

**KERVAN GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.  
HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN  
DEĞERLENDİRME RAPORU - II**

**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 00

**06/12/2021**



## İÇİNDEKİLER

1. DEĞERLENDİRME RAPORUNUN AMACI .....	3
2. HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİ .....	3
3. 20.11.2020 TARİHİNDE KAP'TA YAYIMLANAN FİYAT TESPİT RAPORU .....	5
4. HALKA ARZ SONUÇLARI.....	7
5. HALKA ARZ SONRASI FİNANSAL VE OPERASYONEL PERFORMANS.....	8
6. HALKA ARZDAN SONRAKİ ÖNEMLİ GELİŞMELER.....	12
6.1. Avrupa'da Şirket Satın Alınması .....	12
6.2. Bedelsiz Sermaye Artırımı ve Kar Payı Dağıtımı.....	13
7. HALKA ARZ SONRASINDA YAŞANAN FİYAT HAREKETLERİ.....	13
8. HALKA ARZ VE SONRASINDA FİYATA ETKİ EDEN FAKTÖRLER .....	14

## 1. DEĞERLENDİRME RAPORUNUN AMACI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22.06.2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Pay Tebliği Seri: VII, No: 128.1 ("Tebliğ") 29. Madde 4. fıkrası uyarınca,

"Payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İki'den fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlenmesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP'ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur."

Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Kervan Gıda" veya "Şirket") paylarının ilk halka arzında Tebliğ'in 29. Madde 1. fıkrası uyarınca konsorsiyum lideri OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("OYAK Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu 20.11.2021 tarihinde KAP'ta yayımlanmış ve Şirket payları 04.12.2020 tarihinde işlem görmeye başlamıştır.

İşbu Değerlendirme Raporu, Fiyat Tespit Raporu'nu müteakip Tebliğ'in 29. Madde ve 4. fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, Kervan Gıda'nın nihai halka arz fiyatı ile rapor tarihi olan 06.12.2021 tarihine kadar (03.12.2021 kapanış) oluşan borsa fiyatı arasındaki farklılıkların olası nedenleri hakkında değerlendirmeleri içermektedir.

İşbu rapor, değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

## 2. HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİ

Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 157.000.000 TL'den 187.500.000 TL'ye artırılması nedeniyle ihraç edilen 37.500.000 TL nominal değerli B Grubu pay ile mevcut ortaklardan Mehmet Şükrü Başar, Fikret Başar, Mitat Başar, Burhan Başar, Fahrettin Çezik, Mahmut Koçum, Aydın Çelik, ve Suat Erdem'in (Halka Arz Eden Pay Sahipleri) sahip olduğu 12.000.000 TL nominal değerli 12.000.000 adet B grubu pay olmak üzere toplam 49.500.000 TL nominal değerli 49.500.000 adet B grubu pay ve fazla talep gelmesi halinde halka arz eden ortakların sahip olduğu 6.000.000 TL nominal değerli 6.000.000 adet B Grubu payın 8,00 – 9,00 TL fiyat aralığından halka arzına ilişkin İzahnamesi ve Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 19.11.2020 ve 72/1428 sayılı toplantısında onaylanmıştır.



Şirket'in paylarının halka arzı kapsamında 1 TL nominal değerli payın 8,00 – 9,00 TL fiyat aralığından Borsa dışında talep toplama işlemleri 26-27 Kasım 2020 tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir.

Şirket, KRVGD hisse koduyla 4 Aralık 2020'de Yıldız Pazar'da işlem görmeye başlamıştır.

<b>(TL)</b>	
1 Adet Nominal Payın Halka Arz Fiyatı	9,00
Halka Arz Edilen Pay Adedi	37.500.000
Brüt Halka Arz Geliri	337.500.000
Net Halka Arz Geliri	329.283.825

*Kaynak: Şirket*

Şirket'in halka arz öncesinde 20.11.2020 tarihinde KAP'ta ilan edilen Fon Kullanım Yerlerine İlişkin Rapor'da halka arzdan beklenen net gelir ile Avrupa'da şirket satın alınması, yapılmakta olan yatırımların fonlanması ve fabrika binası satın alınması ile kısa vadeli kredilerin kapatılması hedeflenmiştir.

<b>Fon Kullanım Amacı</b>	<b>Oranı (%)</b>	<b>Planlanan (TL)</b>	<b>Kullanılan (TL)</b>	<b>Kalan (TL)</b>
Avrupa'da Bir Şirket Satın Alınması	55%	181.106.104	174.022.375	7.083.729
Yatırım Finansmanı	25%	82.320.956	79.688.730	2.632.226
Finansal Borçların Ödenmesi	20%	65.856.765	75.572.720	-9.715.955
<b>Toplam</b>	<b>100%</b>	<b>329.283.825</b>	<b>329.283.825</b>	<b>0</b>

*Kaynak: Şirket*

Kervan Gıda, bedelli sermaye artırımını yoluyla halka arz edilen 37.500.000 TL nominal değerli 37.500.000 adet paydan 329.283.825 TL net gelir elde etmiştir. Bu kapsamda;

