

KÜTAHYA ŞEKER FABRİKASI A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Hakkında
Değerlendirme Raporu

Fiyat Tespit Değerlendirme Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payları ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esaslarının 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. İlgili madde;

*Halka arza aracılık eden kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda halka açılacak ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.

HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka Arz Talep Toplama Tarihleri	1 - 2 Temmuz 2021
Halka Arz Fiyatı	21,00 TL
Borsa Kodu	KTSKR
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Tahsisat Grupları	Borsada Satış
Halka Arz Şekli	11.500.000 TL Nominal Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Sermaye	46.000.000 TL Nominal
Halka Arz Sonrası Sermaye	46.000.000 TL Nominal
Halka Arz Büyüklüğü	241.500.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	966.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	966.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	25,00%

1. Şirket Profili

Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş. ("Kütahya Şeker" ve/veya "Şirket"), 4634 sayılı Şeker Kanunu çerçevesinde faaliyet göstererek şeker üretimi yapmaktadır. Şirket'in ana faaliyeti; kristal, toz ve küp şeker üretimi ve ticareti, şeker sanayinin yan ürünü olan yaş küspe, melas ve tohum ticareti yapmaktır. Şirket'in faaliyetleri iki ana faaliyet koluna ayrılmaktadır: Tarımsal Üretim ve Şeker Üretimi.

Tarımsal üretim faaliyeti, Şirket'in şeker üretmek için bölgesindeki çiftçilerle yapmış olduğu anlaşmalar gereği çiftçilere temin edilen çeşitli tohum, gübre, ilaç ve zirai danışmanlık hizmetlerini içermektedir.

Şeker üretimi ise her sene Eylül – Ekim aylarında şeker pancarı hasadı ile başlayıp 100 – 120 gün süren ve kampanya dönemi olarak adlandırılan dönem içerisinde gerçekleştirilen şeker üretim faaliyetini kapsamaktadır. Şirket, şeker üretimini Kütahya Şeker Fabrikası'nda gerçekleştirmektedir.

2. Halka Arz Öncesi ve Sonrası Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Ortak	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi Sermaye		Pay Grubu	Halka Arz Sonrası Sermaye	
		(TL)	(%)		(TL)	(%)
Aziz Torun	A	690.000	1,50	A	690.000	1,5
Mehmet Torun	A	690.000	1,50	A	690.000	1,5
Nahit Kiler	B	690.000	1,50	B	690.000	1,5
Ümit Kiler	B	690.000	1,50	B	690.000	1,5
Torunlar Gıda	C	2.881.232	6,26	C	2.881.232	6,26
Kiler Holding	C	2.881.232	6,26	C	2.881.232	6,26
Pancar Kooperatifi	C	1.243.539	2,70	C	1.243.539	2,70
Torunlar Gıda	D	14.901.299	32,39	D	9.151.299	19,89
Kiler Holding	D	14.901.299	32,39	D	9.151.299	19,89
Pancar Kooperatifi	D	6.431.399	13,98	D	6.431.399	13,98
Halka Açık Kısım	-	-	0,00	D	11.500.000	25,00
Toplam		46.000.000	100,00		46.000.000	100,00

3. Finansal Tablolar

3.1. Bilanço

VARLIKLAR (TL)	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Nakit ve Nakit Benzerleri	164.880.067	115.850.704	53.107.951
Ticari Alacaklar	1.956	1.067	6
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	-	-	-
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	1.956	1.067	6
Diğer Alacaklar	190.791	12.692.067	26.536.183
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	103.204	12.634.733	26.267.288
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	87.587	57.334	268.895
Stoklar	71.522.269	60.062.289	63.103.253
Peşin Ödenmiş Giderler	185.337	1.096.989	215.402
Diğer Dönen Varlıklar	1.882.899	1.116.368	4.726
Dönen Varlıklar	238.663.319	190.819.484	142.967.521
Diğer Alacaklar	1.870	1.893	1.830
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	1.870	1.893	1.830
Finansal Yatırımlar	35.097	34.928	22.527
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	200.774.490	67.810	67.810
Maddi Duran Varlıklar	391.618.550	11.356.656	14.300.338
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	20.504	89.567	119.233
-Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	20.504	89.567	119.233
Ertelenen Vergi Varlığı	-	4.351.436	4.014.584
Duran Varlıklar	592.450.511	15.902.290	18.526.322
Toplam Varlıklar	831.113.830	206.721.774	161.493.843

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2020 Global Menkul Değerler A.Ş.

