

KÜTAHYA ŞEKER FABRİKASI ANONİM ŞİRKETİ

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

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 10

30 Haziran 2021

1- Raporun Amacı

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta açıklanan Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş. ("Şirket", "Kütahya Şeker") Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve Haziran 2021 tarihli Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Tacirler Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Bu rapor, Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş. halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan İzahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("OYAK Yatırım") hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2- Şirket Hakkında Özet Bilgi

Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş., 1953 yılında Ankara'da Türkiye Şeker Fabrikaları bünyesinde kurulmuş ve faaliyete başlamış olup T.C. Tarım ve Orman Bakanlığı'nın denetimi ve gözetimi çerçevesinde faaliyetlerine devam etmektedir. 2004 yılında Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun 30.09.2004 tarih, 2004/93 sayılı kararı ile şirketteki %56 oranındaki idareye ait hissenin satışı suretiyle özelleştirme yapılmıştır.

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 yapmaktadır. 1954 yılından bu yana Kütahya'da bulunan 3.830 metrekare kapalı alana kurulmuş olup 1973 yılında revize edilerek kuruluş kapasitesi 800 ton/gün olan fabrika kapasitesi 3.500 ton/gün olarak artırılmıştır. Melas depolama kapasitesi 4.500 ton, Şeker depolama kapasitesi 27.500 ton olarak hizmet vermektedir.

Şirket, faaliyet konusu gereği; şeker pancarı ve şeker üretilebilecek diğer bitkiler ile bunların tohumlarının tarımı, hayvancılık ile şeker ve şekerli maddeler teknoloji ve faaliyet alanları ile ilgili diğer konularda araştırma, eğitim, geliştirme çalışmaları yapma veya yaptırmaya ve bu hususta gereken eğitim birimleri ve tesisleri kurma, yayında bulunma, yurt içinde ve dışında bu konuda kurulmuş veya kurulacak müesseselerle işbirliği yapmaktadır. Bunlara ek olarak; yem, damızlık hayvan üretimi ve besicilik faaliyetleri esnasında hasıl olacak yan ürünlerin ve atıkların değerlendirilmesi çalışmalarını yürütmektedir.

Şirket «kârlılık ve verimlilik» ilkesi çerçevesinde, iç ve dış pazar isteklerini karşılayabilecek nicelik ve nitelikte, ticari, ekonomik ve sosyal gereklere uygun biçimde yürütmeyi amaçlamaktadır. Ve bu amaç doğrultusunda Şirket'in bağlı bulunduğu sanayinin gelişmesi için çalışmalarda bulunmaktadır.

Kütahya Şeker'in 2018, 2019 ve 2020 yıllarına ilişkin net satışlarının dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Net Satışlar (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Ürünler			
A Kotası Şeker	115.688.603	173.351.072	180.703.674
C Kotası Şeker	12.388.894	10.697.742	23.631.949
Melas	8.325.412	11.846.228	14.759.550
Yaş Küspe	937.122	1.897.611	9.094.749
Tohum	1.983.629	2.429.589	2.702.303
Diğer Gelirler	324.558	508.225	434.027
Satış İade ve İskontoları (-)	-9.143.801	-7.569.389	-5.237.281
Toplam	130.504.417	193.161.078	226.088.971

Kaynak: Kütahya Şeker İzahname

3- Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka arz edilecek paylar; 11.500.000 TL Ortak Satışı yoluyla planlanmıştır. Sermaye artışı yoluyla ihraç planlanmamaktadır. Halka arz fiyatı 21 TL olarak belirlenirken, Halka Arz Büyüklüğü 241.500.000 TL olarak hesaplanmaktadır. Halka arz sonrası piyasa değeri ise 966.000.000 TL olacaktır. Talep toplama işlemi 01-02 Temmuz 2021 tarihleri arasında “Borsada Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı” yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Şirket, Borsa İstanbul’da Ana Pazar’da işlem görecektir. Şirket, payların Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamasından itibaren altı ay boyunca bedelli sermaye artırımını yapılmayacağını ve yeni iktisap olunan paylar da dahil olmak üzere dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olmayacağını taahhüt etmiştir. Buna ek olarak, Şirket’in mevcut ortakları; Kiler Holding A.Ş., Torunlar Gıda San. ve Tic. A.Ş., Pancar Kooperatifi, Ümit Kiler, Nahit Kiler, Aziz Torun ve Mehmet Torun, altı ay süreyle dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde Borsa’da veya Borsa dışında halka arza konu edilmeyeceğini; bu doğrultuda bir karar alınmayacağını; taahhüt etmişlerdir.

