

aylara ait gelirler (31.10.2022: %5,4, 30.04.2021: %47,1) kalemlerinden oluşmaktadır.

**Kısa vadeli karşılıklar**, 30.04.2020-30.04.2021-30.04.2022 ve 31 Ekim 2022 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 19.658.587, 19.430.319, 22.635.200 ve 28.186.747 TL tutarındadır. İlgili tutarlar temel olarak dava karşılıkları (31.10.2022: %84,8, 30.04.2021: %93,4) ile çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli izin karşılıkları (31.10.2022: %15,2, 30.04.2021: %6,6) kalemlerinden oluşmaktadır.

#### Uzun Vadeli Yükümlülükler

Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri uzun vadeli borçlanmalar, diğer borçlar, ertelenmiş vergi yükümlülüğü, uzun vadeli karşılıklar ve ertelenmiş gelirler kalemlerinden oluşmaktadır.

**Uzun vadeli borçlanmalar**, 30.04.2020-30.04.2021-30.04.2022 ve 31 Ekim 2022 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 677.453.258, 704.539.731, 98.167.865 ve 102.524.356 TL tutarındadır. Uzun vadeli borçlanmalar hesabı, esas olarak banka kredilerinden oluşmaktadır. Banka kredileri TL, Avro ve ABD Doları cinsinden olup, mevcut kredilere bakıldığında TL krediler için faiz oranı %7,5-%24,60, yabancı para cinsinden olan kredilerin faiz oranları ise %2,76-%7,85 (Avro: %2,76, USD: %3,85-7,85) arasındadır. 30.04.2021 itibarıyla önceki yıla göre yatırımların finansman ihtiyacı nedeniyle aldığı kredilerin söz konusu dönemde kısa vadeye düşen kısımları %145,6 artarak 530.676.545 TL'ye ulaşmıştır. 30.04.2022 ve 31.10.2022 tarihleri itibarıyla ise önceki dönemlere göre söz konusu kalemdaki sırasıyla %30,3 ve %36,6 azalış vadesinde kredi geri ödemelerinin yapılmasından ve yeni kredi alınmamasından kaynaklıdır.

**Diğer borçlar**, 30.04.2020-30.04.2021-30.04.2022 ve 31 Ekim 2022 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 201.258.304, 98.956.697, 5.235.120 ve 3.868.518 TL tutarındadır. İlgili tutarlar temel olarak ÖİB'ye borç (31.10.2022: 54,9, 30.04.2021: -) ile diğer çeşitli borçlar (31.10.2022: %45,1, 30.04.2021: %100,0) kalemlerinden oluşmaktadır. Söz konusu hesaptaki 30.04.2021 ile 30.04.2022 itibarıyla sırasıyla %50,8 ve %94,7 azalış, Turhal Şeker Fabrikası'nın satın alımı kapsamında ÖİB'ye olan yıllık %11 faizli TL borçların kapatılmasından kaynaklanmaktadır (ilgili borç 7 Haziran 2022 itibarıyla ödenmiştir).

**Ertelenmiş vergi yükümlülüğü**, 30.04.2020-30.04.2021-30.04.2022 ve 31 Ekim 2022 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 176.583.467, 147.106.671, 451.708.273 ve 454.848.678 TL tutarındadır. Ertelenmiş vergi varlığı ve yükümlülüğü, TFRS'ye göre hazırlanan mali tablolar ile vergi mevzuatına göre hazırlanan mali tablolar arasındaki geçici farklar üzerinden hesaplanmaktadır. Bu farklar, TFRS'ye göre ve vergi mevzuatına göre hazırlanan mali tablolarda bazı gelirlerin ve giderlerin değişik raporlama dönemlerinde vergiye tabi olmasından kaynaklanmaktadır. Ertelenmiş vergi, finansal durum tablosu tarihi itibarıyla, geçici farkların geri çevrileceği tarihlerde yürürlükte olacak veya yürürlüğe girmesi kesine yakın olan vergi oranları kullanılarak hesaplanmaktadır.

**Uzun vadeli karşılıklar**, 30.04.2020-30.04.2021-30.04.2022 ve 31 Ekim 2022 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 55.877.734, 72.499.257, 124.009.395 ve 162.278.988 TL tutarındadır. İlgili tutarlar çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli kıdem tazminatı karşılıklarından oluşmaktadır.

#### Özkaynaklar

Şirket'in özkaynakları, ödenmiş sermaye, kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler/giderler, kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler, geçmiş yıllar karları veya zararları ve dönem net karı veya zararı kalemlerinden oluşmaktadır.

Şirket'in ödenmiş sermayesi 30.04.2020-30.04.2021-30.04.2022 ve 31 Ekim 2022 itibarıyla finansal tablolarda 600.000.000 TL'dir.

Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelir/giderler hesabı aktüeryal kayıp/kazanç ile yeniden değerlendirme ve ölçüm kazançları/kayıpları ile yukarıda izah edilen maddi duran varlık yeniden değerlendirme artışları kalemlerinden oluşmakta olup söz konusu hesapta 30.04.2022 itibarıyla önceki döneme göre %210,8'lik artış esas olarak TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan raporlardaki değerlerin muhasebeleştirilmesinden kaynaklanmaktadır.

Dönem net karı 30.04.2020-30.04.2021-30.04.2022 ve 31 Ekim 2022 itibarıyla 96.907.157, -26.486.796 (zarar), 1.353.666.806 ve 315.914.970 TL olarak gerçekleşmiştir.

  
Gedik Yatırım  
Menkul Değerler A.Ş.

### 3. Sektör Hakkında Bilgi

Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş.'nin başlıca faaliyet alanı şeker üretimi olduğundan tatlandırıcı pazarında yer almaktadır. Bunun yanı sıra, yan ürün olarak melas ve küspe pazarında da faaliyet göstermektedir. Şeker fabrikalarında yan ürün olarak melas ve yaş pancar posası (küspe) elde edilmektedir. Yaş pancar posası doğrudan veya melas ile karıştırılarak hayvan yemi olarak değerlendirilmektedir. Üretim miktarı işlenen pancar miktarı ile paralellik göstermekte olup, genellikle işlenen pancarın %30'u (yüzde otuz) oranında posa elde edilmektedir. %50 (yüzde elli) şeker içeren melas; fermantasyon hammaddesi olarak, etil alkol üretiminde, doğrudan hayvan yemi olarak, içilebilir kalitede direkt damıtılan içkilerde, içilemeyen kalitede endüstriyel tüketim ve ilaç sanayiinde, sirke, hamur mayası, briket kömür imalinde ve kozmetik sanayiinde kullanılmaktadır.

Türkiye'de sakaroz kökenli ve nişasta kökenli olmak üzere iki tür şeker üretimi bulunmaktadır. Sakaroz kökenli olarak pancar şekeri üretimi yapılırken, nişasta kökenli olarak glukoz şurubu, izoglukoz, (yüksek fruktozlu mısır şurupları-HFCS) ve kristal fruktoz üretimi yapılmaktadır.

Türkiye'de Şeker Sektörü; 2002/2003 pazarlama yılından bu yana, Şeker Kanunu ve bu kanuna dayalı olarak çıkarılan yönetmelikler çerçevesinde düzenlenmektedir.

Ülkemizde şeker üretimi "yıllık yurtiçi 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. Ülkemizin yıllık şeker ihtiyacının %97,5'i pancar şekeri, %2,5'i ise nişasta bazlı şeker ile karşılanmak üzere programlanmaktadır.

A Kotası Şeker yurt içi talebe göre üretilen ve pazarlama yılı içinde iç pazara verilebilen şeker miktarını belirtir.

B Kotası Şeker, A kotasının belli bir oranına tekabül eden ve güvenlik payı için bulundurulmak üzere üretilen şeker miktarını belirtir.

C Şekeri, A ve B kotaları dışında üretilen ve yurt içinde pazarlanamayan şeker ile işlenmek üzere ihraç kaydıyla temin edilen ham ve beyaz şekeri belirtir.

Türkiye'de şeker sektörü bünyesinde; 15 adet pancar şekeri üreticisi ve 5 adet nişasta bazlı şeker üreticisi olmak üzere toplam 20 şirket faaliyet göstermektedir. Sektörde ayrıca kota hakkı bulunmayan, sadece ihraç amaçlı üretim yapan 5 adet nişasta bazlı şeker üreten şirket daha bulunmaktadır.

Bu 5 şirketin yıllık toplam üretim kapasitesi 350.000 ton civarında olup, üretimlerinin tamamı ihraç edilmektedir. 2022/2023 pazarlama yılı için 23.03.2021 tarih ve 5351 sayılı Cumhurbaşkanı kararı ve 24.03.2021 tarih ve 31788 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanan kararla, ülke toplam A Kotası Pancar Şekeri 2.681.250 (İkiMilyonAltıYüzSeksenBirBinİkiYüzElli) ton olarak tespit edilirken, B Kotası Şekeri ise A Kotası Pancar Şekeri'nin %5'i (yüzdebeş) olarak 134.062 (YüzOtuzDörtBinAltmışiki) ton olarak belirlenmiştir. Kayseri Şeker Fabrikası'nın Kayseri, Boğazlıyan ve Turhal'da bulunan 3 fabrikasına toplamda 429.550 (DörtYüzYirmiDokuzBinBeşYüzElli) ton A Kotası Pancar Şekeri ve 21.477 (YirmiBirBinDörtYüzYetmişYedi) ton B Kotası Şekeri tahsis edilmiştir.<sup>1</sup>

Kayseri Şeker'in 2011/2012 – 2022/23 pazarlama dönemlerinde ortalama A Kotası Pancar Şekeri payı %14,86'dır. Yıllar itibarıyla şeker kotası aşağıdaki tabloda belirtildiği gibidir.

Pazarlama Yılı	KŞF A Kotası Pancar Şekeri Tahsisat (Ton)	Türkiye A Kotası Pancar Şekeri Tahsisat (Ton)	Kayseri Şeker %
2012 /2013	297.200	2.200.000	13,51
2013 /2014	306.200	2.200.000	13,92
2014 /2015	311.400	2.250.000	13,84
2015/2016	310.000	2.250.000	13,78
2016/2017	328.800	2.385.000	13,79
2017/2018	328.800	2.537.000	12,96
2018/2019	429.550	2.565.000	16,75
2019/2020	429.550	2.632.500	16,32
2020/2021	429.550	2.632.500	16,32
2021/2022	429.550	2.632.500	16,32

<sup>1</sup> ([https://www.turkseker.gov.tr/data/dokumanlar/2021\\_Sektor\\_Raporu.pdf](https://www.turkseker.gov.tr/data/dokumanlar/2021_Sektor_Raporu.pdf))

2022/2023	429.550	2.681.250	16,02
-----------	---------	-----------	-------

2022/2023 dönemi itibarıyla Kayseri Şeker'e tahsis edilen A Kotası Pancar Şekeri ile şirket Türkiye A Kotası Pancar Şekeri pazarının %16,02'sine sahiptir.