KAYNAKLAR (TL)	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Kısa Vadeli Borçlanmalar	8.787.000	6.375.352	7.073.968
Ticari Borçlar	120.673.516	79.540.544	54.456.693
-İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	4.288	4.288	8.575
-İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	120.669.228	79.536.256	54.448.118
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	2.154.554	2.001.087	1.652.495
Diğer Borçlar	5.424.425	8.015.176	3.555.599
-İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	-	-	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	5.424.425	8.015.176	3.555.599
Ertelenmiş Gelirler	5.105.745	181.401	524.447
Dönem Karı Vergi Yükümlülükleri	-	-	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	243.867	199.538	141.628
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	243.867	199.538	141.628
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	113.161	235.911	186.353
Kısa Vadeli Yükümlülükler	142.502.268	96.549.009	67.591.183
Uzun Vadeli Karşılıklar	6.633.615	5.949.171	4.850.617
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	6.296.054	5.611.610	4.515.056
-Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar	337.561	337.561	337.561
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	112.124.950	-	-
Uzun Vadeli Yükümlülükler	118.758.565	5.949.171	4.850.617
Ödenmiş Sermaye	46.000.000	46.000.000	46.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	465.194.362	(713.421)	(116.035)
-Maddi duran varlık yeniden değerlendirme artışları	466.003.707	-	-
-Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazançları / kayıpları	(809.345)	(713.421)	(116.035)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(581.322)	(581.457)	(591.378)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	31.872.437	28.567.570	26.712.015
Geçmiş Yıllar Karları/(Zararları)	(3.907.597)	(3.682.886)	(1.517.353)
Net Dönem Karı	31.275.117	34.633.788	18.564.794
Özkaynaklar	569.852.997	104.223.594	89.052.043
Toplam Kaynaklar	831.113.830	206.721.774	161.493.843

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2020 Global Menkul Değerler A.Ş.

3.2. Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU (TL)	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Hasılat	226.088.971	193.161.078	130.504.417
Satışların Maliyeti (-)	(181.495.925)	(155.393.044)	(104.214.250)
Brüt Kar	44.593.046	37.768.034	26.290.167
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(1.547.062)	(1.368.793)	(1.282.151)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(6.064.753)	(6.743.698)	(9.018.026)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler (+)	4.416.190	4.632.431	3.248.071
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(10.709.060)	(3.762.854)	(7.505.301)
Esas Faaliyet Karı/Zararı	20.688.361	30.525.120	11.732.760
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler (+)	1.196.480	130.660	573.693
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(412.974)	-	-
Finansman Giderleri Öncesi Faaliyet Karı	31.471.867	30.655.780	12.306.453
Finansman Gelirleri	10.163.626	12.661.014	12.968.016
Finansman Giderleri (-)	(5.296.355)	(3.157.542)	(4.068.790)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	36.339.138	40.159.252	21.205.679
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	(5.064.021)	(5.525.464)	(2.640.885)
-Dönem Vergi Gideri/Geliri	(5.064.615)	(5.715.450)	(3.433.385)
-Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	594	189.986	792.500
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı	31.275.117	34.633.788	18.564.794

3.3. FAVÖK Gelişimi

FAVÖK GELİŞİMİ (TL)	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Brüt Kar	44.593.046	37.768.034	26.290.167
Faaliyet Giderleri	(7.611.815)	(8.112.491)	(10.300.177)
Amortisman ve İtfa Giderleri	2.247.782	3.515.939	5.734.395
FAVÖK	39.229.013	33.171.482	21.724.385

4. Şirket Değerlemesi

Kütahya Şeker'in halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde "İndirgenmiş Nakit Akımları", "Piyasa Çarpanları (Benzer Şirketler ve Sektör Çarpanları)" yöntemleri kullanılmıştır.