- Kervan Gıda'nın kısa vadeli finansal borçların kapatılması için ayrılan halka arzdan elde edilen fonun tamamı bu amaçla kullanılmıştır. Böylelikle Kervan Gıda'nın açık döviz pozisyonu kapanmış ve döviz pozisyonumuz pozitif dönmüştür.
- Yatırımların finansmanı için ayrılan fonun büyük kısmı kullanılmıştır. Akhisar'da fabrika binası satın alımı yapılmıştır ve jelly ile licorice hatları devreye alınmıştır. Aynı zamanda Akhisar'daki mevcut fabrikada alan genişletme çalışmalarının büyük kısmı da tamamlanmıştır.
- Kervan Gıda, %100 iştiraki olan Kervan International AB aracılığıyla Warsaw Equity Management S.A. ("WEM") ve diğer ilişkili taraflar ("azınlık hissedarlar") arasında Zakłady Przemysłu Cukierniczego Otmuchów S.A. ("ZPC Otmuchów")'nın %64,93'üne sahip Tornellon Investments'ın %100 hissesi ve ZPC Otmuchów'un iştiraki Przedsiębiorstwo Wyrobów Cukierniczych Odra S.A. ("PWC Odra")'nın %26,95'lik hissesinin alınmasına yönelik 05.05.2021 tarihinde Hisse Satın Alma

Sözleşmesi imzalanmıştır. 30.06.2021 tarihinde kapanış işlemleri tamamlanmış ve şirketler Kervan International AB'ye devrolmuştur.

### 3. 20.11.2020 TARİHİNDE KAP'TA YAYIMLANAN FİYAT TESPİT RAPORU

20.11.2020 tarihinde KAP'ta yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket'in 31.12.2017, 31.12.2018, 31.12.2019 ve 30.06.2020 tarihli Türkiye Muhasebe Standartları'na göre hazırlanmış konsolide finansal tabloları baz alınmıştır.

Kervan Gıda'nın değerinin tespiti amacıyla Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları analizi ("İNA") yöntemleri kullanılmıştır. İndirgenmiş nakit akımı analizine %50, yurt içi ve yurt dışı çarpanları analizlerine %25'er ağırlık verilerek Şirket değeri hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi Yöntemi kapsamında Şirket'in 2019 yılı verileriyle, 2020 ilk yarı ve 2019 ikinci yarı verilerinin toplamıyla hesaplanan 1Y2020 yıllıklandırılmış tutarları kullanılmıştır. Analizde Şirket'in ana faaliyet alanı olan yumuşak şeker sektöründe birebir karşılaştırılabilir şirket olmaması sebebiyle BIST'de işlem göre gıda şirketlerine yer verilmiştir. Kervan Gıda'nın 30.06.2020'de sona eren son 12 aylık Net Kar ve Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar ("FAVÖK") tutarları esas alınarak piyasa değeri hesaplanmıştır.

Kervan Gıda'nın piyasa değerinin hesaplanmasında aşağıdaki değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır:

#### 3.1. Çarpan Analizi

Firma Değeri / FAVÖK ("FD/FAVÖK") Çarpanı Yöntemi:  
Firma Değeri / 30.06.2020 itibarıyla Son 12 Aylık FAVÖK  
Fiyat / Kazanç ("F/K") Çarpanı Yöntemi:  
Fiyat / 30.06.2020 itibarıyla Son 12 Aylık Net Kar

Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat / Kazanç (F/K) oranlarının kullanıldığı Çarpan analizinde 28 Eylül 2020 tarihi kapanışı itibarıyla FAVÖK marjı %5-25 aralığında olan şirketler medyan hesabına katılmıştır.

Kervan Gıda'nın değerlemeye baz teşkil eden finansal verileri ve bunların hesaplanması için gerekli olan özet finansallar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

TL	2019	1Y2020 yıllıklandırılmış verileri
FAVÖK	124.473.332	165.844.819
Net Kar	75.038.736	98.070.533
Net Borç	265.913.916	287.405.932
Net Borç /FAVÖK	2,1	1,7

*Kaynak: Fiyat Tespit Raporu*



Her oranın eşit öneme sahip olduğu varsayımı ile yurt içi benzer şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değerlerinin aritmetik ortalaması olan 1.693 milyon TL’lik bir şirket büyüklüğüne ulaşılmıştır. Aynı şekilde her oranın eşit öneme sahip olduğu varsayımı ile yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değerlerinin aritmetik ortalaması olan 1.617 milyon TL’lik bir şirket büyüklüğüne ulaşılmıştır. Analizde yurt içi ve yurt dışı çarpanlarına %25’er pay verilmiştir.

(TL)	Yurt İçi Benzer Şirketler	Yurt Dışı Benzer Şirketler
Yıllıklandırılmış FAVÖK	165.844.819	165.844.819
Yıllıklandırılmış net kar	98.070.533	98.070.533
30.06.2020 net borç	287.405.932	287.405.932
F/K çarpanıyla hedef piyasa değeri	1.847.421.987	1.844.679.715
FD/FAVÖK çarpanıyla hedef piyasa değeri	1.539.222.536	1.388.818.622
<b>%50-50 ağırlıklı hedef piyasa değeri</b>	<b>1.693.322.262</b>	<b>1.616.749.168</b>
<b>Pay başına değer</b>	<b>11,29</b>	<b>10,78</b>

*Kaynak: Fiyat Tespit Raporu*

### 3.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit akımları Analizinde Kervan Gıda’nın OYAK Yatırım ile paylaştığı projeksiyonlar kullanılarak şirket değeri hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi 2020-2025 yılları arasında kapsamakta olup, Şirket’in indirgenmiş nakit akımları analizine göre değerlemesinde ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve söz konusu serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek bugünkü değerine indirgenmiştir.

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 tutarının düşülmesiyle ortaya çıkan piyasa değeri 1.720 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Şirket’in 150 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer ise 11,47 TL olmuştur.

