

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

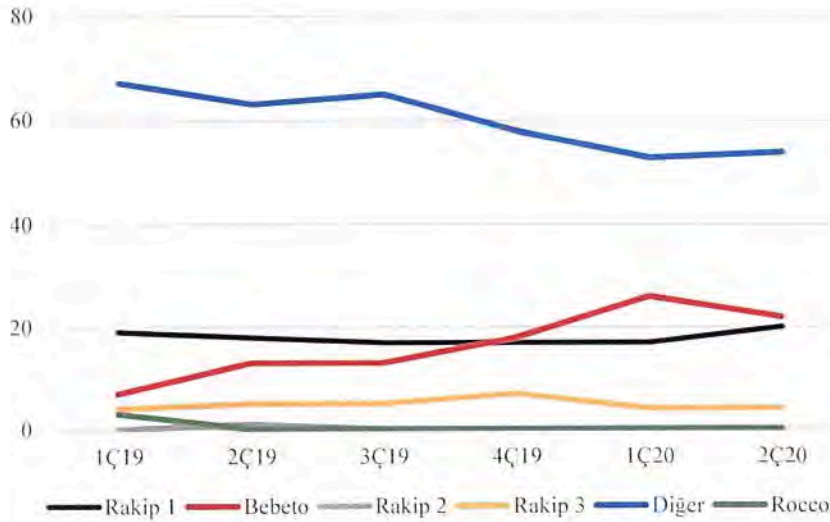
Kaynak: Şirket, Nielsen

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 Sokak No: 78
Kat: 11 No: 11 Kat: 18 Sarıyer-İST. T: 0212 271 19 00
F: 0212 321 05 95 Mersis No: 0649 000 000 00034
Büyük Mükellefler V.D. 649 000 000 00034

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.

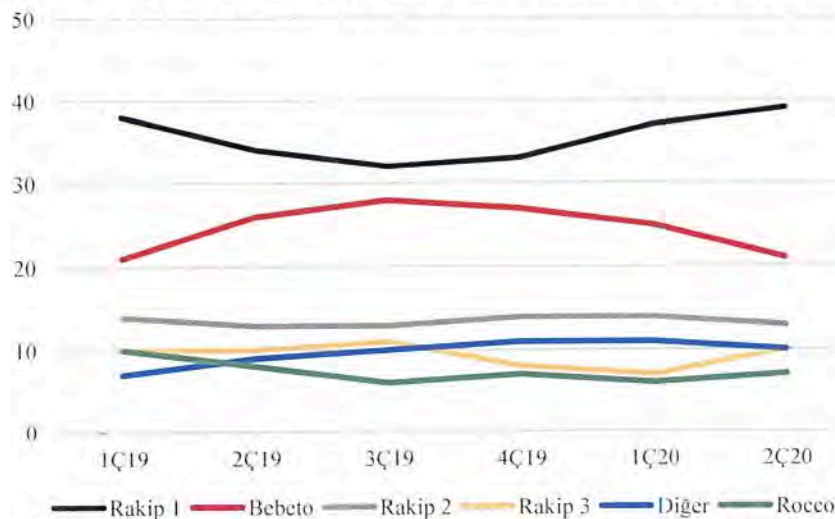
Grafik 2: Türkiye Yumuşak Şeker Sektörü - İndirimli Perakende Kanalı Pazar Payları (Tonaj, %)



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, %)

