



**Kütahya Şeker Fabrikası Anonim Şirketi**  
**Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan**  
**Varsayımlara İlişkin**  
**Denetimden Sorumlu Komite Tarafından Hazırlanan**  
**Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu**  
**(2023 yılı 3 Aylık Mali Tablolara İlişkin)**

**Sermaye Piyasası Kurulu'nun**  
**VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin**  
**29/5 Maddesi Uyarınca Hazırlanmıştır.**

**1. Rapor Konusu ve Gerekçe:** Kütahya Şeker Fabrikası Anonim Şirketi'nin ("Kütahya Şeker" veya "Şirket") halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi gereğince Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanmıştır.

**2. Açıklamalar:** Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. Fıkrasında yer alan "*Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir.*" hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

### **3. Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler:**

Şirketin paylarının halka arzına aracılık eden Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından düzenlenen fiyat tespit raporu 25.06.2021 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanmıştır. Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki şekilde tespit edilmiştir.

Kütahya Şeker'nin pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi,
- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi,

yöntemleri kullanılmıştır.

### **İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi**

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi: gelecekte planlanan tüm nakit akışlarının bugünkü değerinin tahmin edilmesi için bir indirgeme oranının uygulandığı; gösterge niteliğindeki değer gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesiyle belirlenmesini sağlayan bir değerlendirme yöntemidir. Bu yöntemde varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.

Fiyat tespit raporunda Kütahya Şeker'in gelir tablosu projeksiyonu aşağıdaki gibi yapılmıştır.

| <b>KÜTAHYA ŞEKER – Gelir Tablosu Projeksiyonları</b> |                |                |                |                |                |                |                  |                  |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|
| <b>000 TL</b>  | <b>2020</b>    | <b>2021</b>    | <b>2022</b>    | <b>2023</b>    | <b>2024</b>    | <b>2025</b>    | <b>2026</b>      | <b>2027</b>      |
| <b>Net Satışlar</b>                                  | <b>226.089</b> | <b>258.277</b> | <b>416.524</b> | <b>609.248</b> | <b>877.378</b> | <b>938.439</b> | <b>1.003.924</b> | <b>1.074.180</b> |
| SMM  | 181.496        | 196.061        | 345.603        | 502.304        | 726.747        | 777.210        | 829.656          | 885.636          |
| <b>Brüt Kar</b>                                      | <b>44.593</b>  | <b>62.216</b>  | <b>70.921</b>  | <b>106.943</b> | <b>150.632</b> | <b>161.229</b> | <b>174.269</b>   | <b>188.544</b>   |
| Faaliyet giderleri                                   | 7.612          | 10.417         | 12.703         | 15.257         | 18.392         | 19.858         | 21.449           | 23.187           |
| Pazarlama giderleri                                  | 1.547          | 1.842          | 2.329          | 2.880          | 3.571          | 3.859          | 4.171            | 4.510            |
| Genel yönetim giderleri                              | 6.065          | 8.575          | 10.374         | 12.377         | 14.821         | 15.999         | 17.278           | 18.677           |
| <b>Faaliyet Karı</b>                                 | <b>36.981</b>  | <b>51.800</b>  | <b>58.218</b>  | <b>91.687</b>  | <b>132.239</b> | <b>141.371</b> | <b>152.820</b>   | <b>165.357</b>   |
| Amortismanlar  | 2.248          | 9.777          | 11.102         | 11.102         | 11.032         | 11.032         | 10.927           | 10.927           |
| <b>FAVÖK</b>   | <b>39.229</b>  | <b>61.577</b>  | <b>69.320</b>  | <b>102.789</b> | <b>143.272</b> | <b>152.403</b> | <b>163.746</b>   | <b>176.284</b>   |
| FAVÖK marjı  | 17%            | 24%            | 17%            | 17%            | 16%            | 16%            | 16%              | 16%              |