Halka Arz Tarihleri	01 - 02 Temmuz 2021
Halka Arz Fiyatı	21 TL
Aracılık ve Halka Arz Yöntemi	“En İyi Gayret Aracılığı” ve “Borsada Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama”
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermayesi	46.000.000 TL nominal
Halka Arz Edilen Miktar ve Türü	11.500.000 TL nominal (Ortak Satışı)
Halka Arz Oranı	%25,00
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermayesi	46.000.000 TL
Borsada İşlem Görme Tarihi (tahmini)/ Pazarı	Ana Pazar
Taahhütler	<p>Şirket, halka arz edilen payların Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamasından itibaren altı ay boyunca, Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğine, bu doğrultuda bir karar alınmayacağına ve/veya Borsa İstanbul’a veya SPK’ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacağına ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapılmayacağı doğrultusunda taahhütte bulunmuştur.</p> <p>Şirket’in mevcut ortakları; Kiler Holding A.Ş., Torunlar Gıda San. ve Tic. A.Ş., Pancar Kooperatifi, Ümit Kiler, Nahit Kiler, Aziz Torun ve Mehmet Torun, Şirket paylarının Borsa İstanbul’da işlem görmeye başladığı altı ay boyunca, halka arz edilen paylar dışında kalan Şirket paylarının, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilemeyeceği, bu doğrultuda bir karar alınmayacağı ve/veya Borsa İstanbul’a veya SPK’ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacağı ve bu süre boyunca yeni bir satış veya halka arza dair bir açıklama yapılmayacağı doğrultusunda taahhütte bulunmuşlardır.</p> <p>Şirket’in mevcut ortakları; Kiler Holding A.Ş., Torunlar Gıda San. Ve Tic. A.Ş., Pancar Kooperatifi, Ümit Kiler, Nahit Kiler, Aziz Torun ve Mehmet Torun, Şirket paylarının Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle; maliki olduğu Şirket paylarını halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan Borsa’da satmayacakları, bu payların halka arz fiyatının altında borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutulmayacağı doğrultusunda taahhütte bulunmuşlardır.</p>
Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	Planlanmamaktadır.

4- Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Unvanı / Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Grubu	Nominal Sermaye (TL)	(%)	Grubu	Nominal Sermaye (TL)	(%)
Aziz Torun	A	690.000	1,50%	A	690.000	1,50%
Mehmet Torun	A	690.000	1,50%	A	690.000	1,50%
Nahit Kiler	B	690.000	1,50%	B	690.000	1,50%
Ümit Kiler	B	690.000	1,50%	B	690.000	1,50%
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

Kaynak: Kütahya Şeker İzahnamesi

5- Halka Arz Gerekçeleri

Halka arz ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecek olup Şirket'e doğrudan nakit girişi olmayacaktır. Halka arzdan elde edilecek gelirin kullanımı tamamen Kiler Holding A.Ş.'nin ve Torunlar Gıda San. ve Tic. A.Ş.'nin tasarrufunda olacaktır.

Şeker fabrikalarında pancardan şeker üretimi, her yıl Eylül sonu ile Ocak sonu arasındaki kampanya dönemi olarak adlandırılan 110-115 günlük sürede yapılmaktadır. Yılın geri kalan kısmı ise yaklaşık 250 gün revizyon dönemi olarak adlandırılan uzun ve üretimsiz bir süreyi kapsar. Bu verimsiz geçen süreyi değerlendirmek, atıl duran kapasiteyi değerlendirerek genel üretim giderlerini düşürmek ve artan C şeker talebini karşılamak amacıyla Şirket, ithal ham şekerden kristal şeker üretimi yapmayı planlamaktadır. Söz konusu yatırım için 2016 yılında karar almış olmasına rağmen, gerek bu yatırıma ilişkin bilgi ve eğitim düzeyinin artırılması gerekliliği, gerekse de dünya ham şeker fiyatlarının yüksek seviyelerde seyretmesi nedeniyle yatırım hayata geçirilememiştir.

Ancak Mart 2021 itibarıyla Londra Borsası ham şeker fiyatlarında yaşanan %22 oranında düşüş ile ham şeker fiyatlarının %337 seviyelerine gelmesi ve Londra Borsası kristal şeker fiyatlarında yaşanan artış ile bu yatırım yapılabilir hale gelmiştir. Bu çerçevede Türkiye'de faaliyet gösteren imalatçı-ihracatçı gıda firmalarının yaklaşık 280-300 bin ton civarında olan şeker ihtiyacının ithalat yerine yerli üretim ile karşılanması amacıyla söz konusu "Ham Şeker İşletme" tesisi için girişimlere başlanmıştır.