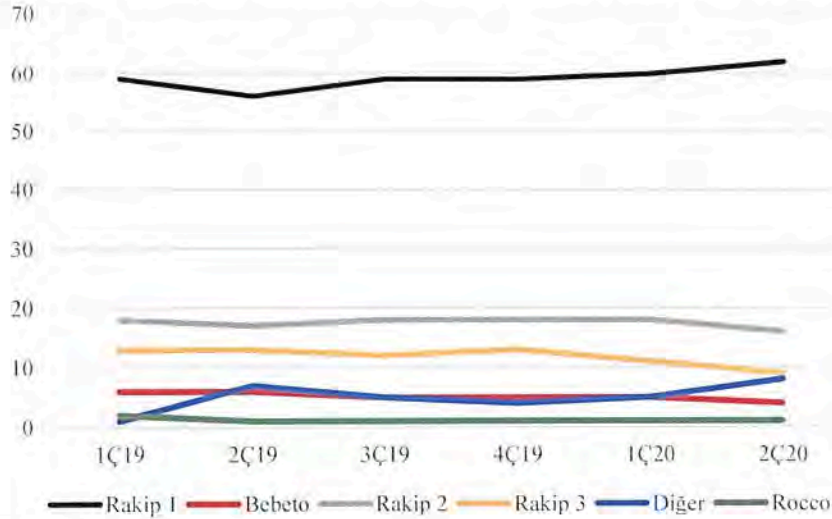


Kaynak: Şirket, Nielsen

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Ayazağa Mh. Kemerburgaz Cd. Valfort Park Sit. 7B
 Blok: Apt. No: 18 Kat: 18 Sarıyer-İST. 34999
 Tlx: 0212 351 05 99 Mersis No: 0834003400000000000000000000000000
 Büyük Mükellefler V.D. 0834003400000000000000000000000000

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 / Beşiktaş / İstanbul / Türkiye / 34398
 Tel: 0212 351 05 99 - Mesaj No: 0649 0 109 1034
 E-posta: iletisim@oyakyatirim.com.tr

Tablo 13: Satışların ürün bazında kırılımı

Net satışlar milyon TL	2017	Payı %	2018	Payı %	2019	Payı %	1Y19	Payı %	1Y20	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

Satışların Maliyeti

Şirket'in brüt karı, 2017'de 84,2 milyon TL iken, 2018'de 153,4 milyon TL'ye, 2019'da ise 210,3 milyon TL'ye yükselmiştir. 2019'un ilk yarısında brüt karı 94,4 milyon TL iken 2020'nin aynı döneminde 150,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in brüt kar marjı 2017 yılında %23,7 iken 2018 yılında %28,7'ye, 2019 yılında %30,6'ya yükselmiştir. 2019'un ilk yarısında %28,3 olan brüt kar marjı, 2020'nin ilk yarısında %32,1'e çıkmıştır.

Tablo 14: Satışların maliyeti ve brüt kar

TL	2017	2018	2019	1Y2019	1Y2020
Net satışlar	355.237.897	534.216.898	687.362.079	333.220.997	469.107.370
Satılan mamül maliyeti	-271.985.315	-383.157.954	-478.279.505	-240.622.183	-319.470.583
Ertelenmiş faiz giderleri	900.727	2.317.036	1.230.326	1.842.643	941.789
Toplam SMM	-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
Brüt kar marjı	23,7%	28,7%	30,6%	28,3%	32,1%

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

2018'de net satışlar yıllık bazda %50,4 artarken brüt kar %82,3 artmış, 2019'da ciro büyümesi %28,7 seviyesindeyken brüt kar büyümesi %37,1 olarak gerçekleşmiştir. 2020'un ilk yarısında net satışlarını %40,8 artıran Şirket'in brüt karı yıllık bazda %59,4 artış kaydetmiştir.

Şirket'in brüt kar marjındaki yıllar içerisindeki iyileşmede rol oynayan ana faktörler şöyle özetlenebilir:

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Ayazgözü M. Kömürburgaz Cd. Yabancı Yatırımcılar Sığ. 7/a
 Blok No: 7C Kat: T8 Sarıyer-İST. Tel: 0212 333 00 00
 Fax: 0212 333 05 99 Mersis No: 06 9 000 000 0004
 Büyük Mükellefler V.D. 64 100 7004

a-) Artan üretim hacmi sebebiyle üretim maliyetlerinin ciroya oranının düşmesi:

2017 yılında üretim maliyetlerinin ciroya oranı %26,5 seviyelerindeyken yıllar içerisinde oran azalarak 2020 yılının ilk 6 aylık döneminde %20 seviyesine gerilemiştir. Buradaki ana etmen sabit giderlerin toplam üretim maliyetleri içerisindeki payının dönemlerde azalmasıdır. Yapılan otomasyon yatırımları sayesinde kişi başına üretilen tonajda meydana gelen artış bu iyileşmeye katkı sağlamıştır.

b-) Türk Lirası'nın diğer para birimleri karşısında yaşadığı değer kaybı:

