç	2.631,51	7.001,04	9.379,84	3.303,80	3.297,48

### 5- Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

Sermaye artırımı ve ortak satışı ile gerçekleştirilecek halka arzdan maliyetler arındırılmamış haliyle Şirketin 300 milyon TL ile 337,5 milyon TL arasında gelir elde etmesi planlanmaktadır. Halka arzdan elde edilecek kaynağın %55'inin Avrupa'da şirket satın alımında, %25'inin yapılmakta olan yatırımların tamamlanması ve potansiyel hat yatırımlarında ve %20'sinin ise finansal borç ödemelerinde kullanılması planlanmaktadır.

#### - Avrupa'da şirket satın alımı

Şirket, gümrük avantajlarından yararlanmak, coğrafi riski dağıtmak ve Avrupa modern kanalında (zincir marketlerde) Bebeto markasının konumunu güçlendirmek üzere kendi sektöründe faaliyet gösteren, Avrupa Birliği sınırları içerisinde bir şirket satın almayı planlamaktadır. Şirket, satın alma sonrası sağlayacağı ilave 10.000 ton hacim artışı ile hedef şirketin operasyonel verimliliğini artırarak FAVÖK marjında iyileşme hedeflemektedir. Halka arz gelirinin yaklaşık %55'inin bu amaçla kullanılması planlanmaktadır.

Şirket satın alması için ayrılacak fon, satın alma şartlarının Şirket lehine oluşması durumunda bu amaçla kullanılacaktır. Görüşmeler sonuçlanıncaya kadar geçmesi beklenen takribi 3 aylık sürede fon banka katılım hesaplarında değerlendirilecektir. Bu sürenin sonunda satın almanın gerçekleşmemesi durumunda ilgili fon Şirket'in banka kredilerinin kapatılmasında kullanılacaktır.

#### - Yatırım Finansmanı

Halka arz gelirinin yaklaşık %25'i ile yapılmakta olan yatırımların tamamlanması ve potansiyel hat yatırımları için Akhisar'da yeni fabrika binası satın alınması planlanmaktadır. Yapılmakta olan yatırımlardan başlıcaları, 2020 Kasım ve 2020 Aralık aylarında faal hale gelmesi planlanan 9.000 ton kapasiteli jelly ve 2.500 ton kapasiteli licorice üretim hatlarıdır. Bu hatların kurulumu için Akhisar'daki mevcut fabrikada alan genişletme çalışmaları devam etmektedir. Bu yatırımlar sonucunda Şirket, kapasitesini yaklaşık %20 oranında artırmayı planlamaktadır. Hatların tam kapasite ile çalışması durumunda bu artışın Şirket'in yıllık cirosuna katkısının yaklaşık 30 milyon ABD Doları olması hedeflenmektedir.

Şirket uzun vadeli planları çerçevesinde 2022 yılında yeni Jelly ve Licorice hat yatırımları planlamaktadır. Yukarıda bahsi geçen yeni fabrika binası satın alma planı bu hat yatırımları için ön hazırlık niteliğindedir.

#### - Finansal Borçların Ödenmesi

Şirket 2020 yılında halka arzdan sağlanacak fon beklentisinden dolayı uzun vadeli kredilerin yüksek maliyetinden kaçınmak adına kısa vadeli krediler hazırlanmıştır. Bu doğrultuda Şirket, halka arz gelirinin yaklaşık %20'lik kısmıyla kısa vadeli finansal kredilerini kapatmayı hedeflemektedir. Kısa vadeli finansal kredilerin kapatılmasının amacı, Şirket'in finansal borçlarının azaltılması ve toplam finansal borçların içerisindeki uzun vadeli kredilerin oranını artırarak daha güçlü bir pozisyon elde edilmesidir.

## 6- Halka Arz Teşviki

Şirket paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 gün boyunca ek satış kapsamında elde edilecek fon ile fiyat istikrarı işlemlerinde bulunulması planlanmaktadır.

## 7- Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 08.10.2020 tarihli fiyat tespit raporunda, halka arz fiyatının belirlenmesinde 2 değerlendirme yönteminin uygulanmasına karar verilmiştir.

- Piyasa Çarpanları Yöntemi
- İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi - İNA

### a) Piyasa Çarpanları Yöntemi

Şirketin bağımsız denetimden geçmiş 2019 yılı verileriyle birlikte 2019 yılı verilerine 2020 ilk yarı verilerinin eklenip 2019 ilk yarı verilerinin çıkarılması sonucu bulunan 1Y2020 yıllıklandırılmış verileri aşağıda gösterilmiş olup, FAVÖK tutarı esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler hesaplarını içermemektedir.