**Sektörde faaliyet gösteren diğer şeker fabrikaları ve her birine 2022/2023 Pazarlama yılında tanınmış olan pancar şekeri kota miktarları aşağıda sunulmuştur:**

	A KOTASI TON	B KOTASI TON
Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş.	979.700	48.985
Konya Şeker San. ve Tic. A.Ş.	435.500	21.775
Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş. (Boğazlıyan)	328.800	16.440
Doğuş Yiyecek ve İçecek Üretim San. Tic. A.Ş.	115.000	5.750
Keskinkılıç Gıda San. ve Tic. A.Ş.	107.000	5.350
Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş. (Turhal)	100.750	5.037
Çorum Şeker Fabrikası A.Ş.	95.750	4.788
Amasya Şeker Fabrikası A.Ş.	81.000	4.050
Tutgu Gıda Tur. İnş. İml. İth. İhr. San. ve Tic. Ltd. Şti.	70.250	3.512
Adapazarı Şeker Fabrikası A.Ş.	67.600	3.380
Bor Şeker A.Ş.	62.000	3.100
Sukkar Şeker Üretim A.Ş. (Erzurum)	50.500	2.525
Mutlucan Şeker Üretim Gıda San. ve Tic. A.Ş.	50.000	2.500
Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.	45.400	2.270
Muş Şeker Üretim Sanayi A.Ş.	40.500	2.025
Sukkar Şeker Üretim A.Ş. (Erzincan)	26.500	1.325
Binbirgıda Tarım Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	25.000	1.250
<b>Toplam</b>	<b>2.681.250</b>	<b>134.062</b>

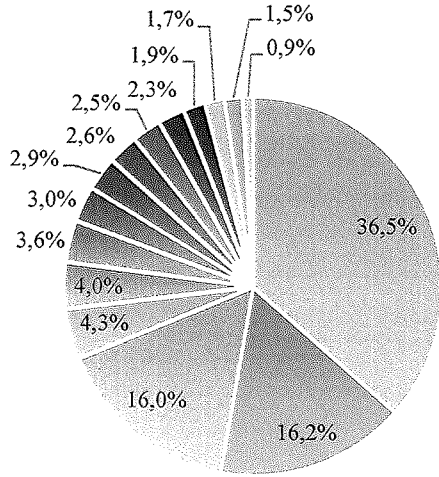
**2022/2023 Pazarlama Yılı nişasta bazlı şeker A kotası Şirketler bazında;**

	A KOTASI TON
Cargill Tarım ve Gıda San. Tic. A.Ş.	30.135
ADM Besin Ve Tarım A.Ş. (Eski Amylum)	21.388
PNS Pendik Nişasta San. A.Ş.	9.767
Tat Nişasta İnş. San. ve Tic. A.Ş.	4.423
Sunar Mısır Ent. Tes. San. ve Tic. A.Ş.	3.037
<b>Toplam</b>	<b>68.750</b>

2022/2023 Pazarlama Yılında nişasta bazlı şeker şirketlerince kendilerine tahsis edilen kotanın en az %50'si glukoz olarak kullanılır.

Türkiye'de faaliyet gösteren pancar şekeri şirketlerine ait 2022/2023 pazarlama yılı pazar payları aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.

Gedik Yatırım  
Menkul Değerler A.Ş.



### Pancar Şekeri Pazar Payları

- Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş.
- Konya Şeker San. ve Tic. A.Ş.
- Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş.
- Doğuş Yiyecek ve İçecek Üretim San. Tic. A.Ş.
- Keskinlülç Gıda San. ve Tic. A.Ş.
- Çorum Şeker Fabrikası A.Ş.
- Amasya Şeker Fabrikası A.Ş.
- Sukkar Şeker Üretim A.Ş.
- Tutgu Gıda Tur. İnş. İml. İth. İhr. San. ve Tic. Ltd. Şti.
- Adapazarı Şeker Fabrikası A.Ş.
- Bor Şeker A.Ş.
- Mutlucan Şeker Üretim Gıda San. ve Tic. A.Ş.
- Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.
- Muş Şeker Üretim Sanayi A.Ş.
- Binbirgıda Tarım Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Kaynak: <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2022/03/20220324-7.pdf>

### 3.1 Kayseri Şeker'in Faaliyet Gösterdiği Sektördeki Avantajları / Dezavantajları

#### Sektör Analizi

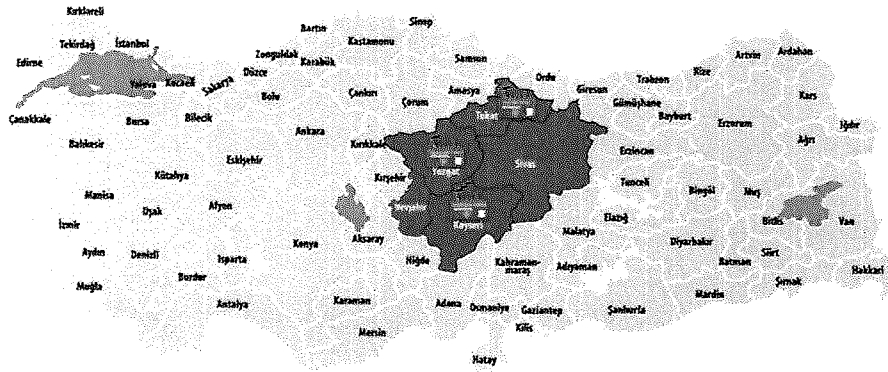
Kayseri Şeker'in faaliyet gösterdiği Şeker Sektörü'nün güçlü ve zayıf yönleri aşağıda başlıklar halinde sıralanmaktadır.

#### a) Güçlü Yanlar

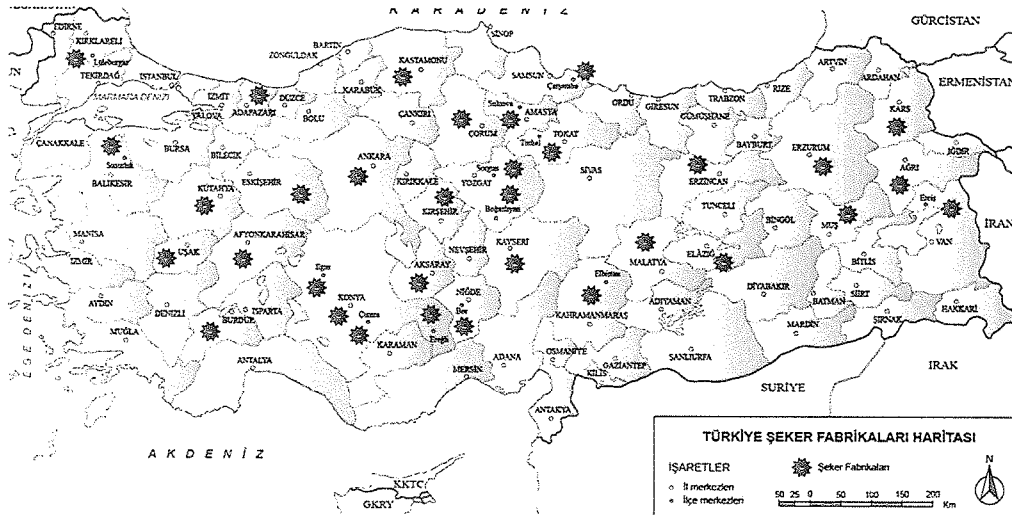
- Şirket, global şirketler tarafından istenilen ve tüm dünyada kabul gören FSSC2200, Sedex v.b. gibi kalite belgelerine sahip olduğundan müşteri potansiyeli genel olarak uluslararası şirketlerden oluşmaktadır. Bu firmalar genellikle satış hedefleri, üretim miktarları ve dolayısıyla gerekli hammadde miktarlarını yıllık olarak planlamaktadırlar. Bu sebeple bu firmalarla yıl bazında istikrarlı fiyattan ve öngörülebilir miktarlarda şeker satış anlaşmaları yapmaya olanak sağlamaktadır. Ayrıca bu firmalar, yıllara yayılan uzun vadeli iş birliği imkânı da sunmaktadır.
- Kayseri Şeker, 3 fabrikaya sahip olan tek kooperatif şirketi olmasından dolayı sevkiyat ve lojistik bakımından zamanında teslimat yapabilmektedir. Kayseri Şeker'in iştiraki olan Panpet firmasına ait bir tır filosu bulunmaktadır. Şeker sevkiyatları, Panpet lojistik firmasının desteği ve koordinasyonu ile birlikte organize edilmektedir. Şirket, sevkiyat ve lojistik faaliyetlerinin yürütülmesinde Panpet dışında diğer lojistik firmalarıyla da çalışmaktadır. Bu durum, Kayseri Şeker'e nakliye dahil olarak fiyat verme imkânı sağlamaktadır. Müşteri açısından nakliyenin de bir hizmet olarak şekerin yanında sunulmasına kolaylık sağlamaktadır ve tercih sebebi olmaktadır.
- Şirket, sahip olduğu tesisler sayesinde 1 kg'den 1 tona kadar her türlü paketleme sistemine sahiptir. Türkiye'de şeker fabrikaları genellikle ürettikleri şeker 50 kg'lık torbalarda depolayıp satmaktadır. Ancak şeker hammadde olarak kullanan üreticiler gerek iş sağlığı ve güvenliği gerekse maliyet yüksekliliği sebebiyle artık 50 kg'lık torba kullanmaktan vazgeçmeye başlamışlardır. Şeker tüketiminde trend iş güvenliği ve maliyet açısından daha büyük tonajlı olan 1 tonluk big bag torbalara ya da silobus şeklinde dökme şekere doğru yönelmektedir. Bu tür torbalama yapılabilmesi için şekerin silolarda yer alması gerekmektedir. Şeker siloda depolayabilen Türkiye'de biri Kayseri Şeker olmak üzere çok sınırlı sayıda tedarikçi vardır. Özellikle büyük tonajlarda endüstriyel tüketiciler bu tip torbaları tercih ettiklerinden Kayseri Şeker'e önemli bir satış avantajı sağlamaktadır.
- Kayseri Şeker tüketimin yoğun olduğu Marmara bölgesinde hızlı teslimat ve müşteri taleplerine anında cevap vermek adına bir depo tutmuştur. Yine Ege Bölgesi'nde depo çalışmaları devam etmektedir. Böylelikle şeker nakliye fiyatlarının uygun olduğu dönemlerde Batı bölgesine sevk ederek önemli bir avantaj sağlayacaktır.
- Kullandığı ERP (Kurumsal Kaynak Planlaması) sistemleri müşterilerinki ile eş zamanlı çalışmaktadır.