Şirket'in değeri hesaplanırken indirgenmiş nakit akımları yöntemine %75 ve piyasa çarpanları yöntemine %25 ağırlık verilerek halka arz öncesi **1.212.355.341 TL** hedef değerine ulaşılmıştır.

4.1. İndirgenmiş Nakit Akımları

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin detayları aşağıdaki gibidir:

AOSM	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Risksiz Getiri Oranı	17,5	16,0	14,0	12,5	10,0	10,0	10,0
Beta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Risk Primi	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Borçlanma Maliyeti	19,0	17,0	14,0	12,0	11,0	11,0	11,0
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	15,0	13,0	11,0	10,0	9,0	9,0	9,0
Özsermaye Maliyeti	21,9	20,4	18,4	16,9	14,4	14,4	14,4
Özkaynak/ (Özkaynak+Yükümlülükler)	98	98	98	98	98	98	98
AOSM	21,8	20,3	18,3	16,8	14,3	14,3	14,3

Tahmini nakit akışlarının bugüne indirgenmesiyle oluşan değerler aşağıdaki tabloda verilmiştir:

İNA (000 TL)	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Baz Yıl
Net Satışlar	258.277	416.524	609.248	877.378	938.439	1.003.924	1.074.180	-
<i>Net Satışlar Yıllık Büyüme (%)</i>	-	61,27	46,27	44,01	6,96	6,98	7,00	-
Brüt Kar	62.216	70.921	106.943	150.632	161.229	174.269	188.544	-
Faaliyet Giderleri	10.417	12.703	15.257	18.392	19.858	21.449	23.187	-
Faaliyet Karı	51.800	58.218	91.687	132.239	141.371	152.820	165.357	-
Amortisman	9.777	11.102	11.102	11.032	11.032	10.927	10.927	-
FAVÖK	61.577	69.320	102.789	143.272	152.403	163.746	176.284	-
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	23,84	16,64	16,87	16,33	16,24	16,31	16,41	-
İşletme Sermayesi Değişimi	12.933	-32.212	-34.141	-48.891	-11.015	-11.507	-12.294	-12.908
Yatırım Harcamaları	16.000	10.500	3.046	4.387	4.692	5.020	5.371	5.639
Vergi	11.453	13.899	19.017	27.687	32.004	34.541	37.324	37.020
Serbest Nakit Akımları	21.190	77.132	114.846	160.089	126.722	135.693	145.883	155.347
AOSM	21,80%	20,30%	18,30%	16,80%	14,30%	14,30%	14,30%	-
İndirgeme Faktörü	0,96	0,75	0,63	0,54	0,47	0,41	0,36	-
İNA	19.055	57.659	72.571	86.612	59.972	56.174	52.828	1.666.956

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2020 Global Menkul Değerler A.Ş.

İNA Sonucu	
Serbest Nakit Akımları Bugünkü Değer	404.876
Terminal Nakit Akımları*	1.666.956
Terminal Nakit Akımları Bugünkü Değer	603.645
Firma Değeri	1.008.515
Net Nakit (+)	156.093
Kar Payı Düzeltmesi (-)	31.839
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul (+)	200.774
Özsermaye Değeri	1.333.543

*Uç değer hesabında kullanılan büyüme oranı %5 olarak kabul edilmiştir

İndirgenmiş nakit akımları analizi sonucunda özsermaye değeri **1.333.543 TL** olarak hesaplanmıştır.