Şirket Verileri (TL)	FAVÖK	Net Kar	Net Borç	Net Borç / FAVÖK
2019	124.473.332	75.038.736	265.913.916	2,1
<b>1Y2020 Yıllıklandırılmış Veriler</b>	<b>165.844.819</b>	<b>98.070.533</b>	<b>287.405.932</b>	<b>1,7</b>

Gerek yurt içi gerekse yurt dışı çarpan analizleriyle hesaplanan hedef fiyatlarda Finnet ve Bloomberg veri programından alınan veriler kullanılmıştır.

Şirket için yapılan yurtiçi çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanı yumuşak şeker sektöründe birebir karşılaştırılabilir şirket olmaması sebebiyle BİST'te işlem gören gıda şirketlerine yer verilmiştir. Şirketlerin son piyasa değerleri ve 1Y2020 finansallarıyla yıllıklandırılmış tutarlarla yapılan analizde FAVÖK marjı %5 – 25 aralığında olan şirketler medyan hesabına katılmıştır.

Çarpan analizi yönteminin tamamında Fiyat / Kazanç (F/K) ve Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) çarpanlarının medyanı dikkate alınmış olup, KENT, AVOD ve FADE'nin çarpanları medyan hesabında dikkate alınmamıştır.

Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları	Piyasa Değeri	Yıllıklandırılmış 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
<b>Medyan</b>		<b>13,9%</b>	<b>18,8</b>	<b>11,0</b>
KENT	74.250.000.000	13,3%	843,9	484,5
AVOD	509.400.000	10,9%	86,4	28,8
FADE	477.285.000	29,1%	a.d	29,8

<b>Yıllıklandırılmış FAVÖK</b>	165.844.819
<b>Yıllıklandırılmış Net Kar</b>	98.070.533
<b>30.06.2020 Net Borç</b>	287.405.932

<b>F/K Çarpanıyla Hedef Piyasa Değeri</b>	1.847.421.987
<b>FD/FAVÖK Çarpanıyla Hedef Piyasa Değeri</b>	1.539.222.536
<b>%50-50 Ağırlıklı Hedef Piyasa Değeri</b>	1.693.322.262
<b>Pay Başına Değer</b>	11,29

FD/FAVÖK ve F/K çarpanı kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değerlerinin eşit ağırlıklandırılması sonucu 1.693 milyon TL tutarında şirket büyüklüğüne ulaşılmaktadır.

Şirket için yapılan yurt dışı çarpan analizinde; Bloomberg verilerine göre hazırlanan karşılaştırılabilir şirketler kümesinde çoğu şirket için tahmin eksikliği sebebiyle yıllıklandırılmış çarpanlar medyanına yer verilmiş ve hedef değere Şirket'in yıllıklandırılmış verileri üzerinden ulaşılmıştır.

Şirket	Menşei	Piyasa Değeri (USD, Mn)	FAVÖK Marjı	F/K	FD/FAVÖK
Tootsie Roll	ABD	1.983	18,3%	31,7	22,9
Wavel SA	Polonya	206	17,9%	15,3	7,5
Universal Robina	Filipinler	6.081	17,0%	29,0	13,7
Cloetta	İsveç	762	15,8%	15,1	9,6
M Dias Branco	Brezilya	2.122	14,1%	17,4	14,9
Grupo Nutresa	Kolombiya	2.697	14,1%	18,3	8,9
Morinaga&Co	Japonya	2.210	13,2%	20,9	7,0
Flower Foods	ABD	5.064	12,7%	21,3	10,6
Lotte Confectionery	Güney Kore	541	10,9%	19,3	6,2
Guan Chong	Malezya	820	8,5%	15,9	11,7
		<b>Medyan</b>	<b>14,1%</b>	<b>18,8</b>	<b>10,1</b>

<b>Yıllıklandırılmış FAVÖK</b>	165.844.819
<b>Yıllıklandırılmış Net Kar</b>	98.070.533
<b>30.06.2020 Net Borç</b>	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** 10,78

FD/FAVÖK ve F/K çarpanı kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değerlerinin eşit ağırlıklandırılması sonucu 1.617 milyon TL tutarında şirket büyüklüğüne ulaşılmaktadır.

