



Kütahya Şeker Fabrikası Anonim Şirketi
Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan
Varsayımlara İlişkin
Denetimden Sorumlu Komite Tarafından Hazırlanan
Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu
(2021 yılı 6 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 komite 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.

KÜTAHYA ŞEKER – Gelir Tablosu Projeksiyonları								
000'TL	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Net Satışlar	226.089	258.277	416.524	609.248	877.378	938.439	1.003.924	1.074.180
SMM	181.496	196.061	345.603	502.304	726.747	777.210	829.656	885.636
Brüt Kar	44.593	62.216	70.921	106.943	150.632	161.229	174.269	188.544
Faaliyet giderleri	7.612	10.417	12.703	15.257	18.392	19.858	21.449	23.187
Pazarlamagiderleri	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
Faaliyet Karı	36.981	51.800	58.218	91.687	132.239	141.371	152.820	165.357

Amortismanlar	2.248	9.777	11.102	11.102	11.032	11.032	10.927	10.927
FAVÖK	39.229	61.577	69.320	102.789	143.272	152.403	163.746	176.284
<i>FAVÖK marjı</i>	<i>17%</i>	<i>24%</i>	<i>17%</i>	<i>17%</i>	<i>16%</i>	<i>16%</i>	<i>16%</i>	<i>16%</i>

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.

Serbest Nakit Akımları (000*TL)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Baz Yıl
FAVÖK	61.577	69.320	102.789	143.272	152.403	163.746	176.284	185.098
Vergi (-)	11.453	13.899	19.037	27.687	32.004	34.541	37.324	37.020
Yatırım Harcamaları (-)	16.000	10.500	3.046	4.387	4.692	5.020	5.371	5.639
İşletme Sermayesi Değişim (+/-)	12.933	-32.212	-34.141	-48.891	-11.015	-11.507	-12.294	-12.908
Firmaya Olan Serbest Nakit Akımı	21.190	77.132	114.846	160.089	126.722	135.693	145.883	155.347
İndirgenmiş Nakit Akımı	19.055	57.659	72.571	86.612	59.972	56.174	52.828	1.666.956
<i>İskonto Oranı</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>
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	404.870							
Artık Değer	1.666.956							
Artık Değerin Bugünkü Değeri	603.645							
Toplam Firma Değeri	1.008.515							
Net Nakit (+)	156.093							
Dağıtılan Kar Payı Düzeltmesi (-)	31.839							
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (+)	200.774							
Özsermaye Değeri	1.333.543							

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 değerleme konusu Şirket'in mülkiyetine yönelik daha önceden gerçekleştirilmiş işlemlerdir. Pazar yaklaşımı özetle; değerleme konusu varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya

benzer varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin 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 imkan tanıması 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	INA Analizi	PiyasaÇarpanlarıAnalizi
ÖzsermayeDeğeri	1.333.542.843	848.792.834
<i>Ağırlık</i>	75%	25%
AğırlıklandırılmışÖzsermayeDeğeri	1.212.355.341	

PAY BAŞINA DEĞER HESAPLAMASI (TL)	
Nominal Sermaye	46.000.000
HalkaArzİskontosuÖncesi ÖzsermayeDeğeri	1.212.355.341
HalkaArzİskontosu (-)	-20%
HalkaArzİskontosuSonrası ÖzsermayeDeğeri	966.000.000
Pay BaşınaDeğer (TL)	21,00

Nihai Değerleme kapsamında Şirket için hesaplanan Piyasa Çarpanları Değerlemesi ve INA 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 INA 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

Milyon TL.	2020 Tüm Yıl Gerçekleşme	2021 Tüm Yıl (Tahmin)	Yıllık Artış (Tahmin)	2020 6 Aylık (Gerçekleşme)	2021 6 Aylık (Tahmin)	2021 6 Aylık (Gerçekleşen)	Gerçekleşme Oranı- 6 Aylık (%)
Hasılat	226,1	258,3	0,14	62,9	71,86	75,3	104,8
Satışların Maliyeti	181,5	196,1	0,08	51,1	55,21	60,8	110,1
Brüt Kâr	44,6	62,2	0,39	11,8	16,46	14,5	88,1
Faaliyet Giderleri ⁽¹⁾	7,6	10,4	0,37	2,8	3,83	4,0	104,4
FAVÖK ⁽²⁾	39,2	61,6	0,57	9,1	14,30	10,6	74,1

⁽¹⁾Faaliyet Giderleri=GenelYönetimGiderleri+Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri

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

Yukarıda açıklandığı üzere, fiyat tespit raporunda yer alan gelir ve nakit akımı projeksiyonları yıl itibariyle yapılmış, ara dönem 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 mümkün değildir. Ancak, yatırımcılara bir fikir vermesi bakımından, yıllık bazda öngörülen artış tahminlerine göre bir tahmin yapılarak, ara dönem içinde gerçekleşme rakamları ile karşılaştırma yapılması mümkündür. Şöyle ki, tabloda yer alan her bir kalemin 2021 yılında 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 ulaşmak mümkün olabilir. Hasılat örneğini bu kapsamda açıklamak gerekirse, fiyat tespit raporunda hasılatın önceki yıla göre yaklaşık %14 artacağı varsayıldığına göre, 6 aylık dönem için de aynı artış söz konusu olacağı varsayılırsa, cari yılın 6 aylıkları için tahmini rakamı 71,86 milyon TL hesaplanmaktadır. Gerçekleşen rakam ise 75,3 milyon TL'dir. O halde, bu varsayımlar altında, hasılat bakımından 6 aylık sonuçların beklenenin üzerinde olduğu (%104,8) söylenebilir. Öte yandan, hasılattaki artışa rağmen, satışların maliyetinin ve faaliyet giderlerinin tahminin üzerinde gerçekleşmesi nedeniyle brüt kâr marjı ve FAVÖK marjı beklenenin altında oluşmuştur. Ancak, geçmiş yıldan devreden mamul stoklarımızın bu dönemden sonra sıfırlanacak olması ve Eylül 2021 ayında başlayacak yeni üretim dönemimizde üretilecek mamullerin pazarlamasının da ağırlıklı olarak 2021 yılının son üç ayında gerçekleşeceği dikkate alındığında, asıl karşılaştırmanın yıl sonunda yapılmasının daha doğru olacağı değerlendirilmektedir.

Saygılarımızla,

Kütahya Şeker Fabrikaları A.Ş.

Denetimden Sorumlu Komite