

İşbu rapor, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği' nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş. ("Kütahya Şeker" ve/veya "Şirket" ve/veya "İhraççı") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Bu raporda yer alan Şirket verileri Fiyat Tespit Raporu'ndan sağlanmış olup, yatırımcılar halka arza ilişkin yatırım kararlarını KAP'ta yayınlanan İzahname'yi inceleyerek vermelidirler.

Halka Arz Bilgileri				
Halka Arz Özeti	Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye (TL)	46,000,000	Toplam Halka Arz Edilecek Pay (TL)	11,500,000
	Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye (TL)	46,000,000	Halka Açılacak Oran (%)	25.00
	Sermaye Arttırımı (TL)	-	Halka Açılacak Oran (ek satış dahil) (%)	-
	Mevcut Pay Satışı (TL)	11,500,000	Halka Arz Satış Fiyatı (TL)	21.00
	Ek Pay Satışı (TL)	-	Sabit fiyatla talep toplama	Sabit fiyatla talep toplama

1.Şirket Faaliyetleri Hakkında Önemli Bilgiler

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 çevresinde 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.

Şirketin 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 gerçekleşen şeker üretim faaliyetini içermektedir. Şirket, şeker üretiminin Kütahya Şeker Fabrikasında gerçekleştirmektedir. Kütahya Şeker Fabrikasında 29.09.2020 tarihinde başlayan son kampanya dönemi, rafineri kampanyası dahil 20.01.2021 tarihinde sona ermiştir. Bu kampanyada 392.800 ton pancar işlenerek 60.421 ton şeker ve yan ürün olarak 14.895 ton melas üretilmiştir.

Tarımsal Faaliyetler

Kütahya Şeker 4 ilde yaklaşık olarak 1300 çiftçi ile 3'lü münavebe esaslarına göre şeker pancarı üretimi sözleşmesi imzalamaktadır. Üretim Sözleşmesi, müteselsil sorumluluk öngörmektedir. Don, sel ve Şirketçe kabul edilebilecek diğer mücbir sebepler haricinde, taahhüde girdiği halde hiç pancar teslim etmeyen üreticiler, sözleşmede yazılı taahhüt miktarları oluşacak pancar fiyatlarının çarpımı neticesinde hesaplanan tutarın %50'sini tazminat olarak ödemekle yükümlüdürler.

Şeker Üretim Faaliyetleri

Türkiye'de Şeker Sektörü; 2002/2003 pazarlama yılından bu tarafa, Şeker Kanunu ve bu Kanuna dayalı olarak çıkarılan yönetmelikler çerçevesinde düzenlenmektedir. Ülkemizde şeker üretimi "yıllık yurt içi şeker ihtiyacı ve güvenlik stoku" esasına göre yapılmaktadır. Şeker Kanunu ile Türkiye'de şeker talebini karşılayacak düzeyde üretim planlaması yapılmakta olup, ülke içinde pazarlanacak şeker miktarı, Cumhurbaşkanı tarafından tahsis edilen kotalar ile belirlenmektedir. Yurtiçi yıllık şeker ihtiyacı A kotası olarak, güvenlik stoku ise B stoku olarak adlandırılmaktadır. C şekerini ise A ve B kotaları dışında üretilen ve yurtiçinde satılmayan şekerini ifade etmektedir.

Kuruluş ve Ortaklık Yapısı

Ortağın Ünvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	TL	%	TL	%
Aziz Torun	690,000	1.50%	690,000	1.50%
Mehmet Torun	690,000	1.50%	690,000	1.50%
Nahit Kiler	690,000	1.50%	690,000	1.50%
Ümit Kiler	690,000	1.50%	690,000	1.50%
Torunlar Gıda	2,881,232	6.26%	2,881,232	6.26%
Kiler Holding	2,881,232	6.26%	2,881,232	6.26%
Pancar Kooperatifi	1,243,539	2.70%	1,243,539	2.70%
Torunlar Gıda	14,901,299	32.39%	9,151,299	19.89%
Kiler Holding	14,901,299	32.39%	9,151,299	19.89%
Pancar Kooperatifi	6,431,399	13.98%	6,431,399	13.98%
Halka Açık Kısım	-	-	11,500,000	25.00%
Toplam	46,000,000	100.00%	46,000,000	100.00%