İndirgenmiş Nakit Akımları	
SNA bugünkü değer	573.240.242
Uç bugünkü değer	1.433.971.568
Firma değeri	2.007.211.811
Net borç*	287.405.932
<b>Özsermaye değeri</b>	<b>1.719.805.879</b>
<b>Pay başına değer</b>	<b>11,47</b>

\*30/06/2020 tarihli Bağımsız Denetim Raporu’ndan hesaplanan tutar



Bu doğrultuda, indirgenmiş nakit akımına %50, yurt içi ve yurt dışı çarpanları analizlerine %25'er pay verilerek ulaşılan halka arz öncesi hedef değeri 1.687 milyon TL ve halka arz öncesi sermayeye bölünerek bulunan hisse başı hedef değer ise 11,25 TL olmuştur. Hisse başına hedef değere %28,9 halka arz iskontosu uyguladığında hisse başına piyasa değeri 8,00 TL'ye, %20,0 halka arz iskontosu uyguladığında ise 9,00 TL'ye ulaşılmıştır. Böylelikle halka arz için fiyat aralığı olarak 8,00 – 9,00 TL değerleri belirlenmiştir.

<b>Kervan Gıda Değerleme Sonucu (TL)</b>	<b>Hedef Değer</b>	<b>Ağırlık</b>	<b>Sonuç</b>
İNA	1.719.805.879	50%	859.902.939
Yurt içi çarpanlar analizi	1.693.322.262	25%	423.330.565
Yurt dışı çarpanlar analizi	1.616.749.168	25%	404.187.292
	<b>Toplam</b>	<b>100%</b>	<b>1.687.420.797</b>
	<b>Pay başına değer</b>		<b>11,25</b>

*Kaynak: Fiyat Tespit Raporu*

<b>Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı (TL)</b>	<b>Taban</b>	<b>Tavan</b>
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: Fiyat Tespit Raporu*

#### **4. HALKA ARZ SONUÇLARI**

Kervan Gıda'nın 26 - 27 Kasım 2020 tarihleri arasında gerçekleştirilen talep toplama sürecinde her biri 1 TL nominal değerli pay başına nihai halka arz fiyatı 9,00 TL olarak belirlenmiştir. Şirket, KRVGD hisse koduyla 4 Aralık 2020'de Yıldız Pazar'da işlem görmeye başlamıştır.

Halka arz sonuçları 30.11.2020 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda açıklanmıştır. Buna göre halka arz edilen 49.500.000 TL nominal değerli 49.500.000 adet B grubu payların satışı ile ek satış kapsamında 2.250.000 adet payın da satışı gerçekleştirilmiş ve halka arz edilen toplam pay adedi 51.750.000 adet olmuştur.

Halka arzda toplam 51.750.000 adet payın %33 oranında 17.100.000 adedi Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara, %48'i oranında 24.750.000 adedi Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara ve %19'u oranında 9.900.000 adedi de Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılara tahsis edilmiştir.

Halka arzda, toplam 268.847 yatırımcıdan 875.183.534 TL nominal değerli talep toplanmıştır. Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara ayrılan tahsisat tutarının 34,2 katı, Yurt İçi



Kurumsal Yatırımcılara ayrılan tahsisat tutarının 10,7 katı ve Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılara ayrılan tahsisat tutarının da 2,6 katı talep gelmiştir.

Halka arz fiyatı üzerinden yatırımcı grubu bazında talep ve dağıtım bilgisi, aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Yatırımcı Grubu	Planlanan Tahsisat		Talep			Dağıtım		
	Lot	Oran	Kişi Sayısı	Lot	Oran	Kişi Sayısı	Lot	Oran
Yurtiçi Bireysel	14.850.000	30,0%	268.612	584.433.901	66,8%	251.570	17.100.000	33,0%
Yurtiçi Kurumsal	24.750.000	50,0%	225	265.085.635	30,3%	153	24.750.000	47,8%
Yurtdışı Kurumsal	9.900.000	20,0%	10	25.663.998	2,9%	9	9.900.000	19,1%
<b>Toplam</b>	<b>49.500.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>268.847</b>	<b>875.183.534</b>	<b>100,0%</b>	<b>251.732</b>	<b>51.750.000</b>	<b>100,0%</b>

Kaynak: OYAK Yatırım

## 5. HALKA ARZ SONRASI FİNANSAL VE OPERASYONEL PERFORMANS

Şirket paylarının 04.12.2020 tarihinde Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasının ardından 2020 yılı 12 aylık, 2021 yılı ilk 3,6 ve 9 aylık finansal verilerini açıklamıştır. Şirket, 3Ç2021 finansallarında ilk kez Polonya operasyonlarını konsolide edecek olması sebebiyle finansallarını açıklamak için ek süre almış ve 9A2021 finansallarını 2 Aralık 2021 akşamı açıklamıştır. Şirket'in Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) doğrultusunda hazırlanan finansal tablolara ilişkin özet bilgiler aşağıda yer almaktadır.