- Müşteri taleplerine anında cevap verebilmekte ve çözüm odaklı çalışmaktadır.
- 27.12.2018 tarih ve 7159 sayılı Karayolları Trafik Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanunun Kooperatif Merkez Birlikleri'ne ait olan anonim ortaklıklar da SPK'n. kapsamına alınmıştır. Bu durum şeffaf yönetim standartları ile kurumsal yönetim uygulamalarının Şirket içerisinde kapsamlı olarak uygulanmasına olanak vermektedir.
- Coğrafi bakımdan fabrikalar hammaddeye yakın olarak konumlandığından üretim maliyetleri diğer rakiplere göre daha avantajlıdır. Şeker pancarı Orta Anadolu Bölgesinde yoğun olarak yetiştirildiğinden Kayseri Şeker'e ait fabrikalar bu yönüyle hammaddeye yakın kurulmuştur.

Kayseri Şeker'in pancar ekim sahası ve pancarı işlediği 3 fabrikaya ait harita aşağıda gösterilmektedir.



Aşağıda ise Türkiye geneli şeker fabrikalarının yer aldığı harita mevcuttur.



Kaynak: [http://www.turkseker.gov.tr/data/dokumanlar/2019\\_Sektor\\_Raporu.pdf](http://www.turkseker.gov.tr/data/dokumanlar/2019_Sektor_Raporu.pdf)

- Yurtiçi şeker talebini etkileyen faktörler arasında nüfus büyüklüğü ve nüfusun artış oranı ile kişi başına gelir düzeyi gelmektedir. Ülkemizde nüfus artışı ve genç nüfusun fazla olması ayrıca göçmen sayısında yaşanan artış da şeker talebini artırmaktadır. Şeker Kanunu ile Türkiye'de şeker talebini karşılayacak düzeyde üretim planlaması yapılmakta olup, ülke içinde pazarlanacak şeker miktarı, Cumhurbaşkanlığı tarafından tahsis edilen kotalar ile belirlenmektedir. Şeker üretiminde ve dolayısıyla pancar üretiminde kota uygulaması ülke kaynaklarının optimum düzeyde verimli ve etkin kullanımını sağlamaktadır. Şeker üretiminde ülkemizdeki kurulu kapasite daha uzun yıllar şeker talebini karşılayabilecek seviyededir. Böylece ülkemizin önümüzdeki yıllarda şeker ithalatı ile ilgili olarak ihtiyacı kalmayacağı düşünülmektedir. Türkiye'de C şekerini üretilememesi durumunda "Dahilde İşleme Rejimi" kapsamında C şekerini ithalatı belirli şartlarda üretici firmalara izin verilmektedir. Ancak ithal edilen şeker yurt içinde tüketilen mamullerde kullanılmamakta sadece ihraç edilecek



nihai ürünlerin ihracında kullanılabilir. Yurtiçi tüketim için şeker ithalatı T.C. Tarım ve Orman Bakanlığı'nın özel iznine tabi olup şeker ithalatında %135 ilave gümrük uygulaması bulunmaktadır.

#### b) Zayıf Yanlar

- Her ne kadar 3 fabrikası hammaddeye yakın olsa da üretilen şekerin büyük çoğunluğu fabrikaların bulunduğu bölgede tüketilmekte ve Batı, Marmara ve Güney bölgelere şeker sevk edilmektedir. Dolayısıyla pazara daha yakın fabrikalarla zaman zaman rekabet etme durumunda kalmaktadır.
- Görev zararı hazine tarafından karşılanan ve bir kamu kuruluşu olan Türk Şeker'in fiyat politikaları (iskonto vade, satış kampanyaları vb.) Kayseri Şeker'i etkilemektedir. Her ne kadar oligopol bir pazar gibi olsa da Türk Şeker'in fiyat yapısı piyasayı etkilemektedir.
- Şeker pancarının doğası gereği şeker üretiminin tamamı yılın sadece dört ayında (Eylül-Ocak) tamamlanmaktadır. Halbuki şeker tüketimi ve satışı yıl bazına dağılmaktadır. Dolayısıyla şeker fabrikaları stok maliyetine katlanmak zorunda kalmaktadır.
- Ülkemizde hiçbir üründe olmadığı halde şekerde yurt içi A Kotası Pancar Şekerinin %5'i kadar fabrikalar güvenlik stoku olan B Kotası Şeker bulundurmamak zorundadır. Bu da fabrikalara ek stok maliyetine sebep olmaktadır. B Kotası Şeker'in sadece T.C. Tarım ve Orman Bakanlığı'nın izni ile satışı mümkündür.
- Dünya genelinde Dünya Sağlık Örgütü'nün de tavsiyeleri ile şeker tüketimini azaltmaya yönelik çeşitli faaliyetler yapılmaktadır. Ülkemizde de benzer şekilde şeker tüketimini azaltmaya yönelik medyada tavsiyeler yapılmaktadır. Ancak her ne kadar insanlar şeker tüketiminde azaltma eğiliminde olsa da nüfus artışı şeker ihtiyacına olan talebi artırmaktadır.
- Pancar şekerine ikame olarak kullanılan nişasta bazlı şekerler ülkemizde ciddi miktarda kotası düşürülmesine rağmen politik nedenlerle bu kotanın tekrar yükseltileme ihtimali risk teşkil etmektedir. Fakat son yıllarda tüketiciler nişasta bazlı şekerle ilgili bilinçlenmeye başlamış ve mümkün olduğu kadar NBS'nin girdiği ürünlerin tüketimini azaltmaya çalışmaktadır.
- Dünyada birçok ülke tarafından gıdada kullanımı yasaklı olan aspartam, asesülfam K gibi yüksek yoğunluklu tatlandırıcıların (YYT) ülkemiz tarafından ithalatında herhangi bir kısıtlama olmadığı gibi gıda sektörü tarafından da kullanılmaktadır. Özellikle bu ürünler şekerli gıdalar, diyabet ürünleri v.s. gibi adlarla piyasada satılmaktadır. Pancar şekerine ikame olarak kullanılan YYT'ler T.C. Tarım ve Orman Bakanlığı tarafından sadece izlenmektedir. Yılda yaklaşık üç yüz bin ton pancar şekerine denk gelen miktar YYT ithalatı yapılmaktadır. Fakat sağlığa olan etkisi nedeniyle tüketiciler bu konuda bilinçlenmekte ve yakın zamanda kullanımına sınırlama getirilmek için çalışmalar yürütülmektedir.

## 4. Değerleme Çalışması

### 4.1. Değerleme Çalışmasına İlişkin Beyan

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının, SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Etik ilkeler:

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Gedik Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.

Gedik Yatırım  
Menkul Değerler A.Ş.

- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerin doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmektedir.

#### 4.2. Değerlemeye İlişkin Veri Kaynakları, Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Şartlar

##### Veri Kaynakları

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına KPMG Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından 30.04.2020, 30.04.2021, 30.04.2022 için hazırlanan konsolide finansal tablolar ve bağımsız denetim raporu ve 31.10.2022 için hazırlanan özel sınırlı bağımsız denetim raporları, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin 2022 - 2026 yılları pro forma finansal tahminleri ve Gedik Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

##### Genel Varsayımlar

Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte, genel varsayımlar da aşağıdaki gibi sıralanmıştır:

- Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek İzahname'de yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,
- Şirket'in yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı,
- Türkiye ve Şirket'in faaliyetlerini etkileyebilecek diğer ülke ekonomilerinde ciddi dalgalanmaların yaşanmayacağı.

##### Sınırlayıcı Şartlar

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır.

Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler ve bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Gedik Yatırım tarafından geçmiş yılların finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler (projeksiyon verileri) Gedik Yatırım değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir. Şirket'in rekabet ettiği pazar ve ürüne ilişkin bağımsız bir kuruluş tarafından gerçekleştirilmiş bir ticari incelemesi raporu bulunmamaktadır. Gedik Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

Bu raporda varılmış sonuçlar, ekonomik koşullar, piyasa koşulları ve hazırlanmış olduğu tarih itibarıyla geçerli olan fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından Gedik Yatırım'a sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde ve/veya işbu Rapor tarihi sonrasında meydana gelebilecek olan gelişmeler

  
Gedik Yatırım  
Menkul Değerler A.Ş.

bu Rapor içinde yer alan projeksiyon, tahmin ve değerlendirme sonuçlarına maddi etkileri olabilecektir.

Yatırımcıların nihai yatırım kararlarını vermeden önce mutlaka SPK tarafından onaylanan İzahnamenin okunması ve özellikle 5 no.lu Risk Faktörleri bölümüne dikkat edilmesi tavsiye edilmektedir.

#### 4.3. Değerleme Proje Ekibi

**Proje Ekibi:** Konusunda uzman çalışma ekibi, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman departmanı müdürleri tarafından yönetilmiştir. Ekip, SPK mevzuatları uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve toplamda 19 yıllık tecrübeye sahiptir.

**Seda Demirelli Küçükmeral**, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman Müdürü, aracı kurumların ve bankaların kurumsal finansman ekiplerindeki 8 yıllık deneyiminde, yerli ve yabancı çok sayıda şirketin halka arzı, borçlanma araçları ihraçları ve birleşme ve devralma projelerinde finansal danışmanlık vermiştir. Gedik Yatırım'daki görevi esnasında 5 halka arzın başarıyla tamamlanmasında görev almıştır. Seda Demirelli Küçükmeral, Koç Üniversitesi Ekonomi ve İşletme Lisansları ile aynı okulda İşletme Yüksek Lisans mezunudur (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.207205).

**Recep Bozkurt**, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman Müdürü, aracı kurumların ve bankaların kurumsal finansman ekiplerindeki 11 yıllık deneyiminde, yerli ve yabancı çok sayıda şirketin halka arzı, borçlanma araçları ihraçları ve birleşme ve devralma projelerinde finansal danışmanlık vermiştir. Gedik Yatırım'daki görevi esnasında 3 halka arzın başarıyla tamamlanmasında görev almıştır. Recep Bozkurt, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bölümler Fakültesi İşletme Lisansları ile New York Institute of Technology (NYIT) İşletme Yüksek Lisans mezunudur (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.206166).