Aşağıdaki tabloda ise projeksiyon dönemi süresince hesaplanan Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları verilmiştir. Serbest nakit akımları AOSM ile bugüne indirgenerek Serbest Nakit Akımlarının bugünkü değeri hesaplanmaktadır. Projeksiyon dönemi sonrası için ise Türkiye'nin uzun vadeli büyüme oranına paralel olarak %5 artırı büyüme oranı ile serbest nakit akımları sonsuza kadar büyütülmüş ve bu şekilde hesaplanan Artık Değer ilgili AOSM ile bugüne indirgenerek Artık Değerin bugünkü değeri hesaplanmıştır. Bu şekilde hesaplanan Firma Değerine, 31/12/2020 tarihi itibarıyla şirketin mali tablolarında yer alan net nakit eklenmiş ve 2021 yılı içinde dağıtılması planlanan kar payı düzeltmesi yapılmıştır. Nihai Özsermaye değerine ulaşmak için ise Şirket'in aktiflerinde bulunan ancak faaliyetleri için kullanılmayan ve Şirket'in 31/12/2020 tarihi itibarıyla mali tablolarında yatırım amaçlı olarak sınıflanan gayrimenkullerin değerinin eklenmiş ve bu şekilde Kütahya Şeker için 1.333.542.843 TL Özsermaye Değeri hesaplanmıştır.

| SerbestNakitAkımları (000*TL)         | 2021             | 2022          | 2023           | 2024           | 2025           | 2026           | 2027           | Baz Yıl          |
|---------------------------------------|------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| <b>FAVÖK</b>                          | <b>61.577</b>    | <b>69.320</b> | <b>102.789</b> | <b>143.272</b> | <b>152.403</b> | <b>163.746</b> | <b>176.284</b> | <b>185.098</b>   |
| Vergi (-)                             | 11.453           | 13.899        | 19.037         | 27.687         | 32.004         | 34.541         | 37.324         | 37.020           |
| YatırımHarcamaları (-)                | 16.000           | 10.500        | 3.046          | 4.387          | 4.692          | 5.020          | 5.371          | 5.639            |
| İşletmeSermayesiDeğişim (+/-)         | 12.933           | -32.212       | -34.141        | -48.891        | -11.015        | -11.507        | -12.294        | -12.908          |
| <b>Firmaya Olan SerbestNakitAkımı</b> | <b>21.190</b>    | <b>77.132</b> | <b>114.846</b> | <b>160.089</b> | <b>126.722</b> | <b>135.693</b> | <b>145.883</b> | <b>155.347</b>   |
| <b>İndirgenmişNakitAkımı</b>          | <b>19.055</b>    | <b>57.659</b> | <b>72.571</b>  | <b>86.612</b>  | <b>59.972</b>  | <b>56.174</b>  | <b>52.828</b>  | <b>1.666.956</b> |
| <i>İskontoOranı</i>                   | <i>21,8%</i>     | <i>20,3%</i>  | <i>18,3%</i>   | <i>16,8%</i>   | <i>14,3%</i>   | <i>14,3%</i>   | <i>14,3%</i>   | <i>14,3%</i>     |
| NakitAkımlarınınBugünküDeğeri         | 404.870          |               |                |                |                |                |                |                  |
| ArtıkDeğer                            | 1.666.956        |               |                |                |                |                |                |                  |
| ArtıkDeğerinBugünküDeğeri             | 603.645          |               |                |                |                |                |                |                  |
| <b>ToplamFirmaDeğeri</b>              | <b>1.008.515</b> |               |                |                |                |                |                |                  |
| Net Nakit (+)                         | 156.093          |               |                |                |                |                |                |                  |
| DağıtılanKarPayıDüzeltilmesi (-)      | 31.839           |               |                |                |                |                |                |                  |
| YatırımAmaçlıGayrimenkuller (+)       | 200.774          |               |                |                |                |                |                |                  |
| <b>Özsermaye Değeri</b>               | <b>1.333.543</b> |               |                |                |                |                |                |                  |

### Piyasa Çarpanları Analizi

Değerleme konusu şirketi, piyasada satılmış benzer nitelikteki şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırmaktadır. Pazar yaklaşımında kullanılan veri kaynakları arasında en sık kullanılan üçü; benzer nitelikteki şirketlerin mülkiyet haklarının alınıp satıldığı halka açık hisse senedi piyasaları, şirketlerin blok satışının yapıldığı piyasalar ve değerlendirme konusu Şirket'in mülkiyetine yönelik daha önceden gerçekleştirilmiş işlemlerdir. Pazar yaklaşımı özetle; değerlendirme konusu varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya benzer varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır.