<b>Kervan Gıda Özet Finansallar</b>			
<b>Gelir Tablosu (TL)</b>	<b>30.09.2021</b>	<b>30.09.2020</b>	<b>31.12.2020</b>
<b>Göstergeler</b>			
Satışlar	1.254.981.089	698.781.594	1.008.666.029
Satışların Maliyeti	-882.193.981	-466.357.513	-663.143.346
<b>Brüt Kar</b>	<b>372.787.108</b>	<b>232.424.081</b>	<b>345.522.683</b>
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>29,7%</i>	<i>33,3%</i>	<i>34,3%</i>
Faaliyet Giderleri	-198.594.877	-90.746.937	-157.132.531
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>174.192.231</b>	<b>141.677.144</b>	<b>188.390.152</b>
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	<i>13,9%</i>	<i>20,3%</i>	<i>18,7%</i>
Net Finansman Giderleri	-62.167.605	-96.179.322	-90.780.339
Net Kar	201.234.859	72.773.263	123.369.975
Ana Ortaklığa Ait Net Kar	204.852.753	71.229.408	122.140.796
Amortisman	34.366.776	16.570.598	25.018.688
<b>Bilanço (TL)</b>	<b>30.09.2021</b>	<b>31.12.2020</b>	





Nakit ve Nakit Benzerleri	181.510.289	231.838.486
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	487.277.259	309.137.129
Stoklar	389.370.025	218.764.383
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>1.223.366.647</b>	<b>832.651.371</b>
Maddi Duran Varlıklar	753.909.327	475.620.812
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	130.201.154	22.191.930
<b>Toplam Duran varlıklar</b>	<b>1.012.812.483</b>	<b>559.666.707</b>
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>2.236.179.130</b>	<b>1.392.318.078</b>
KV Finansal Borçlar	524.051.265	216.446.704
KV Ticari Borçlar	305.499.721	152.403.690
<b>KV Yükümlülükler</b>	<b>895.938.624</b>	<b>404.289.030</b>
UV Finansal Borçlar	132.251.639	93.381.471
<b>UV Yükümlülükler</b>	<b>226.656.640</b>	<b>147.970.670</b>
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>1.122.595.264</b>	<b>552.259.700</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>1.113.583.866</b>	<b>840.058.378</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>1.003.710.204</b>	<b>831.466.342</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>2.236.179.130</b>	<b>1.392.318.078</b>
Net Borç	474.792.615	77.989.689
Net Borç/FAVÖK*	1,80	0,37

Yıllıklandırılmış FAVÖK kullanılmıştır.

*Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu*

Kervan Gıda'nın OYAK Yatırım tarafından yazılan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan projeksiyonlar ve 2020 yıl sonu itibarıyla gerçekleştirmeler takip eden tabloda özetlenmiştir.

(TL)	31.12.2020	31.12.2020	31.12.2020
	Projeksiyonlar	Gerçekleşmeler	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	1.011.254.990	1.008.666.029	100%
Satışların maliyeti	687.399.562	663.143.346	96%
Brüt Kar	323.855.428	345.522.683	107%
Brüt Kar Marjı	32,0%	34,3%	107%
Faaliyet giderleri	145.140.653	157.132.531	108%
Faaliyet giderleri /ciro	14,4%	15,6%	109%
Faaliyet karı	178.714.775	188.390.152	105%
Faaliyet kar marjı	17,7%	18,7%	106%
FAVÖK	193.714.775	213.408.840	110%
FAVÖK marjı	19,2%	21,2%	110%



Efektif Vergi Oranı	-11,0%	-5,1%	46%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	159.056.150	178.763.415	112%
Amortisman	15.000.000	25.018.688	167%
Amortisman /ciro	1,5%	2,5%	167%
Yatırım Harcaması	90.307.950	104.411.372	116%

**Kaynak:** Fiyat Tespit Raporu ve Bağımsız Denetim Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemine göre Fiyat tespit raporunda 2020 yılının net satışları 1.011.254.990 TL olarak tahmin edilmiştir. Şirket'in net satışları 31 Aralık 2020 tarihinde sona eren mali dönemde 31 Aralık 2019 tarihine nazaran %46,7 oranında artış göstererek (321 milyon TL yıllık artışla) 1.008.666.029 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Gerçekleşme oranı yaklaşık %100 seviyesindedir.

Şirket'in satışlarının maliyeti 2020 yılsonu itibarıyla 687,4 milyon TL olarak tahmin edilmiş ve %96 gerçekleşme oranı ile 663,1 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Buna göre brüt kar 345,5 milyon TL seviyesinde olup %107'lik bir gerçekleşme oranına tekabül etmektedir. Brüt kar marjı 31 Aralık 2020 tarihinde sona eren mali dönemde %32 tahmin edilirken %34,3 gerçekleşme oranı ile beklenen seviyenin 2,3 puan üzerinde gerçekleşmiştir.

Şirket'in toplam faaliyet giderleri 31 Aralık 2020 tarihi itibarıyla 157,1 milyon TL seviyesinde olup 2020 yılsonu için tahmin edilen 145 milyon TL'nin 12 milyon TL üzerinde gerçekleştirmiştir. Faaliyet giderlerine bağlı olarak Şirket'in tahmin edilen faaliyet giderlerinin net satışlara oranı %14,4 seviyesinin 1,2 puan üzerinde gerçekleşmiştir. Şirket'in 2020 yılsonunda brüt karının tahmin edilenden daha yüksek gerçekleşmiş olması nedeniyle faaliyet kar marjı da %18,7 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Kervan Gıda'nın Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan indirgenmiş nakit akımlarına analizinde Şirket'in 31 Aralık 2020 tarihinde sona eren dönemde FAVÖK tutarı 193.714.775 TL, FAVÖK marjı ise %19,2 olarak tahmin edilmiştir. 2020 yılsonunda FAVÖK tutarı 213.408.840 TL olarak gerçekleşmiş ve FAVÖK Marjı da %21,2 seviyesine yükselmiştir. Buna göre FAVÖK'ün gerçekleşme oranı %110 seviyesindedir.