Bu yatırım ile Şirket yurt dışından ithal edileceği ham şekerden (çoğunlukla şeker kamışından elde edilen) kristal şeker üretmek amacıyla kampanya içi ve kampanya dışında 300 gün çalışacak ve yılın geri kalan süresinde de revizyon faaliyetleri yapılacaktır.

6- Özet Finansallar

Kütahya Şeker - Özet Finansallar			
Gelir Tablosu (milyon TL)			
Göstergeler	2018	2019	2020
Satışlar	130,5	193,2	226,1
Satışların Maliyeti	104,2	155,4	181,5
Brüt Kar	26,3	37,8	44,6
Brüt Kar Marjı	20,1%	19,6%	19,7%
Faaliyet Giderleri	10,3	8,1	7,6
Faaliyet Karı	11,7	30,5	30,7
Faaliyet Kar Marjı	9,0%	15,8%	13,6%
Net Finansman Giderleri	8,9	9,5	4,9
Net Kar	18,6	34,6	31,3
Amortisman	5,7	3,5	2,2
FAVÖK	21,7	33,2	39,2
FAVÖK Marjı	16,6%	17,2%	17,4%
Bilanço (milyon TL)			
Nakit ve Nakit Benzerleri	53,1	115,9	164,9
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	0,0	0,0	0,0
Stoklar	63,1	60,1	71,5
Dönen Varlıklar	143,0	190,8	238,7
Duran varlıklar	18,5	15,9	592,5
Toplam Varlıklar	161,5	206,7	831,1
KV Finansal Borçlar	7,1	6,4	8,8
KV Ticari Borçlar	54,5	79,5	120,7
KV Yükümlülükler	67,6	96,5	142,5
UV Finansal Borçlar	0,0	0,0	0,0
UV Yükümlülükler	4,9	5,9	118,8
Toplam Yükümlülükler	72,4	102,5	261,3
Özkaynaklar	89,1	104,2	569,9
Net Borç	-46,0	-109,5	-156,1
Net Borç/FAVÖK	-2,1	-3,3	-4,0

Kaynak: Tacirler Yatırım Fiyat Tespit Raporu, Kütahya Şeker Bağımsız Denetim Raporu

7- Kütahya Şeker'in Güçlü Yönleri

- Beyaz şekerin saflığı ve ticari kıymeti, şekerde bulunan şeker dışı maddelerin miktarı ile tespit edilebilir. Bu miktar Kütahya Şeker'de diğer fabrikalara göre daha düşüktür.
- Kütahya Şeker, coğrafi konumu sayesinde iklimsel avantaja sahiptir. Türkiye'de şeker pancarı içindeki polar şeker oranı en yüksek olan fabrikadır.
- Kütahya Şeker, piyasa şartları ve müşteri taleplerini dikkate alarak satış şartlarını günlük olarak düzenler ve kaliteli şeker üretimi nedeniyle piyasada güvenli ve devamlılık arz eden pazara sahiptir.

8- Değerleme Hakkında Özet Bilgi

OYAK Yatırım tarafından Tacirler Yatırım'ın hazırladığı Haziran 2021 tarihli fiyat tespit raporu incelenmiştir. Bu çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

a. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Tacirler Yatırım, "Piyasa Çarpanları" yönteminde benzer şirketlerin seçimi sırasında, hem bulunduğu piyasa şartlarını içermesi hem de benzer mali yapıya sahip olması nedeniyle aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin dikkate alınmasının esas olduğunu belirtmiştir. Ancak birebir benzerliklerin oluşmadığı durumlarda aynı sektörde benzer faaliyet alanlarına sahip olan şirketler de seçilebilmektedir. Bu durumda, oluşabilecek olan önyargılı çarpanları hesaplama haricinde tutabilmek için mümkün olduğu kadar geniş bir örneklem bazı olması tercih edilmektedir.

Şirket'in oldukça defansif ve sıkı regülasyonlara tabi olan bir piyasa olan Şeker piyasasında faaliyet göstermesi ve yurtiçinde birebir benzer bir şirket olmaması sebebiyle benzer şirket seçiminde geniş bir örnekleme ulaşmak amacıyla hem yurtiçinde faaliyet gösteren ve benzer bir yapıya sahip olduğu düşünülen şirketler hem de yurtdışında benzer yapıya sahip olduğu düşünülen şirketler hem de yurtdışında benzer faaliyetlerde bulunan şirketlerin dahil edildiği geniş bir örneklem oluşturmaya çalışılmıştır.