4.2. Piyasa Çarpanları Yöntemi

FİNANSAL VERİLER (TL)	31.12.2020
FAVÖK	39.229.013
Özkaynak	569.852.997
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	200.774.490
Net Kar	31.275.116
Düzeltilmiş Özkaynak	369.078.507
Ödenmiş Sermaye	46.000.000
Net Nakit*	156.093.067
<i>Nakit @31.12.2020</i>	<i>164.880.067</i>
<i>Finansal Borçlar @31.12.2020</i>	<i>8.787.000</i>

4.2.1. Yurt İçi Benzer Şirketler

YURT İÇİ BENZER ŞİRKETLER	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK
KRVGD	24,3	3,6	14,3
PENGD	a.d.	1,9	17,3
PETUN	8,7	1,1	9,6
PINSU	a.d.	4,1	17,0
PNSUT	20,4	0,8	10,7
TATGD	7,2	1,7	9,5
TUKAS	14,6	3,4	5,8
ULKER	7,3	1,3	11,7
ULUUN	23,6	2,7	11,7
Basit Ortalama	15,2	2,3	11,9
MEDYAN	14,6	1,9	11,4

Kullanılan çarpan yöntemleri arasında FD/FAVÖK çarpanına %40, F/K çarpanına %30 ve PD/DD çarpanına %30 ağırlık verilmiştir. PD/DD hesaplaması yapılırken karşılaştırılabilir olması açısından düzeltilmiş özkaynak kullanılmıştır. Bu şekilde hesaplanan değere net nakit eklenmesi ve 2021 yılında

dağıtılması kararı alınan kar payı düzeltmesi sonucu oluşan piyasa değerlerinin, yukarıda verilen oranlar kullanılarak ağırlıklandırılması sonucu Kütahya Şeker için **572.243.574 TL** piyasa değerine ulaşılmıştır.

YURT İÇİ ÇARPAN ANALİZİ (TL)	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD-DÜZELTİLMİŞ
XGIDA	14,6	11,4	1,9
Firma Değeri		447.361.820	
Net Nakit(+)		156.093.0,67	
Kar Payı Düzeltmesi(-)		31.839.403	
Piyasa Değeri	458.034.738	571.615.483	687.289.864
Ağırlık	%30	%40	%30
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri		572.243.574	

4.2.2. Yurt Dışı Benzer Şirketler

YURT DIŞI BENZER ŞİRKETLER	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD
Gelişmekte Olan Ülkeler Şeker Üreticileri			
Nanning Sugar Manufacturing Co Ltd	74,28	12,53	26,86
Bannari Amman Sugars Ltd	23,38	8,22	1,59
Dangote Sugar Refinery Plc	6,94	3,19	1,66
Dalmia Bharat Ltd	149,10	10,58	3,16
Khon Kaen Sugar Industry Pcl	-236,65	26,71	1,03
Kaset Thai International Sugar Corp Pcl	29,46	11,69	2,00
Msm Malaysia Holdings Bhd	-12,73	10,11	0,57
Rogers Sugar Inc	16,84	10,47	2,21
MEDYAN	26,42	10,52	1,66
Gelişmekte Olan Ülkeler Seçilmiş Gıda Firmaları			
Tiger Brands Limited	28,37	8,32	2,73
Savola Group	23,89	14,72	2,64
Grupo Nutresa S.A. (Nutresa)	17,27	a.d.	1,21
Almarai Co.	28,72	13,97	3,63
Juhayna Food Industries Sae	9,45	4,01	1,39
MEDYAN	23,89	11,15	2,64
Gelişmiş Ülkeler Seçilmiş Gıda Firmaları			
Nestle Sa	26,27	19,24	7,03
Danone Sa	20,68	10,76	2,48
Aak	31,55	20,11	5,08
The Kraft Heinz Co	151,48	12,15	1,08
Jm Smucker Co	19,22	11,67	1,82
Kellogg Co	18,08	13,76	7,27
MEDYAN	23,47	12,96	3,78

Anlamli olmayan çarpan değerlerini dışarıda bırakmak için medyan değerleri kullanılmıştır. Ayrıca PD/DD hesaplaması yapılırken karşılaştırılabilir olması açısından Şirket'in düzeltilmiş özkaynak değeri kullanılmıştır. Farklı kategorilerdeki seçilmiş firmalar için gelişmekte olan ülkelerdeki şeker üreticileri için %50, gelişmekte olan ülkelerde yer alan seçilmiş gıda şirketleri için %30 ve gelişmiş ülkelerde yer

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2020 Global Menkul Değerler A.Ş.

alan seçilmiş gıda şirketleri için de %20 ağırlık kullanılarak aşağıdaki tabloda verilen ortalama FD/FAVÖK , F/K ve PD/DD değerlerine ulaşılmıştır.