Şirket'in projeksiyonlarına göre 31 Aralık 2020 tarihinde sona eren dönemde yatırım harcamalarının 90.307.950 TL seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmüştür. Kervan Gıda, son dönemde 5. Jelly ve 5. Licorice üretim hatlarını devreye almış, Manisa Akhisar'da fabrika binası satın almış ve aynı zamanda depo inşaatına başlamıştır. Manisa Akhisar'da alınan fabrika binası ve arsası ile birlikte mevcut fabrikada devam eden genişletme çalışmaları da en önemli yatırım harcamalarını oluşturmuştur. Ayrıca Manisa Akhisar'da depo inşaatı devam etmektedir. Söz konusu bu yatırımlar çerçevesinde Şirket'in yatırım harcamaları 104.411.372 TL seviyesinde gerçekleşmiştir.



Kervan Gıda'nın OYAK Yatırım tarafından yazılan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan ve Polonya'daki satın almayı içermeyen 2021 yılına ilişkin projeksiyonlar ve 2021 yılı Eylül sonu itibarıyla gerçekleştirmeler takip eden tabloda özetlenmiştir.

(TL)	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2021
	Projeksiyonlar	Gerçekleştirmeler	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	1.432.969.642	1.254.981.089	88%
Satışların maliyeti	-974.154.868	-882.193.981	91%
Brüt Kar	458.814.774	372.787.108	81%
Brüt Kar Marjı	32,02%	29,70%	93%
Faaliyet giderleri	-202.674.312	-198.594.877	98%
Faaliyet giderleri /ciro	-14,14%	-15,82%	112%
Faaliyet karı	256.140.463	174.192.231	68%
Faaliyet kar marjı	17,87%	13,88%	78%
FAVÖK	277.140.463	208.559.007	75%
FAVÖK marjı	19,34%	16,62%	86%
Efektif Vergi Oranı	-12,00%	+2,42%	a.d.
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	225.403.607	178.399.398	79%
Amortisman	21.000.000	34.366.776	164%
Amortisman /ciro	1,47%	2,74%	187%
Yatırım Harcaması	37.250.165	90.367.013	243%

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemine göre Kervan Gıda'nın 2021 yılı net satışları 1.432.969.642 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.09.2021 tarihi itibarıyla gerçekleşen net satış tutarı ise 1.254.981.2089 TL olmuş ve gerçekleşme oranı yaklaşık %88 seviyesine ulaşmıştır. Şirket'in net satışlarında 2020 yılının aynı dönemine göre yaklaşık %80 büyüme kaydedilmiştir. Daha önce de belirtildiği gibi Fiyat Tespit Raporu'ndaki varsayımlar Polonya'daki satın almayı içermemektedir. Şirketin 9A2021 finansallarında Polonya kaynaklı ciro rakamı 128.685.461 TL'dir.

Fiyat Tespit Raporu'nda İNA yöntemine göre 2021 yılı brüt kar tutarı 458.814.774 TL, brüt kar marjı ise %32,0 olarak tahmin edilmiştir. Şirket'in son yayınlanan 30.09.2021 tarihli finansal tablolarına göre gerçekleşen brüt kar tutarı 372.787.108 TL, brüt kar marjı ise %29,7 olmuştur. Buna göre brüt kar için gerçekleşme oranı %81 seviyesindedir.

İNA yöntemine göre 2021 yılı toplam faaliyet giderleri 202.674.312 TL olarak tahmin edilirken 30.09.2021 döneminde gerçekleşen toplam faaliyet giderleri 198.594.877 TL olmuştur. Bunun sonucunda tahmin edilen faaliyet giderleri/net satışlar oranı %14,1 iken gerçekleşen oran %15,8 olmuştur. Kervan Gıda'nın 2021 yılının tamamı için tahmin edilen

faaliyet karı 256.140.462 TL ve tahmin edilen faaliyet kar marjı %17,9'dir. Şirket'in yayınlanan 30.09.2021 tarihli finansal tablolarına göre gerçekleşen faaliyet karı 174.192.231 TL ve gerçekleşen faaliyet kar marjı %13,9 olmuştur.

Kervan Gıda'nın 2021 yılı FAVÖK tutarı 277.140.463 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.09.2021 tarihi itibarıyla gerçekleşen FAVÖK tutarı 208.559.007 TL seviyesindedir. Buna göre FAVÖK gerçekleşme oranı %75 olmuştur. Aynı zamanda FAVÖK marjı da %19,3 olarak tahmin edilmiş ve %16,6 oranında gerçekleşmiştir.

Kervan Gıda, Kovid-19 pandemisine rağmen büyümesini sürdürmüştür. Bunun sonucunda Fiyat Tespit Raporu'nda esas alınan karlılık varsayımları genel hatlarıyla gerçekleşmiştir. Şirket, halka arz geliriyle amaçladığı satın almayı da tamamlamıştır ve bunun göreceli olarak daha düşük marjlı bir şirket olması ve marjlardaki yüksek bazdaki normalleşmeler de finansalları etkilemiştir. 30.09.2021 tarihi itibarıyla Kervan Gıda'nın ana ortaklara düşen net karı 204.852.753 TL seviyesindedir. Operasyonel olarak sonuçlardaki gelişmenin yanı sıra Polonya'daki satın alma kaynaklı negatif şerefiye ve pozitif efektif vergi oranı da net kara katkıda bulunmuştur. Şirketin 9A2020'de %10,2 olan net kar marjı 9A2021'de %16,3'e yükselmiştir.