Şirket'in toplam satışlarının içindeki ihracat payı 2017 yılında %56,1 iken, 2018 yılında %62,8, 2019 yılında %57,8 ve 2020 yılı ilk 6 aylık döneminde %57,1 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in döviz bazlı hammadde maliyetlerinin ciroya oranı ortalama %31,1 seviyesindeyken ihracatın gelirlerdeki oranının %56-63 bandında olması sebebiyle Türk Lirası'nın yabancı paralara karşı değer kaybetmesi Şirket'in brüt kar marjını artırmaktadır.

c-) Katma değerli ürünlerin fiyat etkisi:

Katma değerli ürünlerin ciro içerisindeki payının artmasının ana etmenleri; yeni yapılan paketleme yatırımları ile daha yenilikçi ürünlerin lansmanlarıyla, fonksiyonel yumuşak şeker ürünlerinin geliştirilmesi ve gıda takviyeli ürünlerin OTC kanalında satışa sunulmasıdır.

Faaliyet Giderleri

Şirket'in faaliyet giderleri 2017, 2018, 2019, 1Y2019 ve 1Y2020 dönemlerinde sırasıyla 48,9 milyon TL, 71,9 milyon TL, 99,2 milyon TL, 48,2 milyon TL ve 65 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Faaliyet giderlerindeki 1Y2020'deki toplam %60,8 paylarıyla ana kalemler personel, nakliye&navlun ve ticari pazarlama giderleridir. Faaliyet giderleri ciro büyümesine bağlı olarak yıllar içerisinde artarken, faaliyet giderlerinin ciroya oranı 2017 yılında %13,8, 2018'de %13,5, 2019'da %14,4 olarak gerçekleşmiştir. Ticari pazarlama destek giderleri ve depolama giderlerinin satışlara oranının azalmasının da etkisiyle 2019'un ilk yarısında faaliyet giderlerinin ciroya oranı %14,5'ten 2020 yılının aynı döneminde %13,9'a gerilemiştir.

Tablo 15: Faaliyet giderleri

TL	2017	2018	2019	1Y19	1Y20
Genel yönetim	15.079.828	19.324.003	25.417.421	12.117.803	18.428.237
Pazarlama, satış, dağıtım	33.265.266	51.402.091	71.747.540	35.111.109	45.035.184
AR-GE	546.324	1.157.990	2.025.524	953.773	1.574.896
Toplam faaliyet giderleri	48.891.418	71.884.084	99.190.485	48.182.685	65.038.317
Net satışlar	355.237.897	534.216.898	687.362.079	333.220.997	469.107.370
Faaliyet giderleri/satışlar	13,8%	13,5%	14,4%	14,5%	13,9%

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in faaliyet giderleri ile ilgili stratejisi yüksek ciro artışını sağlayabilmek, marka bilinirliğini artırmak, ihracat pazarlarındaki konumunu kuvvetlendirmek, kurumsal

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Ayazoğlu Mh. Çarşıburgaz Çd. Vadiye İşhanı Kat: 7B
 Blok Kat: No: 7B Kat: 18 Sıyır-İST. Tel: 0212 215 02 00
 Faks: 0212 215 02 00 Mesaj: 0212 215 02 00
 Büyük Mükellefler V.D. 64 72 76 04

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.
Ayvazlar Mh. Kemerburgaz Cd. Vardar İşhanı Kat: 7B
Etiler/Beşiktaş/İstanbul /Türkiye
Mak. Adı: No: 15 Kat: 15 Sarıyer-İST. /Türkiye
Fon: 0212 351 05 99 Mersis No: 06 100 0000 00034
Büyükdere Mh. Kat: 5 Kat: 5 Beşiktaş-İST. /Türkiye