YURT DIŞI ÇARPAN ANALİZİ (TL)	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD	AĞIRLIK
Gelişmekte Olan Ülkeler -Seçilmiş Şeker Üreticileri	26,4	10,5	1,7	%50
Gelişmekte Olan Ülkeler - Seçilmiş Gıda Firmaları	23,9	11,1	2,6	%30
Gelişmiş Ülkeler Seçilmiş Gıda Firmaları	23,5	13,0	3,8	%20
Ağırlıklı Ortalama	25,1	11,2	2,4	
FİRMA DEĞERİ		439.207.512		
Net Nakit (+)		156.093.067		
Kar Payı Düzeltmesi (-)		31.839.403		
Özsermaye Değeri	784.114.915	563.461.176	877.247.231	
<i>Ağırlık</i>	<i>%30</i>	<i>%40</i>	<i>%30</i>	
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	723.793.114			

4.2.3. Nihai Piyasa Çarpan Analizi Değeri

Yurt içi ve yurt dışı seçilmiş benzer şirketler için yapılan analiz sonucu hesaplanan değerler eşit ağırlıklı olarak dikkate alınmış ve nihai özsermaye değerine ulaşmak için Şirket'in aktifinde bulunan ancak faaliyetlerinde kullanılmayan ve yatırım amaçlı gayrimenkul olarak sınıflanan arsaların değeri eklenerek **848,79 milyon TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır.

PİYASA ÇARPAN ANALİZİ DEĞERİ (TL)	ÖZSERMAYE DEĞERİ	AĞIRLIK
Yurt İçi Çarpan	572.243.574	%50
Yurt Dışı Çarpan	723.793.114	%50
Piyasa Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri	648.018.344	
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (+)	200.774.490	
Nihai Piyasa Çarpanlarına Göre Özsermaye Değerlemesi	848.792.834	

5. Değerleme Sonucu

DEĞERLEME (TL)	ÖZSERMAYE DEĞERİ	AĞIRLIK	SONUÇ
İNA Yöntemi	1.333.542.843	%75	1.000.157.132
Piyasa Çarpanı Yöntemi	848.792.834	%25	212.198.208
Ağırlıklandırılmış Değer		%100	1.212.355.341

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

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2020 Global Menkul Değerler A.Ş.

Şirket'in pay başına değeri tespit edilirken“ İndirgenmiş Nakit Akımları“ ve “Piyasa Çarpanları“ yöntemleri kullanılmıştır. Bu iki yöntem kullanılarak hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değeri **1.212.355241 TL** olmuştur. Bulunan değere **%20,00** halka arz iskontosu uygulanarak pay başına **21,00 TL** halka arz pay değerine ulaşılmıştır.

6. Sonuç ve Yorumlar

- Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket ile ilgili bilgilerin ve değerlemede kullanılan yöntem ve değerlerin detaylı bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Çarpan analizinde Şirket'in faaliyet konusu ve işleyişi düşünüldüğünde FD/FAVÖK, PD/DD ve F/K çarpanlarının kullanılmasının makul olduğu fakat çarpan analizinde yapılan düzeltmelerde defter değerine net nakdin eklenmesinin sağlıklı bir sonuç ortaya çıkarmadığı görüşündeyiz.
- AOSM'de kullanılan indikatörlerin piyasa şartlarını doğru olarak yansıttığını düşünüyoruz.
- İNA yöntemine verilen ağırlığın (%75) yüksek olduğunu ve bulunan firma değerine eklenen yatırım amaçlı gayrimenkuller tutarının eklenmesinin doğru bir yöntem olmadığını düşünüyoruz.

Yukarıda belirttiğimiz çekinceler dışında %20,0'luk iskonto oranı da göz önüne alındığında 21,00 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.