## **6. HALKA ARZDAN SONRAKİ ÖNEMLİ GELİŞMELER**

### **6.1. Avrupa'da Şirket Satın Alınması**

Şirket, gümrük vergisi avantajlarından yararlanmak, coğrafi riski dağıtmak ve Avrupa modern kanalındaki Beбето markasının konumunu güçlendirmek amacıyla Avrupa'da bir şirket satın almayı planlamış ve bu amaçla KPMG Yönetim Danışmanlığı A.Ş. ile finansal danışmanlık sözleşmesi imzalamıştır. Yapılan araştırmalar neticesinde 19.01.2021 tarihinde Şirket'in stratejik hedeflerine uygun bir şirket ile hisse alımına yönelik ön protokol imzalamıştır. Söz konusu sözleşme kapsamında Kervan Gıda'nın kurulma aşamasında olan %100 iştiraki Kervan International AB aracılığıyla Warsaw Equity Management S.A. ("WEM") ve diğer ilişkili taraflar ("azınlık hissedarlar") arasında Zakłady Przemysłu Cukierniczego Otmuchów S.A. ("ZPC Otmuchów")'nın ve ZPC Otmuchów'un iştiraki Przedsiębiorstwo Wyrobów Cukierniczych Odra S.A. ("PWC Odra")'nın çoğunluk hisselerinin alımına yönelik bir Hisse Satın Alma Sözleşmesi imzalanmıştır.

Kervan Gıda'nın 05.05.2021 tarihinde KAP'ta yaptığı açıklamada Hisse Satın Alım Sözleşmesi kapsamında ZPC Otmuchów'daki hisseler 23,5 milyon Avro %100 şirket değeri üzerinden satın alınacağı ifade edilmiştir. KAP açıklamasında PWC Odra'nın %26,95'lik hissesinin alımı 3,8 milyon Avro hisse değeri üzerinden gerçekleşecektir. Toplam ödenecek bedelin 16,7 milyon Avro olacağı ve nihai tutar işlemin kapanış tarihinde net işletme sermayesi ve net finansal borçlara ilişkin fiyat düzeltilmesi sonrasında belirleneceği yer almaktadır.



Kervan Gıda, söz konusu satın alma ile %48 seviyesinde olan Kapasite Kullanım Oranı'nı (KKO) artırmayı, operasyonel verimlilik sağlayarak karlılığı yükselterek Beбето markasının Avrupa modern kanalındaki etkinliğini artırmayı hedeflemektedir. Şirket böylelikle kazanmış olduğu "Know-How" aktarımı ile katma değerli ürün gamını da genişletmeyi de sağlamayı hedeflemektedir.

Kervan Gıda'nın 30.06.2021 tarihli KAP açıklamalarında ZPC Otmuchów'daki hisselerin 23,5 milyon Avro %100 şirket değeri üzerinden satın alınmış olduğu, %64,93'lük kısmı için 13.258.093,63 milyon Avro ödendiği bilgisi yer almaktadır. PWC Odra'nın ise %26,95'lik hissesinin alımının 3,8 milyon Avro hisse değeri üzerinden gerçekleştiği ifade edilmektedir. Buna göre toplam ödenen bedel 17.058.093,63 Avro olmuştur. Polonya'da şirket satın alım süreci 30.06.2021 tarihinde tamamlanmıştır.

Kervan Gıda'nın %100 bağlı ortaklığı olan Tornellon Investments tarafından %64,93'ünü satın alınmış olan ZPC Otmuchow isimli şirketin bağlı olduğu Polonya Sermaye Piyasaları regülasyonları sebebiyle Tornellon Investments 21.09.2021 tarihinde zorunlu çağrıya gitmiş ve hisse başına alım fiyatı, satın alma işlemi sırasında payları satın almış olduğu fiyat ile aynı olarak belirlenmiştir. 16.11.2021 tarihinde çağrı sonuçlanmış ve pay alımları tamamlanmıştır. Çağrıya katılan 98.020 adet hisse satın alınmış olup Kervan Gıda'nın %100 bağlı ortaklığı olan Tornellon Investments'ın ZPC Otmuchow isimli şirketteki pay oranı %65,31'e yükselmiştir.

Şirket'in 30.09.2021 tarihli finansal raporlarında Polonya'da satın alınan şirketin finansal bilgileri de üçüncü çeyrekte konsolide edilmiştir.

## 6.2. Bedelsiz Sermaye Artırımı ve Kar Payı Dağıtımı

Kervan Gıda Yönetim Kurulu'nun 12.07.2021 tarihinde yapmış olduğu toplantısında 01.01.2020-31.12.2020 tarihli hesap dönemini kapsayan 2020 yılı hesap dönemine dair faaliyet karının dağıtımına ilişkin 04.03.2021 tarih ve 2021/4 sayılı karara istinaden 2020 yılı finansal sonuçlarına göre, 2020 yılı net dağıtılabilir kârından hisse başına 0,1333 TL brüt nakit kâr payı ve hisse başına 0,28 TL bedelsiz kâr payı dağıtılmasına karar verilmiştir.

Şirket'in kar dağıtım işlemleri 25.06.2021 tarihinde tamamlanmıştır. Bedelsiz sermaye artırımı işlemleri ise 22.09.2021 tarihinde tamamlanmış olup Şirket'in sermayesi 187.500.000 TL'den 240.000.000 TL'ye yükselmiştir.