Tablo 17: Genel yönetim giderleri

TL	2017	2018	2019	1Y19	1Y20
Personel giderleri	7.021.269	9.711.778	12.174.106	6.033.694	9.073.508
Muhasebe vb giderler	1.554.023	1.615.996	1.949.743	1.461.695	2.125.333
Bağış ve yardım giderleri	130.072	124.436	57.225	52.646	1.510.016
Amortisman giderleri	1.154.113	1.202.209	3.533.629	948.533	1.435.125
Sigorta giderleri	705.453	833.123	1.317.683	590.568	848.288
Bakım ve onarım giderleri	407.371	548.204	747.733	429.366	485.797
Taşıt kira, yakıt vb. Giderleri	655.665	739.889	631.355	287.178	361.957
Güvenlik giderleri	370.391	445.557	377.393	207.968	272.714
Malzeme giderleri	81.979	69.267	33.414	172.441	271.306
Abone ve aidat giderleri	239.110	181.678	302.452	117.738	164.401
Elektrik,su,ısıtma giderleri	329.621	297.292	472.709	252.893	158.373
Telefon ve haberleşme giderleri	157.350	173.325	187.729	112.038	129.456
Yurt içi ve yurt dışı seyahat giderleri	420.739	450.754	799.839	172.424	97.982
Kırtasiye giderleri	131.428	185.786	238.363	88.064	72.564
Diğer	1.721.244	2.744.709	2.594.048	1.190.557	1.421.417
Toplam genel yönetim giderleri	15.079.828	19.324.003	25.417.421	12.117.803	18.428.237
Net satışlara oranı	4,2%	3,6%	3,7%	3,6%	3,9%

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in genel yönetim giderleri içerisinde en büyük pay personel giderlerinden oluşmaktadır. Personele yönelik giderlerin toplam genel yönetim giderlerindeki payı 2017, 2018 ve 2019'da sırasıyla %46,6, %50,3 ve %47,9'dur. 1Y2019'da %49,8 olan pay 1Y2020'de %49,2'dir.

Karlılık Analizleri

Şirket'in operasyonel karlılığına yönelik oranlar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir. Faaliyet karı hesaplamasında esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler hesaba katılmamıştır. Gerek brüt marj gelişimi gerekse faaliyet giderlerinin satışlara oranındaki değişimler FAVÖK marjını etkilemektedir. 2020'nin ilk yarısında FAVÖK marjındaki yıllık iyileşmeyi ikisi de desteklemiştir.

Tablo 18: Operasyonel karlılık oranları

TL	2017	2018	2019	YBBO	1Y2019	1Y2020	Yıllık
Net satışlar	355.237.897	534.216.898	687.362.079	39,1%	333.220.997	469.107.370	40,8%
Brüt kar	84.153.310	153.375.979	210.312.900	58,1%	94.441.457	150.578.576	59,4%
Brüt kar marjı	23,7%	28,7%	30,6%		28,3%	32,1%	
Faaliyet gid. / ciro	13,8%	13,5%	14,4%		14,5%	13,9%	
Faaliyet karı	35.261.892	81.491.895	111.122.415	77,5%	46.258.772	85.540.259	84,9%
FK marjı	9,9%	15,3%	16,2%		13,9%	18,2%	
FAVÖK	43.788.877	89.820.066	124.473.332	68,6%	52.137.987	93.509.721	79,4%
FAVÖK marjı	12,3%	16,8%	18,1%		15,6%	19,9%	
Net kar	10.526.028	28.004.160	75.038.736	167%	26.430.396	49.462.193	87,1%
Net kar marjı	3,0%	5,2%	10,9%		7,9%	10,5%	

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Akmerkez M. Katmerburgaz Cd. Vadi İstanbul Park 7B
 Blok Kat: No: 7 Kat: 18 Şişli-İST. Tel: 0212 315 72 00
 Fax: 0212 351 05 99 Mersis No: 0649 0000 0000 0001
 Ticaret Sicil No: 272443

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
 06050 Kat: 3. Sarıyer-İST. Tel: 0212 218 12 00
 Faks: 0212 351 05 99 Mersis No: 0817000090000034
 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 Şişli/İST. Tel: 0212 219 00 00
 Faks: 0212 331 00 99 Mersis No: 0810007880000000024
 Etiler Mahallesi Y.D. 547 06100

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.
 Akatlar Mah. Akmerburgaz Cd. Vardar Kat: 14/14 S/17/6
 81010 Akatlar Kat: 13 Sarıyer-İST. Tel: 0212 252 33 00
 Fax: 0212 351 05 95 Mesj. No: 09 49 11 15 15 0024
 Tic. Sic. Mük. Sic. No: 272107/09015