Şirket, faaliyet konusu itibarıyla, nispeten satış ve tahsilat riski olmayan, üretimleri kotalarla belirli olan ve gıda sektöründe yer alan bir şirkettir. Benzer şirket olarak her ne kadar yurtiçinde şeker sektöründe faaliyet gösteren şirket olmamakla birlikte; üretimlerinde şeker kullanan, tarımsal faaliyetleri olan ve gıda sektörü içinde faaliyet gösteren halka açıklık oranı ve likiditesi yüksek olan gıda şirketleri dikkate alınmıştır.

Yurtdışı benzer şirket analizi için yurtdışında hem gelişmekte olan ülkelerdeki hem de gelişmiş ülkelerdeki şeker üretim ve satış faaliyeti içinde bulunan şirketlerin yanı sıra uluslararası alanda tarımsal ürünler üretimi, ihracatı yapan gıda firmaları dikkate alınmış ve farklı sınıflandırmalarla değerlendirmeye alınmıştır.

Tacirler Yatırım, değerlendirme çarpanlarının seçiminde ağırlıklı olarak Şirket'in operasyonel faaliyetlerini ön plana çıkaran FD/FAVÖK gibi çarpanların analistler tarafından tercih edildiğini ifade etmektedir. Ancak özellikle halka arz fiyatlamasında Şirket'in defter değerinin diğer benzer şirketler ile karşılaştırılmasına imkan sağlayacak F/K ve PD/DD gibi çarpanlar da kullanılmaktadır.

Bu çerçevede, Kütahya Şeker'in değerlemesinde FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanları kullanılarak değerlendirme çalışması yapılmıştır.

Yurtiçi ve yurtdışı seçilmiş benzer şirketler analizi 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 Şirket için 848.792.834 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Piyasa Çarpan Analizi Değeri (TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık
Yurtiçi Çarpan	572.243.574	50%
Yurtdışı Çarpan	723.793.114	50%
Piyasa Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri	648.018.344	
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (+)	200.774.490	
Özsermaye Değeri	848.792.834	

Kaynak: Tacirler Yatırım Fiyat Tespit Raporu

b. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

“İndirgenmiş Nakit Akımı” yönteminde, Tacirler Yatırım 2021-2027 yılları için belirlenmiş olup bu döneme ait gelir tablosu ve bilanço projeksiyonları Şirket’in geçmiş verileri ışığında, Şirket yönetiminin paylaşmış olduğu üretim ve satış beklentileri doğrultusunda hazırlanmıştır.

Rapor’da AOSM’nin 2021 yılında %21,8, 2022 yılında %20,3, 2023 yılında %18,3, 2024 yılında %16,8, 2025 yılında %14,3, 2026 yılında %14,3 ve 2027 yılında %14,3 olarak hesaplanmıştır. Risksiz faiz oranı, 10 yıllık devlet tahvilleri getirisinin son üç aylık ortalamaları alınmış ve projeksiyon dönemi süresince, Tacirler Yatırım Makro Varsayımları çerçevesinde enflasyon oranındaki düşüğe paralel olarak gerileyeceği öngörülmüştür. Özsermaye risk primi olarak Türkiye için genel kabul görmüş oran olan %5,5 öngörülmüştür. Şirket’in mevcut borçlanma maliyeti olan Ziraat Bankası’ndan alınmış olan sübvansiyonlu kredinin, projeksiyon döneminde sürdürülebilir olmadığından hareketle, Şirket’in borçlanma maliyeti olarak yıllar itibarıyla piyasa ortalama borçlanma tutarına %3 oranında bir risk primi eklenerek hesaplanan borçlanma maliyeti kullanılmıştır. Şirket’in 2021 yılından sonra halka açık şirketlerin vergi avantajından faydalanacağı kabul edilmiş ve vergi oranları ona göre hesaplanmıştır. Beta hesaplaması yapılırken projeksiyon dönemi boyunca Şirket’in piyasa hisseleri ile ne kadar paralel hareket ettiğini gösteren bir gösterge olan beta katsayısı ise Şirket’in piyasa çarpanları analizinde seçilmiş şirketlerin ortalama beta katsayısına paralel olarak 0,8 olarak alınmıştır.

İndirgenmiş nakit akımları analizine baz alınacak firmaya olan serbest nakit akımlarına ulaşmak için Şirket’in mali dönem içinde operasyonlarından elde ettiği nakitten söz konusu döneme ait vergi gideri, yine aynı döneme ait yatırım tutarları düşülmüş ve işletme sermayesi ihtiyacı/fazlasına bağlı olarak işletme sermayesi ihtiyacı +/- olarak dikkate alınmıştır.

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 büyütülmekte ve bu şekilde hesaplanan artırı değer ile bugüne indirgenerek artırı değer bugünkü değeri hesaplanmaktadır.