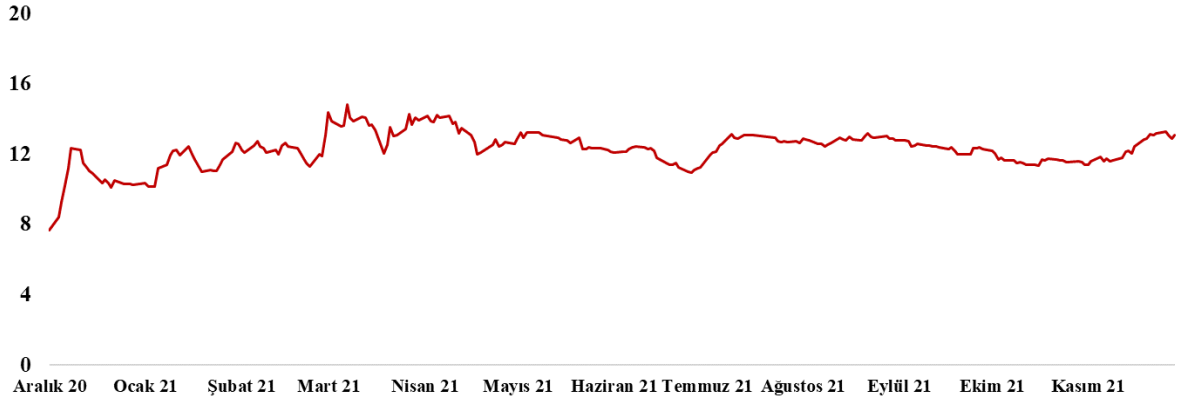
## 7. HALKA ARZ SONRASINDA YAŞANAN FİYAT HAREKETLERİ

Kervan Gıda payları, 4 Aralık 2020 tarihinde 9,00 TL fiyatla Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır. Şirket paylarının 03.12.2021 tarihindeki borsa kapanış fiyatı 13,05 TL'dir.

Şirket'in Yönetim Kurulu 12.07.2021 tarihinde Şirket sermayesinin %28 oranında bedelsiz sermaye artırımını yoluyla ve tamamı iç kaynaklardan karşılanmak suretiyle 52.500.000 TL artırılarak, 187.500.000 TL'den 240.000.000 TL'ye çıkarılmasına ve 2020 yılı net dağıtılabilir kârından hisse başına 0,1333 TL brüt nakit kâr payı verilmesine karar vermiştir. Şirket'in kar payı işlemleri 25.06.2021 tarihinde tamamlanırken bedelsiz sermaye artırım başvurusu Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 09.09.2021 tarihinde onaylanmış ve hak kullanım işlemleri 22.09.2021 tarihinde tamamlanmıştır.

Bedelsiz sermaye artırımını ve temettü kullanımını sonrasında düzeltilmiş halka arz fiyatı 6,93 TL'dir.

### Grafik 1: Kervan Gıda'nın Pay Fiyatı

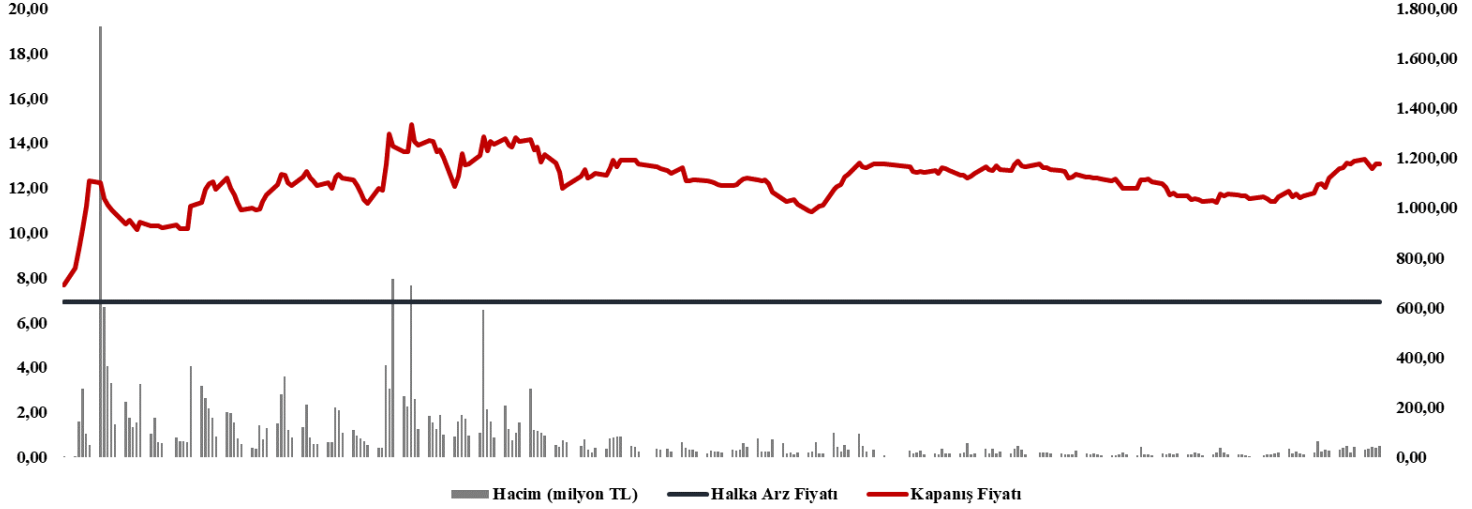


*Kaynak: FİNNET*

## 8. HALKA ARZ VE SONRASINDA FİYATA ETKİ EDEN FAKTÖRLER

Kervan Gıda paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren fiyat gelişimi aşağıda sunulmaktadır.