## 5. Değerleme Analizi

### 5.1 Değerlemede Kullanılan Yöntemler

İşbu Fiyat Tespit Raporu, SPK'nın III-62.1 Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS)'na uygun şekilde hazırlanmıştır. Buna göre firma değerlemelerinde üç temel yaklaşım uygulanabilir. Bu yöntemler şu şekilde sıralanabilir:

1. **Pazar Yaklaşımı**
2. **Gelir Yaklaşımı**
3. **Maliyet Yaklaşımı**

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
2. **Gelir Yaklaşımı:** İNA Analizi

İNA Analizi yöntemi, birçok varsayıma dayanarak şirketin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket spesifik riskleri de barındırarak etraflı bir değerlendirme imkânı sunar.

Çarpan Analizi yöntemi ise borsada işlem gören benzer şirketlerin güncel değerleriyle kıyaslama imkânı vererek, birçok varsayıma bağlı yapılan İNA Analizi yöntemini teyit edici özellik taşır.

Bu kapsamda, sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilen ve uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.

Yukarıda da belirtildiği üzere bu iki yaklaşım haricinde Uluslararası Değerleme Standartları içinde Maliyet Yaklaşımı yöntemi de mevcut olup, bu yöntem bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değeri belirlemektedir. Bu yaklaşım, Kayseri Şeker'in faaliyet gösterdiği sektörün yapısı göz önüne



alındığında Şirket'in mevcut varlıklarının ikame veya yeniden üretim maliyetlerinin piyasadaki verilerle hesaplanma zorluğundan ve şirketin değerini doğru şekilde yansıtamayacağından kaynaklı değerlendirme yöntemi olarak tercih edilmemiştir.

## 5.2 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

Pazar Yaklaşımı kapsamında Borsada işlem görüp Kayseri Şeker ile benzer özellikler gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak Firma Değer'inin saptanması için "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında, Şirket'e benzer şirketlerin piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Bu yöntem, etkin işleyen piyasalarda payların rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

Yurt içi benzer şirketler olarak BIST Gıda, İçecek endeksinde faaliyet gösteren şirketlerin 2022 yıl sonu verileri üzerinden hesaplanan güncel çarpanları dikkate alınmıştır. (Kaynak: Finnet).

Ayrıca, çarpan analizine yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin 2022 yıl sonu verileri üzerinden hesaplanan güncel değerlendirme çarpanları dikkate alınmıştır. (Kaynak: Bloomberg).

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında değerlendirme için uygun olduğu değerlendirilen temel çarpanlardan olan PD / DD (Piyasa Değeri / Defter Değeri, F / K (Fiyat / Kazanç), FD/FAVÖK (Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar), FD / Satışlar (Firma Değeri / Satış Gelirleri) medyanı üç değerler elenerek dikkate alınmıştır.

Sonuç olarak yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler ile yapılan çarpan analizinde PD / DD, F / K, FD/FAVÖK, FD / Satışlar çarpanının kullanılması uygun bulunmuştur. Buna göre, belirlenen halka açık şirketlerin 24.03.2023 tarihi itibarıyla kapanış verileri hesaplamaya dahil edilmiştir.

Ayrıca, Şirket'in 31.10.2022 tarihli finansallarından:

- Kısa vadeli ve uzun vadeli finansal borçlardan nakit ve nakit benzerleri çıkarıldığında Şirket'in 31.10.2022 itibarıyla net finansal borcu 1.604.471.694 TL olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in 01.11.2021-31.10.2022 dönemi için FAVÖK'ü 2.168.308.789 TL olarak hesaplanmıştır. (FAVÖK = Brüt Kar – Faaliyet Giderleri\* + Amortisman).
- Şirket'in 31.10.2022 dönemi için Özkaynakları 5.820.035.203 TL olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in 31.10.2021-31.10.2022 dönemi için Satış Gelirleri 5.642.147.942 TL olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in 31.10.2021-31.10.2022 dönemi için Net Karı 1.798.099.282 TL olarak hesaplanmıştır.

\* Faaliyet giderleri "genel yönetim giderleri", "pazarlama, satış ve dağıtım giderleri", "Araştırma ve geliştirme giderleri" kalemlerinden oluşmakta olup, kur farkı gelir/giderleri gibi faaliyetlerle doğrudan bağlantılı olmayan kalemler içeren "esas faaliyetlerden diğer gelirler" ile "esas faaliyetlerden diğer giderler" kalemleri hesaplamaya dahil edilmemiştir.

### 5.2.1 Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

Seçilmiş yurt dışı benzer şirketler aşağıdaki tabloda sıralanmıştır. Şirket'in faaliyet gösterdiği benzer sektörde faaliyetleri olan ve anlamlı sonuç verdiği değerlendirilen şirketler seçilmiştir. Dikkate alınan çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar ( $\leq 0x$ ) ile en yüksek dördte bir (quartile) dilimde olan veriler çalışmanın geneline hâkim olan muhafazakâr yaklaşımla aykırı değer olarak değerlendirilmiştir ve medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Daha önce izah edildiği üzere, yurt dışı benzer şirketlerin 2022 yıl sonu verileri üzerinden hesaplanan çarpanlar dahil edilmiştir. Aşağıda detayları verilen söz konusu şirketlerin PD / DD, F / K, FD / FAVÖK, FD / Satışlar çarpanlarının medyanı alınmış olup söz konusu çarpanlara eşit ağırlık verilerek özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Şirket Adı	Şirket Kodu	Faaliyet Alanına İlişkin Özet Bilgi	Ülke	PD / DD	F / K	FD / FAVÖK	FD / Satışlar
SUEDZUCKER AG	SZU GR Equity	Suedzucker AG, Doğu ve Batı Avrupa'da geleneksel şeker endüstrisinde faaliyet göstermektedir. Şirket, bağlı ortaklıkları aracılığıyla fonksiyonel gıda, soğutulmuş dondurulmuş ve nişasta ve meyve konsantreleri üretmektedir. Suedzucker'ın diğer işi, biyoetanol faaliyetlerini içermektedir.	Almanya	M.D.	11,7	7,3	0,7

COSUMAR	CSR MC Equity	Compagnie Sucriere Marocaine et de Raffinage (Cosumar), faaliyet konusu şeker üretimi ve rafine edilmesidir. Şirketin merkezi Kazablanka'da olup Rabat, Tanger, Fes, Oujda, Meknes, Marakeş, Khemiss Zemanara ve Agadir'de şubeleri bulunmaktadır.	Fas	3,1	24,1	10,1	2,2
DELTA SUGAR	SUGR EY Equity	Delta Sugar Co. Şeker rafine sektöründe faaliyet göstermektedir.	Mısır	1,7	4,9	2,2	M.D.
Nippon Beet Sugar Manufacturing Co Ltd	2108 JP Equity	Nippon Beet Sugar Manufacturing Co. Ltd., bir rafineri ve şeker üreticisidir. Şirket pancar şekeri, rafine şeker, ithal şeker ve yem satışı yapmaktadır ve Meiji Seika grubuna bağlıdır.	Japonya	M.D.	11,2	9,6	0,5
BAOTOU HUAZI-A	600191 CH Equity	Baotou Huazi Industry Co., Ltd. pancar şekeri ve elektronik ürünler üretmekte ve pazarlamaktadır. Şirketin ürünleri arasında pancar şekeri, yemeklik alkol, kuvars-kristal rezonatörler, bilgisayarlar ve diğer elektronik bileşenler bulunmaktadır. Şirket ayrıca kuvars kristal rezonatörlerini de satmaktadır.	Çin	1,7	M.D.	M.D.	23,2
Triveni Engineering & Industries Ltd	TRE IN Equity	Triveni Engineering and Industries Limited, imalat ve mühendislik çözümleri sunar. Şirket, şeker üretimi, kojenerasyon, damıtma, endüstriyel dişi ve su arıtma çözümleri sunmaktadır. Triveni Engineering & Industries, Hindistan'daki müşterilere hizmet vermektedir.	Hindistan	3,4	15,3	9,3	2,1
Dangote Sugar Refinery PLC	DANGSUGA NL Equity	Dangote Sugar Refinery PLC, ham beyaz şeker üretmekte, rafine edip, paketleyip Afrika'da satmaktadır.	Nijerya	1,3	4,1	0,5	M.D.
Mitsui DM Sugar Holdings Co Ltd	2109 JP Equity	Mitsui DM Sugar Holdings Co., Ltd., tatlandırıcı ve şurup dahil olmak üzere şeker ve ilgili işlenmiş ürünleri üretir ve satar. Şirket, ürünlerini ticari kullanım ve ev kullanımı için üretmektedir. Mitsui DM Sugar Holdings, işini grup yönetimi ve idaresi olarak değiştirmeyi planlamaktadır.	Japonya	M.D.	135,7	12,3	0,6
Nissin Sugar Co Ltd	2117 JP Equity	WELLNEO SUGAR Co., Ltd. şeker ürünleri üretir ve dağıtır. Şirket, rafine şeker ve işlenmiş gıdaların üretim ve satışını yapmaktadır. WELLNEO SUGAR ayrıca sağlık hizmetleri ve spor kulübü yönetimi işletmeleri de yürütmektedir.	Japonya	M.D.	42,2	20,4	0,8
Khon Kaen Sugar Industry PCL	KSL TB Equity	Khon Kaen Sugar Industry Public Company Limited, şeker üreten bir şirket olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, ham, çok yüksek polarizasyonlu, beyaz ve rafine şeker ile melas ve melastan araba yakıtı olarak yağa karıştırılarak elde edilen etanol işini yapmaktadır. Khon Kaen Sugar Industry, Tayland'daki müşterilere hizmet vermektedir.	Tayland	M.D.	8,9	8,9	2,0
Tandlianwala Sugar Mills	TSML PA Equity	Tandlianwala Sugar Mills Limited, beyaz kristal şeker üretiminde uzmanlaşmıştır.	Pakistan	M.D.	19,0	4,9	M.D.
Thanh Thanh Cong - Bien Hoa JSC	SBT VN Equity	Thanh Thanh Cong - Bien Hoa Joint Stock Company şekeri üretmekte ve işlemektedir. Şirket gübre, elektrik ve tarım malzemeleri ticareti yapmaktadır. Thanh Thanh Cong - Bien Hoa aynı zamanda endüstriyel park altyapısı ve inşaat işleri de yapmaktadır. Thanh Thanh Cong - Bien Hoa, Vietnam'daki müşterilere hizmet vermektedir.	Vietnam	1,1	15,0	10,4	M.D.
EID Parry India Ltd	EID IN Equity	E.I.D. - Parry (India) Limited, çeşitlendirilmiş bir gübre, böcek ilacı, şeker, seramik, elektronik ve tohum üreticisidir. Şirket ayrıca organik gübreler, biyo-pestisitler, asetik asit, duvar karoları ve bahçecilik faaliyetlerine de çeşitleniyor.	Hindistan	1,6	9,2	4,4	M.D.
Kaset Thai International Sugar Corp PCL	KTIS TB Equity	Kaset Thai International Sugar Corp PCL, yerel ve uluslararası müşterilere şeker üretir ve dağıtır. Şirket ayrıca küspeden kağıt hamuru, melastan etanol ve biyokütleden elektrik enerjisi gibi şeker üretimi yan ürünlerini hammadde olarak kullanan biyoürünler de üretmektedir.	Tayland	2,5	M.D.	9,3	1,5
Nanning Sugar Industry Co - A	000911 CH Equity	Nanning Sugar Industry Co., Ltd. şekerli ürünler üretmekte ve pazarlamaktadır. Şirket, mekanizma şekerleri, küspe küspeleri, kamış melasları, ham şekerler ve diğer ürünleri üretmektedir. Nanning Sugar Industry ayrıca bileşik gübreler, alkol, kâğıt ve diğer ürünleri de üretmektedir.	Çin	17,4	M.D.	M.D.	2,7
Bannari Amman Sugars LTD	BNRI IN Equity	Bannari Amman Sugars Limited, şeker ve pekmez üretmektedir. Şirket ayrıca elektrik enerjisi üretimi ve dağıtımını yapmaktadır.	Hindistan	2,4	42,6	17,8	2,1
Dalmia Bharat Sugar & Industry	DCB IN Equity	Dalmia Bharat Sugar and Industries Ltd. şeker üretmektedir. Şirket, Uttar Pradesh'te şeker kamışı kırma tesisleri işletmektedir.	Hindistan	M.D.	8,6	7,3	1,4
Rogers Sugar Inc.	RSGUF US Equity	Rogers Sugar Inc. Şeker ve akçaağaç şurubu üretmekte ve dağıtmaktadır. Şirket, şeker kamışı rafinerileri, şeker pancarı işleme tesisi ve akçaağaç şurubu işleme tesisleri işletmektedir. Rogers Sugar, granül, krema, küp, sıvı ve kahverengi şekerler, sıvı şekerler, akçaağaç şurubu, akçaağaç şekeri ve diğer özel şuruplar üretmektedir.	Kanada	M.D.	M.D.	M.D.	1,0
KWS SAAT SE	KWS GR Equity	KWS SAAT SE & Co. KGaA şeker pancarı, mısır, hububat, yem, yağ ve protein bitkileri, sebze ve patates tohum ekimi ve ilgili faaliyetler sağlar. Şirket'in Almanya, İsviçre, Amerika Birleşik Devletleri, Fransa, İtalya, Avusturya, Türkiye, Şili ve Belçika'da işbirlikleri bulunmaktadır.	Almanya	1,8	17,6	12,7	1,7
BF SPA	BFG IM Equity	B.F.S.P.A. tarım hizmetleri vermektedir. Şirket, pirinç, mısır, durum buğdayı ve yumuşak buğday, arpa, şeker pancarı, yonca, ayçiçeği, soya fasulyesi, bahçe bitkileri ve meyve gibi tarım ürünlerinin ekimi ve pazarlamasını yapmaktadır. B.F., İtalya'daki müşterilere hizmet vermektedir.	İtalya	1,5	M.D.	31,1	1,3
SOC FIN SUCRES	FDSVP BB Equity	Societe Financiere des Sucres SA, şeker ve şeker türevleri ve şeker değirmeni makineleri üretmektedir. Şirket, Belçika, Avustralya ve Orta Afrika'da hem pancar hem de şeker kamışı üretimi yapmaktadır. Bir yan da laktik asit ve türevlerini üretmektedir.	Belçika	12,5	12734,4	M.D.	M.D.
ASTARTA	AST PW Equity	bir tarımsal sanayi holding şirketidir. Şirket, bağlı ortaklıkları aracılığıyla şeker pancarından mamul şeker, şeker yan ürünleri, tahıl ürünleri, et ve süt üretimi ve satışı yapmaktadır.	Ukrayna	M.D.	1,5	M.D.	M.D.
<b>Seçilmiş Medyan</b>				<b>1,7</b>	<b>10,2</b>	<b>8,1</b>	<b>1,3</b>