Sonuç olarak, “İndirgenmiş Nakit Akımı” yönteminde hesaplanan firma değeri 1.008.515 TL olmaktadır. Firma değerine, 31.12.2020 tarihi itibarıyla Şirket’in mali tablolarında yer alan nakit eklenmekte ve 2021 yılı içinde dağıtılması planlanan kar payı düzeltilmesi yapılmaktadır. Nihai özsermaye değerine ulaşmak için Şirket’in aktiflerinde bulunan ancak faaliyetleri için kullanılmayan ve Şirket’in 31.12.2020 tarihi itibarıyla mali tablolarında yatırım amaçlı olarak sınıflanan gayrimenkullerin değerinin eklenmekte ve bu şekilde Şirket için 1.333.542.843 TL özsermaye değeri hesaplanmaktadır.

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

Kaynak: Tacirler Yatırım Fiyat Tespit Raporu

İNA (bin 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	
Yıllık Büyüme (%)		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	
Vergi	11.453	13.899	19.017	27.687	32.004	34.541	37.324	37.020
Yatırım Harcamaları (-)	16.000	10.500	3.046	4.387	4.692	5.020	5.370	5.639
Net İşletme Sermayesi Değişimi	12.933	-32.212	-34.141	-48.891	-11.015	-11.507	-12.294	-12.908
Serbest Nakit Akımları	21.191	77.133	114.867	160.089	126.722	135.692	145.884	155.347
İndirgeme Faktörü	0,96	0,75	0,63	0,54	0,47	0,41	0,36	
İndirgenmiş Nakit Akımları	19.055	57.569	72.571	86.612	59.972	56.174	52.828	1.666.956

İNA Sonucu (bin TL)

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 hesabından kullanılan büyüme oranı %5 olarak kabul edilmiştir.

Kaynak: Tacirler Yatırım Fiyat Tespit Raporu

9- Sonuç

Tacirler Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda, Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında “Piyasa Çarpanları” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemleri %25-%75 oranında ağırlıklandırılarak hisse değerine ulaşılmıştır. Sonuç olarak, Kütahya Şeker için yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde pay başına düşen ortalama değer 26,36 TL olarak hesaplanmaktadır. Bulunan birim pay değerine %20 oranında iskonto uygulanarak Şirket’in halka arz fiyatı 21,00 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu (TL)	İNA Analizi	Piyasa Çarpanları Analizi
Özsermaye Değeri	1.333.542.843	848.792.834
Ağırlık	75%	25%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	1.212.355.341	

Kaynak: Tacirler Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Pay Başına Değer Hesaplaması (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 Hesaplaması (TL)	21,00

Kaynak: Tacirler Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Tacirler Yatırım Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

Tacirler Yatırım tarafından hazırlanan Kütahya Şeker fiyat tespit raporunu incelemiş bulunuyoruz. Halka arz fiyatının bulunmasında kullanılan yöntemlerin, Şirket’in gerçek değerini yansıtması açısından genel olarak uygun olduğunu kanaatindeyiz. Ayrıca kullanılan yöntemlere ilişkin yapılan detaylı açıklamaların, yöntemlerin anlaşılması açısından makul ve yeterli olduğu görüşündeyiz. OYAK Yatırım olarak raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz. Raporda yer alan değerlendirme yöntemlerinde;

- Değerleme kapsamında kullanılan hesaplamaların net ve anlaşılır bir şekilde ifade edildiğini düşünüyoruz.
- Hem “Piyasa Çarpanları” hem de “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemlerinin birlikte kullanılmasının makul olduğu görüşündeyiz.
- Ayrıca, Çarpan analizinde şirketin faaliyet konusu ve işleyişi düşünüldüğünde F/K ve FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasının da makul olduğu görüşündeyiz. Ancak yatırım amaçlı gayrimenkullerin etkisinin dikkate alınmasının makul olmadığı kanaatindeyiz.
- Çarpan analizinde Şirket’e yakın büyüklükte benzer şirketlerin seçilmesinin daha sağlıklı olacağı görüşündeyiz.
- Projeksiyon döneminde uygulanan %20 halka arz iskontosunun makul ve yeterli olduğu görüşündeyiz.

Sonuç olarak, yukarıda paylaştığımız yorumlarımız/çekincelerimiz göz önünde bulundurulmak kaydıyla, Kütahya Şeker için %20 halka arz iskontosuyla ortaya çıkan 21,00 TL’lik halka arz fiyatının makul bir seviye olduğunu düşünüyoruz.

Uyarı Metni

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerinticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul eder.