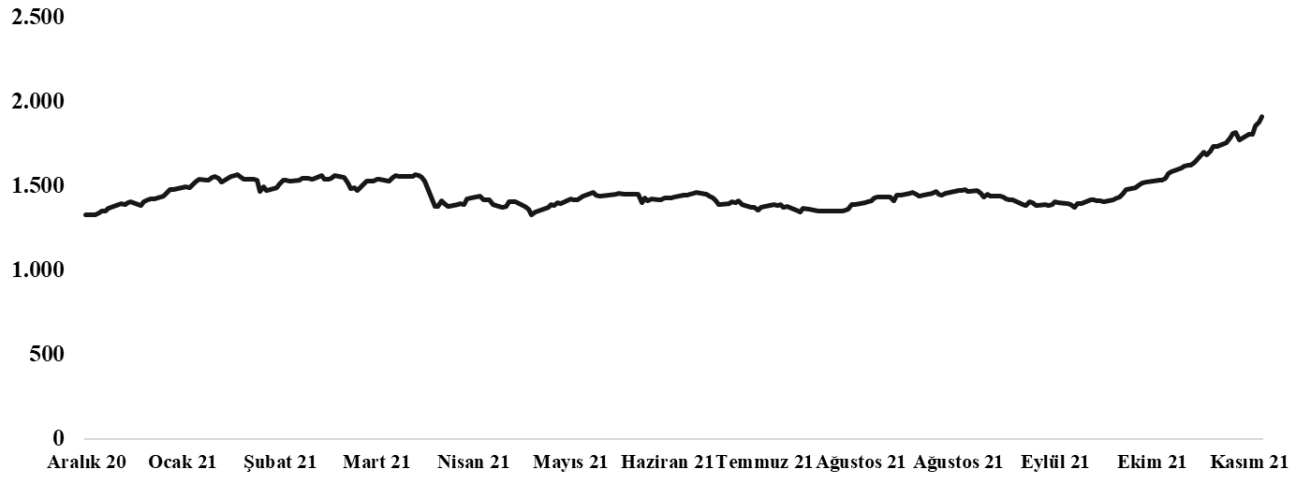
**Grafik 2: Kervan Gıda'nın Pay Fiyatı ve İşlem Hacmi**



*Kaynak: Finnet*

Kervan Gıda paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren BIST 100 endeksinin gelişimi aşağıda sunulmaktadır.

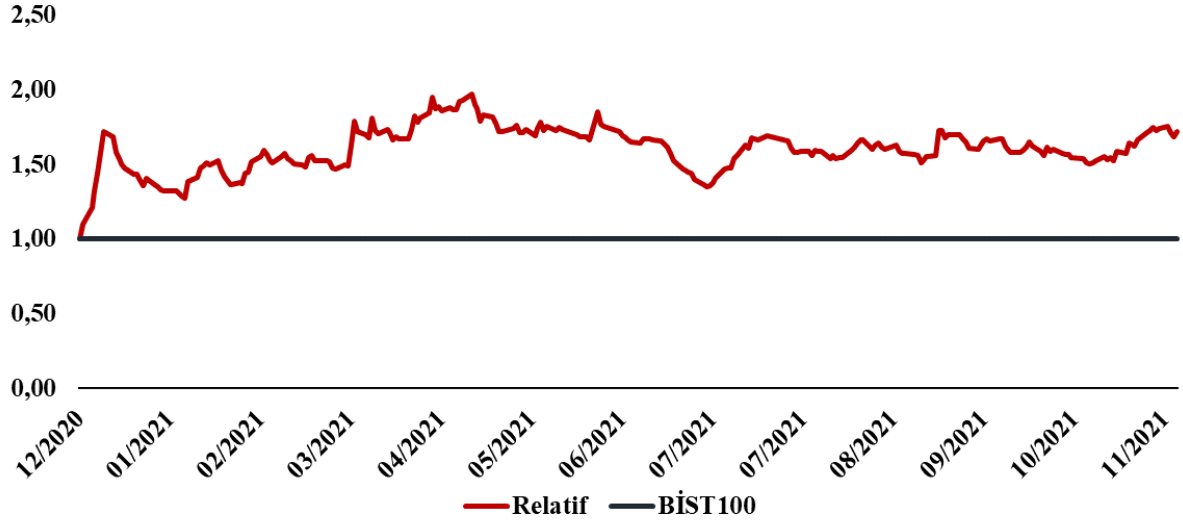
**Grafik 3: BİST100 Endeksi**



*Kaynak: Finnet*

Kervan Gıda pay fiyatının BIST 100 endeksine göre performansı aşağıdaki grafikte karşılaştırmalı olarak sunulmaktadır.

**Grafik 4: Kervan Gıda'nın BİST100 Endeksine Göre Performansı**



*Kaynak: Finnet*

04.12.2020 tarihinde 1 TL nominal değerli pay başına 6,93 TL seviyesindeki düzeltilmiş halka arz fiyatı ile Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlayan Kervan Gıda, 03.12.2021 tarihi itibarıyla 13,05 TL fiyat seviyesinde kapanmıştır. Payların işlem görmeye başladığı günden bir gün önce, yani 03.12.2020 tarihinde 1.330,87 seviyesinde kapanan BIST 100 endeksi ise 03.12.2021 tarihi itibarıyla 1.910,41 seviyesinden kapanmıştır.

04.12.2020 ve 03.12.2021 tarihleri arasında Kervan Gıda'nın pay fiyatı %88,3 oranında artarken, BIST 100 endeksi ise Kervan Gıda'nın işlem gördüğü dönem boyunca %43,5 oranında artış kaydetmiştir.