2.Halka Arz Gerekçesi ve Halk Arz Gelirlerinin Kullanımı

Halka arz ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecek olup, halka arz sonucunda Şirket'e doğrudan nakit girişi olmayacaktır. Halka arzdan elde edilecek gelir Halka Arz Eden Pay Sahibi'nin tasarrufunda olacaktır.

3.Özet Finansallar

Gelir Tablosu	2018	2019	2020
Hasılat	130,504,417	193,161,078	226,088,971
Satışların Maliyeti (-)	-104,214,250	-155,393,044	-181,495,925
Brüt Kar	26,290,167	37,768,034	44,593,046
Genel Yönetim Giderleri (-)	-9,018,026	-6,743,698	-6,064,753
Pazarlama Giderleri (-)	-1,281,151	-1,368,793	-1,547,062
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3,248,071	4,632,431	4,416,190
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-7,505,301	-3,762,854	-10,709,060
Esas Faaliyet Karı	11,732,760	30,525,120	30,688,361
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	573,693	130,660	1,196,480
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	-	-412,974
Finansman Giderleri Öncesi Faaliyet Karı	12,306,453	30,655,780	31,471,867
Finansman Gelirleri	12,968,016	12,661,014	10,163,626
Finansman Giderleri (-)	-4,068,790	-3,157,542	-5,296,355
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	21,205,679	40,159,252	36,339,138
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-2,640,885	-5,525,464	-5,064,021
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-3,433,385	-5,715,450	-5,064,615
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	792,500	189,986	594
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı	18,564,794	34,633,788	31,275,117

4. Değerleme

Şirketin halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. Piyasa Yaklaşımı: Çarpan Analizi (FD/FAVÖK çarpanı, F/K çarpanı, PD/DD çarpanı)
2. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

Piyasa Yaklaşımı: Çarpan Analizi

Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpan Analizi

Kütahya Şeker 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 yurtdışında 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 Çarpan Analizi (TL)	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD - Düzeltilmiş
XGIDA	11.4	14.6	1.9
Firma Değeri	447,361,820		
Net Nakit (+)	156,093,067		
Kar Payı Düzeltmesi (-)	31,839,403		
Piyasa Değeri	571,615,483	458,034,738	687,289,864
Ağırlık	40%	30%	30%
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri	572,243,574		

Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpanları

Yurtdışı Çarpan Analizi (TL)	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD - Düzeltilmiş	Ağırlık
Gelişmekte Olan Ülkeler - Seçilmiş Şeker Üreticileri	10.5	26.4	1.7	50%
Gelişmekte Olan Ülkeler - Seçilmiş Gıda Firmaları	11.1	23.9	2.6	30%
Gelişmiş Ülkeler - Seçilmiş Gıda Firmaları	13.0	23.5	3.8	20%
Ağırlıklı Ortalama	11.2	25.1	2.4	
Firma Değeri	439,207,512			
Net Nakit (+)	156,093,067			
Kar Payı Düzeltmesi	31,839,403			
Özsermaye değeri	563,461,176	784,114,915	877,247,231	
Ağırlık	40.0%	30.0%	30.0%	
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	723,793,114			

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 sınıflamalarla değerlendirmeye alınmıştır.