Çarpan analizi, değerlendirilecek şirkete benzer başka şirketlerin uygun piyasa çarpanlarıyla şirket değerinin hesaplanması esasına dayanmaktadır. Şirketin nakit ve kar yaratma kapasitesini göstermesi; istisnai kar artışlarını değil faaliyetlerden elde edilen karları dikkate alarak faaliyet karı üzerinden analize imkân tanınması göz önüne alındığında FD/FAVÖK (Firma Değeri/Faiz,

Amortisman, Vergi Öncesi Kar) çarpanı değerlemede kullanılmıştır. Şirketin geçmiş dönem karı verileri göz önüne alındığında istikrarlı bir kar marjı sergilemesi, F/K (Fiyat/Kazanç) oranının hisse senetleri arasında karşılaştırma yapmaya uygun olması, Şirketin diğer faaliyetlerinden elde ettiği gelirlerinin ve giderlerinin satışlarına oranının düşük olması dikkate alınarak F/K oranı çarpanı değerlemede kullanılmıştır. PD/DD (Piyasa Değeri/ Defter Değeri) oranı, Şirketin bilanço verilerine göre hesaplanan defter değeri ile piyasa değerinin mukayesesi suretiyle değerlemede benzer şirketlere kıyasla piyasa değeri hakkında ölçü olması bakımından PD/DD çarpanı değerlemede kullanılmıştır.

#### 4. Değerleme Sonucu

Piyasa Çarpan Analizi benzer şirketlerin güncel piyasa değerlerini yansıttığından makul bir yöntemdir. Buna karşılık Grup'un maddi duran varlıklarının İNA yöntemiyle değerlemesinin yansıtıldığı Defter Değeri Yöntemi de Şirket'in mevcut varlıklarının değerini makul bir şekilde yansıtmaktadır. Bu yüzden değerlendirme çalışmasında iki yöntem eşit olarak ağırlıklandırılmıştır. Yine Piyasa Çarpan Analizi içerisinde FD / FAVÖK ile FD / Kurulu Güç çarpan analizleri eşit ağırlıklandırılmıştır.

Defter Değeri Yöntemi ve FD / FAVÖK ile FD / Kurulu Güç çarpan analizleri sonucunda bulunan özsermaye değerleri aşağıda yer almaktadır.

| TL   | İNA Analizi          | Piyasa Çarpanları Analizi |
|--|----------------------|---------------------------|
| <b>Özsermaye Değeri</b>                    | <b>1.333.542.843</b> | <b>848.792.834</b>        |
| <i>Ağırlık</i>                             | <i>75%</i>           | <i>25%</i>                |
| <b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b> | <b>1.212.355.341</b> |                           |

| PAY BAŞINA DEĞER HESAPLAMASI (TL)                   |                      |
|---|----------------------|
| Nominal Sermaye                                     | 46.000.000           |
| <b>Halka Arz İskontosu Öncesi Özsermaye Değeri</b>  | <b>1.212.355.341</b> |
| Halka Arz İskontosu (-)                             | -20%                 |
| <b>Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri</b> | <b>966.000.000</b>   |
| Pay Başına Değer (TL)                               | 21,00                |

Nihai Değerleme kapsamında Şirket için hesaplanan Piyasa Çarpanları Değerlemesi ve İNA analizi ile hesaplanan Şirket değerleri, Şirket'in birebir benzer bir şirketi olmaması ve Şirket'in gelecekteki nakit üretme potansiyelini daha net bir şekilde göstermesi nedeniyle İNA analizi %75 ve Piyasa Çarpan Analizi de %25 ağırlık verilerek Kütahya Şeker için Halka Arz İskontosu öncesi Nihai Özsermaye Değeri 1.212.355.341 TL ve %20 halka arz iskontosu ile Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri 966.000.000 TL ve pay başında değer de 21 TL olarak belirlenmiştir.