Kaynak: Bloomberg (24.03.2023)

M.D.: Mevcut değil / anlamı değil / hesaplanamamıştır.

Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Buna göre, Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Benzer Şirket Çarpanları Yurt dışı	Baz	Seçilmiş Finansallar (mn TL) (2022/6)	Özkaynak Değeri (mn TL)	Ağırlık	Özkaynak Değeri (mn TL)	Ağırlıklı Özkaynak Değeri (mn TL)
F / K	10,2	1.798,1	18.397,9	25%	4.599,5	
FD / FAVÖK*	8,1	2.168,3	16.005,1	25%	4.001,3	
PD / DD	1,7	5.820,0	9.620,8	25%	2.405,2	
FD / Satışlar*	1,3	5.642,1	5.549,4	25%	1.387,4	
<b>Ağırlıklı Özkaynak Değeri</b>					<b>12.393,3</b>	

Kaynak: Bloomberg Terminali (24.03.2023)

\*Ulaşılan değer Firma değeri olup + Nakit – Finansal Borç üzerinden Özkaynak değeri hesaplanmıştır.

## 5.2.2 Yurt İçi Gıda, İçecek Endeksi Şirketleri Çarpan Değerleri

Yurt içi benzer şirket çarpanı hesaplamasında BİST Gıda, İçecek Endeksinde faaliyet gösteren firmalardan içecek üretimi grubunda yer alan su, süt üretimi yapan ve et üretimi yapan firmalar elemine edilerek kalan firmaların tamamının verilerinden yararlanılmıştır. Dikkate alınan çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar ( $\leq 0x$ ) ile en yüksek dördte bir (quartile) dilimde olan veriler çalışmanın geneline hâkim olan muhafazakâr yaklaşımla aykırı değer olarak değerlendirilmiştir ve medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Aşağıda detayları verilen söz konusu şirketlerin PD / DD, F / K, FD/FAVÖK, FD / Satışlar çarpanlarının medyanı alınmış olup söz konusu çarpanlara eşit ağırlık verilerek özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Ticker	Ad	PD / DD	F / K	FD / FAVÖK	FD / Satışlar
KERVT	Kerevitaş Gıda	2,18 x	5,38 x	4,55 x	0,71 x
KRVGD	Kervan Gıda	2,98 x	11,70 x	9,39 x	1,21 x
KTSKR	Kütahya Şeker Fabrikası	1,63 x	5,14 x	10,17 x	4,01 x
OYLUM	Oylum Sınai Yatırımlar	1,21 x	10,82 x	14,22 x	1,17 x
ULUUN	Ulusoy Un Sanayi	1,94 x	7,67 x	5,14 x	0,30 x
ULKER	Ülker Bisküvi	2,00 x	57,05 x	4,69 x	0,91 x
KRSTL	Kristal Kola	5,65 x	43,41 x	63,26 x	2,96 x
ELITE	Elite Naturel Organik Gıda	3,94 x	12,51 x	8,11 x	2,78 x
ERSU	Ersu Gıda	3,34 x	M.D.	295,39 x	3,31 x
CCOLA	Coca Cola İçecek	2,48 x	10,80 x	5,54 x	1,05 x
AEFES	Anadolu Efes	1,41 x	5,99 x	3,00 x	0,54 x
SOKE	Söke Un	8,03 x	38,67 x	22,21 x	2,61 x
ORCAY	Orçay Ortaköy Çay Sanayi	2,58 x	11,07 x	9,19 x	2,08 x
SELGD	Selçuk Gıda	1,59 x	8,26 x	M.D.	3,33 x
SELVA	Selva Gıda Sanayi	1,68 x	9,74 x	10,83 x	1,51 x
MERKO	Merko Gıda	0,93 x	8,39 x	5,94 x	1,06 x
TATGD	Tat Gıda	2,72 x	10,19 x	12,50 x	1,88 x
FADE	Fade Gıda	2,18 x	5,22 x	33,10 x	6,84 x
YYLGD	Yayla Agro Gıda	5,63 x	15,23 x	12,86 x	1,45 x
PENGD	Penguen Gıda	0,72 x	13,05 x	10,21 x	1,60 x
AVOD	A.V.O.D Gıda Ve Tanım	1,79 x	5,92 x	9,25 x	1,46 x
FRIGO	Frigo Pak Gıda	2,67 x	10,77 x	5,82 x	1,89 x
KNFRT	Konfrut Gıda	5,66 x	15,31 x	9,68 x	1,12 x
TUKAS	Tukaş	3,80 x	5,83 x	6,21 x	2,24 x
<b>Seçilmiş Medyan</b>		<b>1,97 x</b>	<b>8,39 x</b>	<b>8,11 x</b>	<b>1,33 x</b>

Buna göre, Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Benzer Şirket Çarpanları Yurt İçi	Baz	Seçilmiş Finansallar mn. TL (2022/6)	Özkaynak Değeri (mn. TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Özkaynak Değeri (mn. TL)
F / K	8,4	1.798,1	15.084,9	25%	3.771,2
FD / FAVÖK*	8,1	2.168,3	15.984,5	25%	3.996,1
PD / DD	2,0	5.820,0	11.479,0	25%	2.869,7
FD / Satışlar*	1,3	5.642,1	5.901,4	25%	1.475,3
<b>Ağırlıklı Özkaynak Değeri</b>					<b>12.112,5</b>

Not: Çarpan rakamlarının kısıratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: FİNNET (24.03.2023)

\*Ulaşılan değer Firma değeri olup + Nakit – Finansal Borç üzerinden Özkaynak değeri hesaplanmıştır.

### 5.2.3 Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Yurt dışı benzer ve yurt içi BİST Gıda, İçecek endeksinde seçilmiş şirketlerin PD / DD, F / K, FD / FAVÖK, FD / Satışlar çarpanlarının medyanına göre hesaplanan özsermaye değerleri %50-%50 ağırlıklandırmaya göre hesaplanmıştır. Bu sayede, hem Şirket'in iş modeliyle uyumlu benzer şirketlerin, hem de yurt içi BİST yatırımcılarının bakış açısını yansıtacak ve Şirket'in faaliyet alanına benzer şirketlerinin etkisi gözlemlenmiştir. Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış özsermaye değeri çarpan analizine göre 12.252.889.132 TL olarak hesaplanmıştır. Bu analize göre pay başına değer 20,42 TL'ye tekabül etmektedir.

Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
<b>Yurt İçi Benzer Şirket Medyanı</b>		
Özsermaye Değeri		12.112.468.869
Pay Başına Değer	50%	20,19
<b>Yurt Dışı Benzer Şirket Medyanı</b>		
Özsermaye Değeri		12.393.309.396
Pay Başına Değer	50%	20,66
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>		<b>12.252.889.132</b>
<b>Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer</b>		<b>20,42</b>

### 5.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

#### 5.3.1 Varsayımlar

İNA Analizi, bir şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemi olup bu serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve nakit pozisyonun da çıkartılması ile oluşan değeri, şirketin özsermaye değeri olarak kabul eder.

İNA metodunda 5 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ve Gedik Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2022-2026 yılları için projekte edilmiştir.

Değerleme modelinde kullanılan Türkiye enflasyon ve USD/TL-EUR/TL kur tahminleri 2022-2026 yılları için aşağıdaki tabloda paylaşılan Gedik Yatırım Ekonomik Araştırmalar verilerine dayanmaktadır.

Makro Veriler (Gedik Yatırım)	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
USD/TL Ortalama	16,62	21,80	26,09	29,63	32,82
EUR/TL Ortalama	17,40	22,84	28,17	32,00	35,58
TR TÜFE Yılsunu	64,3%	51,0%	22,0%	13,0%	9,5%
TR TÜFE Ortalama	72,3%	48,4%	34,1%	16,0%	11,1%

**Gedik Yatırım**  
Menkul Değerler A.Ş.

### 5.3.2 Gelir Tablosu Projeksiyonu

#### Satışların Projeksiyonu

1990'lı yıllarda üretim miktarında meydana gelen istikrarsızlıklar sektörü kimi zaman ithalat riski, kimi zaman da stok sorunu ile karşı karşıya bırakmıştır. Bu nedenle, stratejik öneme sahip olan şekerin üretim planlaması ve kontrolü büyük önem taşımaktadır. Üretim planlaması; coğrafi konumu nedeniyle pancardan şeker üreten Ülkemizde şeker fiyatlarının Dünya fiyatlarına göre yüksek olması, Dünya Ticaret Örgütüne taahhütlerimiz kapsamında şeker ihracatına sübvansiyon uygulanamaması ve pancardan şeker üretiminin göz ardı edilemeyecek boyutta yarattığı katma değer nedenleriyle, yıllık yurtiçi şeker ihtiyacı ve güvenlik stoku esasına göre yapılmaktadır.

4634 sayılı Şeker Kanunu ile Türkiye'de şeker talebini karşılayacak düzeyde üretim planlaması yapılmakta olup, Ülke içinde pazarlanacak şeker miktarı, Cumhurbaşkanlığı tarafından tahsis edilen kotalar ile belirlenmektedir.

Kayseri Şeker Kotaları (Ton)	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
A Kotası	429.550	429.550	429.550	429.550	429.550	429.550	429.550	429.550
B Kotası	21.478	21.478	21.478	21.478	21.478	21.478	21.478	21.478
C Kotası	15.450	98.941	0	0	70.000	70.000	70.000	70.000
<b>Toplam</b>	<b>466.478</b>	<b>549.969</b>	<b>451.028</b>	<b>451.028</b>	<b>521.028</b>	<b>521.028</b>	<b>521.028</b>	<b>521.028</b>

A Kotası - Yurtiçi talebe göre üretilen ve pazarlama yılı içinde iç pazara verilebilen şeker miktarını

B Kotası - A kotasının belli bir oranına tekabül eden ve güvenlik payı için bulundurulmak üzere üretilen şeker miktarını

C Kotası (şekeri) - A ve B kotaları dışında üretilen ve yurt içinde pazarlanamayan şeker ile işlenmek üzere ihraç kaydıyla temin edilen ham ve beyaz şekeri ifade eder.

Kayseri Şeker'in toplam pancar işleme kapasitesi 2021 - 2022 Nisan faaliyet dönemi itibarıyla 34.500 ton/gün olup bu kapasitenin 13.000 ton/gün Kayseri Fabrikasına, 13.500 ton/gün Boğazlıyan Fabrikasına ve 8.000 ton/gün Turhal Fabrikasına aittir. Projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulmuştur.

İşlenen Pancar (Ton)	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
Kayseri Fabrikası	1.162.000	1.323.000	1.098.000	1.181.000	1.267.241	1.267.241	1.267.241	1.267.241
Boğazlıyan Fabrikası	1.230.000	1.400.000	1.058.500	1.068.000	1.370.440	1.370.440	1.370.440	1.370.440
Turhal Fabrikası	679.000	821.000	643.500	687.000	768.031	768.031	768.031	768.031
<b>Toplam İşlenen Pancar</b>	<b>3.071.000</b>	<b>3.544.000</b>	<b>2.800.000</b>	<b>2.936.000</b>	<b>3.405.712</b>	<b>3.405.712</b>	<b>3.405.712</b>	<b>3.405.712</b>

Kayseri Şeker fabrikalarında 2021 yıl sonu itibarıyla toplam 2.800.000 ton pancar işlenmiştir. 2022 – 2023 Nisan faaliyet döneminde ise toplam 2.936.000 ton şeker pancarı işlenmiştir. 2023 – 2026 Nisan dönemlerinde toplam işlenecek olan pancar miktarı 3.405.712 ton olarak sabit tutulmuştur.

Kampanya Süresi	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
Kayseri Fabrikası	89	102	84	88	97	97	97	97
Boğazlıyan Fabrikası	91	104	78	78	102	102	102	102
Turhal Fabrikası	85	103	80	90	96	96	96	96
<b>Toplam Kampanya Süresi</b>	<b>89</b>	<b>103</b>	<b>81</b>	<b>85</b>	<b>99</b>	<b>99</b>	<b>99</b>	<b>99</b>

Şeker fabrikalarının pancar sökümünden işlenip şeker oluşturulmasına kadar geçen süre kampanya olarak adlandırılmakta olup Kayseri Fabrikası 2022 yılı kampanya dönemi itibarıyla 88 gün, Boğazlıyan Fabrikası 78 gün ve Turhal Fabrikası 90 gün çalışarak 2.936.000 ton pancar işlemiştir. Ortalama kampanya süreleri işlenecek pancar miktarı / pancar işleme kapasitesi formülü ile hesaplanmıştır.



Randıman (%)*	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
Kayseri Fabrikası	14,76	15,26	14,83	14,80	14,80	14,80	14,80	14,80
Boğazlıyan Fabrikası	14,41	14,87	15,04	14,71	14,50	14,50	14,50	14,50
Turhal Fabrikası	14,17	14,42	14,48	14,49	14,42	14,42	14,42	14,42
<b>Toplam Randıman (%)</b>	<b>14,49</b>	<b>14,91</b>	<b>14,83</b>	<b>14,70</b>	<b>14,59</b>	<b>14,59</b>	<b>14,59</b>	<b>14,59</b>

\*İşlenen pancardan elde edilebilecek olan şeker miktarını gösteren orandır.

Üretilen Şeker (Ton)	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
Kayseri Fabrikası	171.500	201.941	162.840	174.825	187.591	187.591	187.591	187.591
Boğazlıyan Fabrikası	177.300	208.200	159.200	157.150	198.714	198.714	198.714	198.714
Turhal Fabrikası	96.200	118.350	93.210	99.532	110.750	110.750	110.750	110.750
<b>Toplam Üretilen Şeker (Ton)</b>	<b>445.000</b>	<b>528.491</b>	<b>415.250</b>	<b>431.507</b>	<b>497.055</b>	<b>497.055</b>	<b>497.055</b>	<b>497.055</b>

Şeker Üretim Kapasitesi (Ton / Yıl)	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
Kayseri Fabrikası	241.000	241.000	241.000	241.000	241.000	241.000	241.000	241.000
Boğazlıyan Fabrikası	288.000	288.000	288.000	288.000	288.000	288.000	288.000	288.000
Turhal Fabrikası	135.000	135.000	135.000	135.000	135.000	135.000	135.000	135.000
<b>Toplam Üretim Kapasitesi (Ton/Yıl)</b>	<b>664.000</b>	<b>664.000</b>	<b>664.000</b>	<b>664.000</b>	<b>664.000</b>	<b>664.000</b>	<b>664.000</b>	<b>664.000</b>

Kapasite Kullanım Oranı (%)	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
Kayseri Fabrikası	71,16	83,79	67,57	72,54	77,84	77,84	77,84	77,84
Boğazlıyan Fabrikası	61,56	72,29	55,28	54,57	69,00	69,00	69,00	69,00
Turhal Fabrikası	71,26	87,67	69,04	73,73	82,04	82,04	82,04	82,04
<b>Toplam Kapasite Kullanım Oranı (%)</b>	<b>67,02</b>	<b>79,59</b>	<b>62,54</b>	<b>64,99</b>	<b>74,86</b>	<b>74,86</b>	<b>74,86</b>	<b>74,86</b>

2022 yılı sonu itibarıyla Kayseri Şeker şeker üretim kapasitesi 664.000 ton olup 431.507 ton şeker üretilmiştir. 2022 yılı kapasite kullanım oranı %64,99 olarak hesaplanmaktadır. 2023 – 2026 yılları arasında %74,86 kapasite kullanımı ile 497.055 ton şeker üretileceği öngörülmektedir.

Satılan Şeker (Ton)	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
A Kotası	392.175	423.640	466.576	248.379	470.249	445.913	422.766	421.838
B Kotası	-	-	-	-	-	-	-	-
C Kotası	38.310	69.281	32.850	0	18.880	21.397	22.656	23.914
Diğer	2.584	10.128	5.750	10.000	6.712	6.365	6.034	6.021
<b>Toplam Satılan Şeker (Ton)</b>	<b>433.069</b>	<b>503.049</b>	<b>505.176</b>	<b>258.379</b>	<b>495.840</b>	<b>473.675</b>	<b>451.456</b>	<b>451.773</b>

Satılan Şeker Birim Fiyat (bin TL / Ton)	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
<b>Enflasyon Oranı</b>		<b>14,60%</b>	<b>19,60%</b>	<b>34,46%</b>	<b>43,10%</b>	<b>27,84%</b>	<b>14,47%</b>	<b>10,43%</b>
A Kotası	3,41	4,17	7,86	21,00	21,00	26,85	30,73	33,94
B Kotası	-	-	-	-	-	-	-	-
C Kotası	2,23	3,47	4,36	17,00	17,00	21,73	24,88	27,47
Diğer	3,44	4,18	6,69	23,00	23,00	29,40	33,66	37,17
<b>Toplam Satılan Şeker Birim Fiyat</b>	<b>3,30</b>	<b>4,07</b>	<b>7,62</b>	<b>21,08</b>	<b>20,87</b>	<b>26,65</b>	<b>30,48</b>	<b>33,64</b>

Şeker Satış Geliri (bin TL)	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
A Kotası	1.336.493	1.766.145	3.666.868	5.215.959	9.875.219	11.970.766	12.991.477	14.315.317
B Kotası	0	0	0	0	0	0	0	0
C Kotası	85.300	240.558	143.331	0	320.956	465.002	563.593	656.968
Diğer	8.892	42.318	38.477	230.000	154.376	187.135	203.091	223.786
<b>Toplam Şeker Satış Geliri (mn TL)</b>	<b>1.431</b>	<b>2.049</b>	<b>3.849</b>	<b>5.446</b>	<b>10.351</b>	<b>12.623</b>	<b>13.758</b>	<b>15.196</b>



4634 Sayılı Şeker Kanunu Madde 5 "Hammadde ve Şeker Fiyatları" başlığı altında pancar fiyatının ve şeker fiyatının belirlenmesi düzenlenmektedir;

"Şeker pancarı fiyatları her yıl, şeker fabrikası, işleten gerçek ve tüzel kişiler ile üreticiler ve/veya temsilcileri arasında varılan mutabakata göre belirlenir. Buna ilişkin usul ve esaslar, Bakanlık tarafından çıkarılacak yönetmelikle düzenlenir.