Piyasa Çarpan Analiz 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	
Nihai Piyasa Çarpanlarına Göre Özsermaye Değerlemesi	848,792,834	

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 Kütahya Şeker için **848,792,834 TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Analizi

Gelir Tablosu Projeksiyonları (Bin TL)	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
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
Pazarlama Giderleri	1,574	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
Amortisman	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
FAVÖK Marjı	17%	24%	17%	17%	16%	16%	16%	16%

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesabı ("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%
Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	1.80
Özsermaye Maliyeti	21.9%	20.4%	18.4%	16.9%	14.4%	14.4%	14.4%
Borçlanma Maliyeti	19%	17%	14%	12%	11%	11%	11%
Borçlanma Primi	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	15%	13%	11%	10%	9%	9%	9%
AOSM	21.8%	20.3%	18.3%	16.8%	14.3%	14.3%	14.3%

Şirket'in mevcut borçlanma maliyeti olan Ziraat Bankasından 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.

İNA (mn TL)	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	Baz Yıl
Serbest Nakit Akımları								
FAVOK	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 Sermaye Değişimi (+/-)	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
						0		
İndirgenmiş Nakit Akımı	19,055	57,659	72,571	86,612	59,972	56,174	52,828	1,666,956
İskonto Oranı	21.8%	20.3%	18.3%	16.8%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
İskonto Faktörü	0.9	0.75	0.63	0.54	0.47	0.41	0.36	
Artık Değer Büyüme Oranı	5%							
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							
Nihai Özsermaye Değeri	1,333,543							

Değerleme Sonucu

Değerleme- TL	İNA Analizi	Çarpan Analizi
Özsermaye Değeri	1.333.542.843	848.792.834
Ağırlık	75%	25%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	1.212.355.341	

Pay Başına Değer Hesaplaması -TL	
Nominal Sermaye	46.000.000
Halka Arz İskontosu Öncesi Özsermaye Değeri	1.212.355.341
Halka Arz İskontosu	-20,0%
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri	966.000.000
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 şirket 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 başına değer de **21 TL** olarak belirlenmiştir.

5.Halka Arz Hakkında Nihai Değerlendirme

- Fiyat Tespit Raporu'nda Kütahya Şeker hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.
- Kütahya Şeker için yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akışları", "Çarpan Analizi" kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Şirketin değerlemesinde kullanılan İNA yönteminde risksiz getiri oranı 2021 yılı için %17,5 olarak kullanılırken sonraki yıllarda kademeli olarak düşürüldüğü görülmektedir. Aynı risksiz getiri oranının sonraki yıllar için de kullanılması durumunda İNA'nın farklı sonuç vereceği göz önünde bulundurulmalıdır.
- Şirket'in 2021 yılı 1. Çeyrek verileri ile 2020 yılı 1. Çeyrek verileri karşılaştırıldığında hasılatında %17'lik düşüş gözlemlenmektedir. 2021 yılı satışlarının projeksiyonlarda %14 artması beklenmektedir. İleriye dönük gerçekleşmesi beklenen büyüme oranlarının tahminlerin altında kalması durumunda bu hususun değerlendirme üzerindeki etkisi göz önünde bulundurulmalıdır.
- 2021 yılı beklenen 61,5 milyon TL FAVÖK, 2020 yılına göre %57 büyümeye işaret etmektedir ve ortalama FAVÖK büyümesinin üzerindedir. Bu husus dikkat çekmektedir.
- Şirket değeri hesaplanırken dikkate alınan yatırım amaçlı gayrimenkullerin değerlendirme üzerinde oluşturduğu pozitif etki göz önünde bulundurulmalıdır."
- Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları ile Çarpan Analizi'ne eşit ağırlık verilmesinin daha uygun olacağını düşünüyoruz.
- Arzın şirkete yeni kaynak sağlamayacağını ve ortak satışı olduğunu belirtmek isteriz.

Kullanılan değerlendirme yöntemi sonrasında %20,0 iskonto oranı uygulanarak 21 TL pay başına fiyat hesaplanmış olup, iskonto oranının uygun olduğunu düşünüyoruz. Belirttiğimiz çekinceler dışında halka arz değerlendirme çalışmasının makul olduğunu düşünüyoruz.

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.