## 5. Sonuç: Tahmin ve Gerçekleşme Verileri

Yukarıda açıklandığı üzere, fiyat tespit raporunda yer alan gelir ve nakit akımı projeksiyonları yıl itibariyle yapılmış, ara dönemler için bir tahmin yapılmamıştır. Ayrıca, şirketimizin faaliyet alanı ve içinde bulunduğu sektör nedeniyle mevsimsellik büyük önem taşıdığından, yıllık tahmini rakamlardan yola çıkarak ara dönem tahminlerini yapmak da uygun değildir. Ancak, yatırımcılara fikir vermesi bakımından, yıllık bazda öngörülen artış tahminlerine göre bir tahmin yapılarak, ara dönem içinde gerçekleşme rakamları ile karşılaştırma yapılması mümkündür. Şöyle ki, her bir hesap kaleminin önceki yıla göre yüzde kaç artışla tahmin edildiği bellidir. Dolayısıyla, bir önceki yılın aynı dönemine ilişkin gerçekleşme rakamlarına söz konusu artış oranı uygulanarak cari yılın ara dönemine ilişkin bir tahmine ulaşılabılır. Hasılat (Net Satışlar) örneğini bu kapsamda açıklamak gerekirse, fiyat tespit raporunda 2023 yıl sonu hasılatının 609,2 milyon TL olacağı tahmin edilmiştir. Bu rakam, 2022 yılı gerçekleşmesine göre yaklaşık %9 artış anlamına gelmekte olup, ilk 3 aylık dönem için de aynı artış söz konusu olacağı varsayılırsa, cari yılın 3 aylıkları için tahmin rakam 194,6 milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Gerçekleşen rakam ise 245,1 milyon TL'dir. O halde, bu varsayımlar altında, hasılat bakımından 3 aylık sonuçlar tahminin %126 fazlası olarak gerçekleşmiştir. Bu sınırlılıklar çerçevesinde, Şirketimizin fiyat tespit raporunda yer alan projeksiyonlar ile bu projeksiyonların gerçekleşme durumlarına ilişkin olarak hazırlanan tablo aşağıda verilmektedir:

| Milyon TL.                        | 2022                | 2023             | Yıllık         | 2022                | 2023             | 2023                | Gerçekleşme Oranı % |
|-----------------------------------|---------------------|------------------|----------------|---------------------|------------------|---------------------|---------------------|
|                                   | Tüm Yıl Gerçekleşen | Tüm Yıl (Tahmin) | Artış (Tahmin) | 3 Aylık Gerçekleşen | 3 Aylık (Tahmin) | 3 Aylık Gerçekleşen |                     |
| Hasılat                           | 557,0               | 609,2            | 0,09           | 177,9               | 194,6            | 245,1               | 126,0               |
| Satışların Maliyeti               | 330,5               | 502,3            | 0,52           | 72,6                | 110,3            | 177,4               | 160,8               |
| Brüt Kâr                          | 226,5               | 106,9            | -0,53          | 105,3               | 49,7             | 67,7                | 136,2               |
| Faaliyet Giderleri <sup>(1)</sup> | 18,4                | 15,2             | -0,17          | 4,5                 | 3,7              | 12,9                | 347,0               |
| FAVÖK <sup>(2)</sup>              | 219,6               | 102,7            | -0,53          | 100,8               | 47,1             | 58,2                | 123,5               |

(<sup>1</sup>)Faaliyet Giderleri=GenelYönetimGiderleri+Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri

(<sup>2</sup>)FAVÖK=Brüt Kâr-Faaliyet Giderleri+Amortisman ve İtfa Giderleri (Faaliyet Giderlerine Ait)

Bu tabloda yer alan sonuçlara göre; yukarıda belirtilen varsayımlar altında Şirketimizin Hasılat, Brüt Kar ve FAVÖK kalemleri üç aylık hedeflerinin üzerinde gerçekleşmiştir. Satışların Maliyeti ile Faaliyet Giderleri de tahminlerin üzerinde olmasına karşın, Şirketin karlılığında beklenenin üzerinde artış ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte, mevsimselliğin önem taşıdığı, bu bağlamda Eylül 2023 tarihinde başlayacak üretim döneminde üretilecek mamullerin pazarlamasının da ağırlıklı olarak 2023 yılının son üç ayında gerçekleşeceği ve fiyat tespit raporundaki projeksiyonların yıllık yapılmış olduğu dikkate alındığında, asıl karşılaştırmanın yıl sonunda yapılmasının daha doğru olacağı değerlendirilmektedir.

Saygılarımızla,

Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.  
Denetimden Sorumlu Komite