Şeker üretiminde kullanılan diğer hammaddeler ise Şirketler tarafından üreticiler ve/veya piyasadan temin edilir. Şirketler, kendi ekim alanlarından yeterli hammadde bulamadığı takdirde münavebe esasları dahilinde kendi ekim alanları dışından da Bakanlığın denetiminde üreticilerle sözleşme yaparak pancar temin edebilirler. Şeker satış fiyatları, Şeker fabrikası işleten gerçek ve tüzel kişiler tarafından serbestçe belirlenir."

Şeker fiyatlarının serbestçe belirlenebildiği ifade edilmekle birlikte 15 adet Şeker Fabrikası olan Türk Şeker genellikle fiyatlama açısından baz kabul edilmektedir. Türk Şeker 2022 yılı için geçerli olacak olan Pancar fiyatını KDV hariç 1.400 TL / Ton olarak belirlemiş olup şirket için pancar fiyatı 1.624 TL / Ton olarak hesaplanmıştır. Değerleme çalışmasında 2022 – 2023 faaliyet dönemi ortalama şeker satış fiyatı 21,08 bin TL / Ton olarak kullanılmış ve projeksiyon dönemi boyunca Gedik Yatırım Araştırma Birimi yıllık enflasyon tahminlerine göre hesaplanan TÜFE endeksinin Mevcut Yıl Mayıs ayı – Sonraki Yıl Nisan ayı ortalamalarının değişim oranında artırılmıştır.

Üretilen Melas (Ton)	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
Kayseri Fabrikası	43.727	50.465	37.912	40.706	57.260	57.259	57.259	57.259
Boğazlıyan Fabrikası	42.514	45.188	34.119	31.836	49.366	49.366	49.366	49.366
Turhal Fabrikası	26.026	32.708	24.205	25.347	28.374	28.374	28.374	28.374
<b>Toplam Üretilen Melas (Ton)</b>	<b>112.267</b>	<b>128.361</b>	<b>96.236</b>	<b>97.889</b>	<b>135.000</b>	<b>135.000</b>	<b>135.000</b>	<b>135.000</b>

Satılan Melas (Ton)	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
Kayseri Fabrikası	55.379	49.559	49.492	51.159	57.554	57.554	57.554	57.554
Boğazlıyan Fabrikası	52.173	46.338	42.670	44.107	49.620	49.620	49.620	49.620
Turhal Fabrikası	26.964	34.634	23.928	24.734	27.826	27.826	27.826	27.826
<b>Toplam Satılan Melas (Ton)</b>	<b>134.515</b>	<b>130.531</b>	<b>116.089</b>	<b>120.000</b>	<b>135.000</b>	<b>135.000</b>	<b>135.000</b>	<b>135.000</b>
Enflasyon		14,60%	19,60%	34,46%	43,10%	27,84%	14,47%	10,43%
Melas Birim Fiyat (TL / Ton)	966	1.229	2.265	4.077	5.835	7.459	8.538	9.429
<b>Melas Satış Geliri (TL)</b>	<b>129.919.974</b>	<b>160.443.764</b>	<b>262.887.039</b>	<b>489.283.489</b>	<b>787.686.213</b>	<b>1.006.944.451</b>	<b>1.152.637.182</b>	<b>1.272.886.525</b>

Melas, şeker pancarı ve şeker kamışı üretiminde üretim kademesinde şekerin fabrikasyona geri alınmayan son şurubudur. Kısaca melas şeker üretilirken artan yan üründür. İçeriğindeki yüksek şeker oranıyla özellikle meşrubat üretiminde kullanılmakla birlikte hayvancılıkta, gübre yapımı, kömür sanayisi ve alkol üretiminde de kullanılmaktadır.

Üretilen Küspe (Ton)	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
Kayseri Fabrikası	5.747	12.831	5.363	7.783	7.783	7.783	7.783	7.783
Boğazlıyan Fabrikası	12.590	14.889	9.928	14.408	14.408	14.408	14.408	14.408
Turhal Fabrikası	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Toplam Üretilen Küspe (Ton)</b>	<b>18.337</b>	<b>27.720</b>	<b>15.291</b>	<b>22.191</b>	<b>22.191</b>	<b>22.191</b>	<b>22.191</b>	<b>22.191</b>

Satılan Küspe (Ton)	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
Kayseri Fabrikası	5.747	12.831	5.363	9.037	9.037	9.037	9.037	9.037
Boğazlıyan Fabrikası	12.590	14.889	9.928	13.154	13.154	13.154	13.154	13.154
Turhal Fabrikası	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Toplam Satılan Küspe (Ton)</b>	<b>18.337</b>	<b>27.720</b>	<b>15.291</b>	<b>22.191</b>	<b>22.191</b>	<b>22.191</b>	<b>22.191</b>	<b>22.191</b>
Enflasyon		14,60%	19,60%	34,46%	43,10%	27,84%	14,47%	10,43%
Küspe Birim Fiyat (TL / Ton)	3.731	4.686	8.359	11.240	16.084	20.562	23.537	25.992
<b>Küspe Satış Geliri (TL)</b>	<b>68.415.832</b>	<b>129.891.279</b>	<b>127.822.541</b>	<b>249.426.909</b>	<b>356.929.541</b>	<b>456.283.499</b>	<b>522.302.224</b>	<b>576.791.616</b>

Küspe, melas sonrasında kuru ve yaş olarak hayvanlarda yem olarak kullanılan şeker sanayinin yan ürünüdür. Satış

**Gedik Yatırım**  
Menkul Değerler A.Ş.

geliri tahmini enflasyon oranında yapılmıştır.

Gübre Satış Gelirleri (TL)	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
<b>Enflasyon</b>		<b>14,60%</b>	<b>19,60%</b>	<b>34,46%</b>	<b>43,10%</b>	<b>27,84%</b>	<b>14,47%</b>	<b>10,43%</b>
İşlenen Pancar (Ton)	3.071.000	3.544.000	2.800.000	2.936.000	3.405.712	3.405.712	3.405.712	3.405.712
Kullanılan Gübre (kg)	61.534	56.642	56.619.325	59.369.407	68.867.537	68.867.537	68.867.537	68.867.537
Kullanılan Gübre / İşlenen Pancar	0,00%	0,00%	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%	2,02%
Gübre Birim Fiyatı (TL / Kg)	3.040	4.769	8,5	11,4	16,4	20,9	24,0	26,5
<b>Gübre Satış Gelirleri (TL)</b>	<b>187.086.951</b>	<b>270.118.268</b>	<b>482.082.190</b>	<b>679.692.087</b>	<b>1.128.244.561</b>	<b>1.442.299.715</b>	<b>1.650.983.108</b>	<b>1.823.222.592</b>

Şirket şeker pancarının üretiminde gübre kullanmaktadır ve çiftçilere gübre tedarik etmektedir. Kullanılan gübre miktarı işlenen pancarın yaklaşık %2'si olarak hesaplanmış projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulmuştur. Gübre miktarına karşılık gelen gübre birim fiyatı enflasyon oranında artırılmıştır.

Diğer Satış Gelirleri (TL)	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
<b>Enflasyon</b>		<b>14,60%</b>	<b>19,60%</b>	<b>34,46%</b>	<b>43,10%</b>	<b>27,84%</b>	<b>14,47%</b>	<b>10,43%</b>
Diğer Satış Gelirleri (TL)	179.545.701	252.761.341	418.910.467	564.307.750	989.087.543	1.215.910.876	1.332.180.904	1.471.384.245
<b>Diğer Satış Gelirleri (TL)</b>	<b>179.545.701</b>	<b>252.761.341</b>	<b>418.910.467</b>	<b>564.307.750</b>	<b>989.087.543</b>	<b>1.215.910.876</b>	<b>1.332.180.904</b>	<b>1.471.384.245</b>
<i>Toplam Satış Gelirlerine Oranı</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>10%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>

Diğer gelirler şeker, melas ve küspe satış gelirlerinin yüzdesi üzerinden hesaplanmıştır. 2019 – 2021 yıl sonu ortalama oran %11 olarak hesaplanmış olup 2022 – 2026 yılları projeksiyon dönemi süresince yaklaşık %9 olarak kullanılmıştır.