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

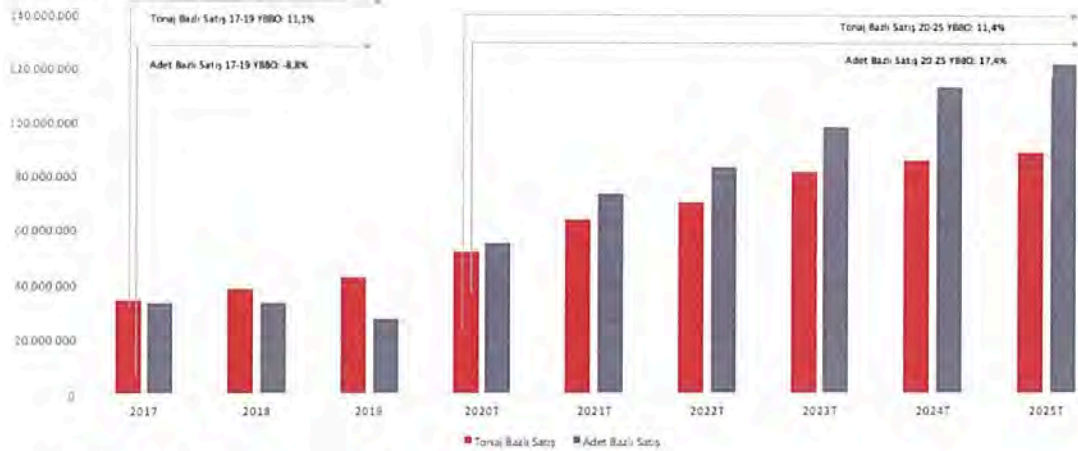
	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2020
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar)	0,71	0,71	0,59	0,54
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,54	0,53	0,46	0,37
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,17	0,18	0,14	0,17
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar	0,29	0,29	0,41	0,46
Alacak 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.

Grafik 5: Satış Hacim Analizi

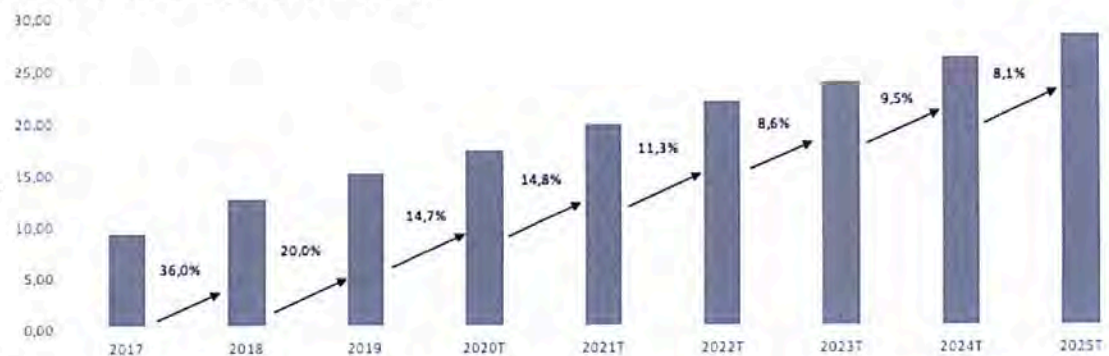


Kaynak: Şirket, OYAK Yatırım tahminleri

Projeksiyonda görülen adet bazında satış hacmindeki büyümenin temel sebebi 2020 yılı Nisan ayında faaliyete geçen ve yıllık 43,2 milyon adet kapasiteye sahip sürpriz yumurta hattıdır. Önümüzdeki yıllarda hattın yıllık kapasitesinin tamamının kullanılması öngörülmektedir. 2021 ve 2022 yıllarındaki adet bazında satış büyümesinin, sürpriz yumurta hattının kapasitesinin kullanılmasıyla gerçekleşmesi beklenmektedir. Şirket'in 2020 yılı ilk yarısı itibarıyla satış hacimleri 25.186 ton ve 16.753 bin adettir. 2019 yılının aynı dönemine göre tonaj ve adet bazında büyümeler sırasıyla %24,3 ve %28,3 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in 2017-2019 dönemi içinde gerçekleşen ve 2020-2025 dönemi içinde projekte edilen tonaj ve adet bazında birim fiyatları aşağıdaki grafiklerde gösterilmiştir. Satışlardaki ürün ve kanal dağılımındaki değişiklikler de birim fiyatlar üzerinde etkili olabilmektedir. Hammadde yapısındaki yabancı para oranı sebebiyle sektördeki şirketler kur hareketlerini fiyatlara yansıtılabilmektedir. 2020 yılı projeksiyonu için çoğunlukla 1Y2020 gerçekleştirmelerinden faydalanılsa da 2021-2025 yılları için satış kanallarında ürün bazında yapılan fiyat tahminlerinde ihracat fiyatlarında dolar bazında %1 artış, geleneksel ve organize ticaret kanallarında ise enflasyon artı %3'lük fiyat artışı öngörülmüştür. Adet bazlı ürünlerdeki fiyat artışı tahmini enflasyon artı %1'le daha konservatiftir.