## b) İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Şirket için yapılan İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi çalışmasında;

- Şirketin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin (AOSM) %16,7 olarak hesaplamasında risksiz faiz oranının %14,0, Piyasa Risk Priminin %5,0 ve şirket risk priminin %1, beta katsayısının 1, borçluluk oranı %40,0 ve vergi oranının %11,8 olmak üzere vergi sonrası borçlanma maliyeti %15,0 olarak alınmıştır.

-Şirketin 2025 yılından sonrasındaki nihai değer hesaplamasında nihai büyüme oranı %5 olarak kullanılmıştır.

-Şirketin hasılatının 2020 yılında %47,1, 2021 yılında %41,7, 2022 yılında %22,6, 2023 yılında %26,5, 2024 yılında %16,7 ve 2025 yılında %12,4 oranında artacağı öngörülmüştür.

- Şirketin brüt kar marjının %32,0 seviyesinden %32,5 seviyesine kadar kademeli olarak yükseleceği,

- Faaliyet giderlerinin satışlara oranının 2020 yılında %14,4 seviyesinde, 2021 yılında %14,1, 2022 yılında %14,3, devamında ise %14,1 seviyesinde gerçekleşeceği,

- FAVÖK marjının da %19,1 – 19,7 aralığında gerçekleşeceği,

- Yatırım harcamalarının 2020 yılı için 90,3 milyon TL, 2021 yılı için 37,3 milyon TL, 2022 yılı için 119,9 milyon TL, 2023 yılı için 60,8 milyon TL, 2024 yılı için 139,8 milyon TL ve 2025 yılı için 76,7 milyon TL olacağı,

- Net işletme sermayesi hesaplamasında Şirketin son 3 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incelenmiş ve ortalama tahsilat süresinin 95 gün, ortalama stokta kalma süresinin 85 gün ve ortalama borç ödeme süresinin 80 gün olarak alınmıştır.

- Bu doğrultuda şirketin İNA yöntemine göre özsermaye değeri 1.719.805.879 TL olarak hesaplanmış olup, pay başına değeri 11,47 TL'ye denk gelmektedir.

### c) Sonuç

Kervan Gıda'nın şirket değerinin belirlenmesinde İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemine %50, yurt içi ve yurtdışı piyasa çarpanları analizi yöntemlerine %25'er ağırlık verilerek 1.687.420.797 TL değere ulaşılmış olup, bu doğrultuda pay başına değer ise 11,25 TL'ye denk gelmektedir.

Değerleme Yöntemi	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İNA Analizi	1.719.805.879	50%	859.902.939
Yurt İçi Çarpanlar Analizi	1.693.322.262	25%	423.330.565
Yurt Dışı Çarpanlar Analizi	1.616.749.168	25%	404.187.292
<b>Toplam</b>			<b>1.687.420.796</b>
<b>Pay Başına Değer</b>			<b>11,25</b>

Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı (TL)	Taban	Tavan
Hedef Piyasa Değeri	1.687.420.797	1.687.420.797
İskonto Oranı	28,9%	20,0%
Halka Arz Fiyatları ile Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	1.200.000.000	1.350.000.000
Nominal Sermaye	150.000.000	150.000.000
Halka Arz Fiyatı	<b>8,0</b>	<b>9,0</b>

Halka arz fiyatının belirlenmesinde taban fiyat için %28,9 oranında ve tavan fiyat için ise %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyat aralığının 8,0 – 9,0 TL olarak belirlendiği görülmektedir.

## 8 – Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Kervan Gıda fiyat tespit raporunda yer alan bilgi ve veriler yeterince açıklayıcı verilerle desteklenmiştir.
- Fiyat tespitine ilişkin olarak kullanılan değerlendirme yöntemlerinin uygun ve yeterli olduğunu düşünmekteyiz.
- Piyasa çarpanları analizi yönteminde yurt dışı benzer şirketlerin de değerlemeye dahil edilmesinin makul olduğunu düşünmekteyiz.
- İNA analizinde 5 yıllık projeksiyon döneminin dikkate alınmasının makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Özsermaye değerinin hesaplanmasında Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinin eşit ağırlıklandırılmasını makul buluyoruz.
- Bu doğrultuda Oyak Yatırım tarafından %28,9 - %20,0 aralığında halka arz iskontosu uygulanarak belirlenen 8,0 – 9,0 TL halka arz fiyat aralığının, yeterli halka arz iskontosu barındırması sebebiyle makul olduğunu düşünmekteyiz.