Grafik 6: Birim Fiyat (TL) - Tonaj



Kaynak: Şirket, OYAK Yatırım tahminleri

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Ayıoğlu - Kemerburgaz Cd. Vadim Hürkan Sitr. 7B
 Blok: 10 No 7C Kat: 18 Sarıyer-İST. T: 0212 351 05 00 F: 0212 351 05 01
 Mers: 0817007180001000010
 Büyük Mükellefler VD: 640 003 9504

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.
Aydoğan Mah. Kemaltıbulvarı Cd. Yedigöller Parkı Sit. 75
Blok Kat. No: 1 Kat: 13 Sarıyer/İstanbul 34200
Tic. Sic. No: 272400 / Mersis No: 08030034200000000001
Büyükdere/Beşiktaş/İstanbul

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 Mah. Katmerburgaz Cd. V. Dışarılar, Kat: 7/1
Büyükdere Mah. 7C Kat: 16 Sarıyeri-İstanbul 34399
Tic. Sic. No: 271235/05-00 Mersis No: 34390000000000000001
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/Beşiktaş/İSTANBUL

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.

çarpanlar Şirket'in yıllıklandırılmış FAVÖK ve kar tutarlarıyla çarpılmış ve FD/FAVÖK çarpanından yapılan hesaplamada 30.06.2020 sonu net borç tutarı olan 287 milyon TL kullanılmıştır.

Tablo 38: Yurt içi karşılaştırılabilir şirketler çarpanları

TL	Yıllıklandırılmış FAVÖK			
	Piyasa Değeri	marjı	F/K	FD/FAVÖK
TUKAS	2.674.696.500	24,2%	21,8	17,2
ULKER	7.715.520.000	16,9%	9,4	5,8
KERVİT	3.733.680.000	14,5%	38,1	9,9
KNFRT	522.060.000	13,9%	34,2	17,9
PETUN	1.151.844.300	11,8%	14,8	12,1
TATGD	1.486.480.000	11,5%	15,9	10,4
BANVT	2.538.598.435	6,9%	a.d.	11,0
	Medyan	13,9%	18,8	11,0
KENT	74.250.000.000	13,3%	843,9	484,5
AVOD	509.400.000	10,9%	86,4	28,8
FADE	477.285.000	29,1%	a.d.	29,8
Yıllıklandırılmış FAVÖK	165.844.819			
Yıllıklandırılmış net kar	98.070.533			
30.06.2020 net borç	287.405.932			
F/K çarpanıyla hedef piyasa değeri	1.847.421.987			
FD/FAVÖK çarpanıyla hedef piyasa değeri	1.539.222.536			
%50-50 ağırlıklı hedef piyasa değeri	1.693.322.262			
Pay başına değer	11,29			

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları, Finnet Veritabanı, 28/09/2020 kapanış

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

7.B.2. Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları:

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

OYAK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 YATIRIM MENKUL DEĞERLERİ A.Ş. Yatırım Menkul Değerleri Şirketi
 Blok 3, Kat: 15 Sarıyer-İST. Tel: 0212 351 05 00
 Faks: 0212 351 05 04 E-posta: iletisim@oyakyatirim.com.tr
 Büyük Mükellefler V.D. 644 03 5604

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, Kemirburgaz Cd. Nispetiye, Beşiktaş/İstanbul
 Blok Apt. No: 74 Kat: 18 Sarıyer/İstanbul
 Tel: 0212 351 05 99 Mersis No: 34030100000000000000
 Fax: 0212 351 05 99
 E-posta: 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. 11. Kat
 Beşiktaş / İstanbul / Türkiye
 Tic. Sic. No: 271234 / Mersis No: 0840 000 150 0001
 Fax: 0212 349 85 77 / E-posta: iletisim@oyakyatirim.com.tr
 Büyük Mükellefler V.D. 849 00 150 0001