Satış Gelirleri (TL)	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
Şeker Satış Gelirleri	1.430.685.617	2.049.021.081	3.848.675.993	5.445.959.000	10.350.549.874	12.622.903.268	13.758.161.327	15.196.070.827
Melas Satış Geliri	129.919.974	160.443.764	262.887.039	489.283.489	787.686.213	1.006.944.451	1.152.637.182	1.272.886.525
Küspe Satış Geliri	68.415.832	129.891.279	127.822.541	249.426.909	356.929.541	456.283.499	522.302.224	576.791.616
Gübre Satış Gelirleri	187.086.951	270.118.268	482.082.190	679.692.087	1.128.244.561	1.442.299.715	1.650.983.108	1.823.222.592
Diğer Satış Gelirleri	179.545.701	252.761.341	418.910.467	564.307.750	989.087.543	1.215.910.876	1.332.180.904	1.471.384.245
Elektrik Satış Gelirleri						6.214.127	42.905.256	87.166.616
<b>Toplam Brüt Satış Gelirleri (TL)</b>	<b>1.995.654.075</b>	<b>2.862.235.733</b>	<b>5.140.378.230</b>	<b>7.428.669.235</b>	<b>13.612.497.733</b>	<b>16.750.555.935</b>	<b>18.459.170.001</b>	<b>20.427.522.422</b>
<i>Satıştan İade ve İndirimler / Toplam Brüt Satış Gelirleri</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,8%</i>	<i>0,8%</i>	<i>0,8%</i>	<i>0,9%</i>	<i>0,9%</i>
<i>Satıştan İade ve İndirimler</i>	<i>71.793</i>	<i>20.704.345</i>	<i>2.189.352</i>	<i>60.871.516</i>	<i>113.105.494</i>	<i>141.701.169</i>	<i>159.666.091</i>	<i>177.760.151</i>
<b>Toplam Net Satış Gelirleri (TL)</b>	<b>1.995.582.282</b>	<b>2.841.531.388</b>	<b>5.138.188.878</b>	<b>7.367.797.719</b>	<b>13.499.392.239</b>	<b>16.608.854.766</b>	<b>18.299.503.909</b>	<b>20.249.762.271</b>
<i>Toplam Net Satış Geliri Büyüme Oranı (%)</i>		<i>42,4%</i>	<i>80,8%</i>	<i>43,4%</i>	<i>83,2%</i>	<i>23,0%</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,7%</i>

Hesaplanan brüt satış gelirlerinin %0,8'i oranında satış iade ve indirimler hesaplanmış brüt satış gelirlerinden hesaplanan satış iade ve indirim düşülerek net satış geliri hesaplanmıştır. Projeksiyon döneminde söz konusu oran %0,8 - %0,9 bandında öngörülmüştür.

### Satışların Maliyeti Projeksiyonu

İlk Madde Malzeme Maliyeti	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
Bedeli Ödenen Şeker Pancarı (ton)	3.101.080	3.604.489	2.822.563	2.936.000	3.473.826	3.473.826	3.473.826	3.473.826
Enflasyon Oranı (%)		14,60%	19,60%	34,46%	43,10%	27,84%	14,47%	10,43%
Şeker Pancarı Birim Fiyat (TL / ton)	356	517	904	1.624	2.324	2.971	3.401	3.755
<b>Şeker Pancarı Maliyeti</b>	<b>1.105.176.430</b>	<b>1.863.207.083</b>	<b>2.551.901.396</b>	<b>4.768.064.000</b>	<b>8.072.968.957</b>	<b>10.320.139.115</b>	<b>11.813.338.912</b>	<b>13.045.770.303</b>
<b>İlk Madde Malzeme Gideri</b>	<b>1.105.176.430</b>	<b>1.863.207.083</b>	<b>2.551.901.396</b>	<b>4.768.064.000</b>	<b>8.072.968.957</b>	<b>10.320.139.115</b>	<b>11.813.338.912</b>	<b>13.045.770.303</b>

Şirket'in ilk madde malzeme giderlerinin satılan mal maliyetine oranının ortalaması 2019 - 2021 faaliyet döneminde %72 olarak hesaplanmıştır. Projeksiyon döneminde söz konusu oran %80 - %89 bandında öngörülmüştür (2022 – 2026)

ortalaması %85).

2019 – 2021 yılları satılan mal maliyeti amortismanının toplam amortismanına oranı ortalaması %83,3 olarak hesaplanmıştır. Yatırım harcamaları amortismanları 10 yıl üzerinden hesaplanmış ve mevcut amortismanların üzerine eklenerek toplam amortisman hesaplanmıştır. Projeksiyon döneminde satılan mal maliyeti amortismanının toplam amortisman içerisindeki payı %86,5'i olarak kabul edilmiş satılan mal maliyeti amortismanı söz konusu bu oran üzerinden hesaplanmıştır.

Satılan Mal Maliyeti (TL)	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
İlk Madde ve Malzeme Giderleri	1.105.176.430	1.863.207.083	2.551.901.396	4.768.064.000	8.072.968.957	10.320.139.115	11.813.338.912	13.043.770.303
Amortisman Giderleri	38.453.452	83.985.556	86.856.421	196.908.132	212.047.091	230.436.080	250.980.278	273.723.754
Personel Giderleri	132.480.729	143.165.309	185.409.066	304.810.364	436.183.184	557.597.975	638.275.684	704.864.055
Diğer Giderler ve Bağlı Ortaklıklar Maliyeti	331.105.061	477.987.047	606.649.694	103.149.168	1.410.605.203	1.367.049.842	1.046.535.509	1.176.253.600
Elektrik Mahsuplaşması (-)				6.505.250	33.928.869	68.837.136	78.797.040	87.017.573
<b>Toplam Satılan Malın Maliyeti (TL)</b>	<b>1.607.215.672</b>	<b>2.568.344.995</b>	<b>3.430.816.577</b>	<b>5.366.426.414</b>	<b>10.097.875.566</b>	<b>12.406.385.876</b>	<b>13.670.333.343</b>	<b>15.113.594.139</b>

2021 – 2022 faaliyet dönemi satılan mal maliyetin satış gelirlerine oranı %67 olup projeksiyon döneminde ortalama %74 olarak kabul edilmiştir. 2021 – 2022 faaliyet döneminde brüt kâr marjı %33 olup projeksiyon döneminde brüt kâr marjı ortalaması %26 olarak kabul edilmiştir. Personel giderleri enflasyon oranında artırılmıştır. 2019 – 2021 dönemi Diğer giderlerin ve bağlı ortaklıklar maliyetinin satış gelirlerine oranı ortalaması %15 olarak hesaplanmıştır. Diğer giderlerin ve bağlı ortaklıklar maliyetinin satış gelirlerine oranı projeksiyon dönemi ortalaması yaklaşık %6 olarak kabul edilmiştir.

#### Faaliyet Giderleri Projeksiyonu

Faaliyet Giderleri (TL)	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
<b>Ar - Ge Giderleri</b>	<b>12.830.521</b>	<b>10.975.369</b>	<b>15.889.216</b>	<b>29.617.964</b>	<b>46.221.386</b>	<b>47.146.889</b>	<b>51.893.217</b>	<b>57.214.479</b>
Personel Giderleri	3.820.577	892.054	901.864	1.212.646	1.735.295	2.218.327	2.539.292	2.804.205
Amortisman Giderleri	2.045.889	3.805.477	2.695.020	10.006.949	10.776.317	11.710.852	12.754.917	13.910.749
Diğer Ar - Ge Giderleri	6.964.055	6.277.838	12.292.332	18.398.369	33.709.774	33.217.710	36.599.008	40.499.525
<b>Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri</b>	<b>88.518.906</b>	<b>85.385.558</b>	<b>100.068.581</b>	<b>150.705.425</b>	<b>261.793.061</b>	<b>373.764.388</b>	<b>414.102.662</b>	<b>458.031.108</b>
Personel Giderleri	16.662.346	16.953.615	22.163.804	29.801.451	42.645.833	54.516.613	62.404.510	68.914.886
Amortisman Giderleri	2.617.527	2.060.007	2.844.702	3.144.170	3.385.904	3.679.534	4.007.578	4.370.739
Diğer Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	69.239.033	66.371.936	75.060.075	117.759.805	215.761.324	315.568.241	347.690.574	384.745.483
<b>Genel Yönetim Giderleri</b>	<b>64.412.827</b>	<b>71.086.291</b>	<b>92.754.951</b>	<b>119.320.563</b>	<b>239.073.966</b>	<b>390.451.521</b>	<b>436.541.095</b>	<b>482.311.397</b>
Personel Giderleri	45.715.983	46.338.515	62.596.436	84.167.168	120.443.094	153.969.313	176.246.818	194.633.839
Amortisman Giderleri	7.345.627	8.102.296	6.463.367	17.574.629	18.925.825	20.567.096	22.400.726	24.430.648
Diğer Genel Yönetim Giderleri	11.351.217	16.645.480	23.695.148	17.578.766	99.705.047	215.915.112	237.893.551	263.246.910
Bağlı Ortaklık Faaliyet Giderleri				7.716.659	11.042.528	14.116.297	16.158.755	17.844.524
<b>Toplam Faaliyet Giderleri (TL)</b>	<b>165.762.254</b>	<b>167.447.218</b>	<b>208.712.748</b>	<b>307.360.611</b>	<b>558.130.941</b>	<b>825.479.095</b>	<b>918.695.729</b>	<b>1.015.401.507</b>

2019 – 2021 yılları toplam faaliyet giderlerinin satış gelirlerine oranı ortalaması %6 olup projeksiyon dönemi ortalaması %5 olarak kabul edilmiştir.

2019 – 2021 yılları Ar – Ge, Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri ve Genel Yönetim giderlerinin toplam faaliyet giderlerine oranlarının ortalaması sırasıyla %7, %51 ve %42 olarak hesaplanmıştır. Projeksiyon döneminde söz konusu oranların ortalaması aynı sıra ile %7, %46 ve %45 olarak kabul edilmiştir.

2019 – 2021 yılları Ar – Ge giderlerinin satış gelirlerine oranı ortalaması %0,45 olup projeksiyon dönemi ortalaması %0,32 olarak kabul edilmiştir.

**Gedik Yatırım**  
Menkul Değerler A.Ş.

2019 – 2021 yılları Pazarlama Satış ve Dağıtım giderlerinin satış gelirlerine oranı ortalaması %3,13 olup projeksiyon dönemi ortalaması %2,15 olarak kabul edilmiştir.

2019 – 2021 yılları Genel Yönetim giderlerinin satış gelirlerine oranı ortalaması %2,51 olup projeksiyon dönemi ortalaması %2,10 olarak kabul edilmiştir.

2021 – 2022 faaliyet dönemi faaliyet kâr marjı %29,2 olup projeksiyon dönemi ortalaması %21,0 olarak kabul edilmiştir.

### Gelir Tablosu Projeksiyonu Sonuçları

Seçilmiş Gelir Tablosu Kalemleri	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
Net Satışlar	1.995.582.282	2.841.531.388	5.138.188.878	7.367.797.719	13.499.392.239	16.608.854.766	18.299.503.909	20.249.762.271
% Büyüme		42%	81%	43%	83%	23%	10%	11%
Satışların Maliyeti	1.607.215.672	2.568.344.995	3.430.816.577	5.366.426.414	10.097.875.566	12.406.385.876	13.670.333.343	15.113.594.139
Brüt Kar	388.366.610	273.186.393	1.707.372.301	2.001.371.305	3.401.516.673	4.202.468.890	4.629.170.567	5.136.168.131
% Brüt Kar Marjı	19%	10%	33%	27%	25%	25%	25%	25%
Faaliyet Giderleri	165.762.254	167.447.218	208.712.748	307.360.611	558.130.941	825.479.095	918.695.729	1.015.401.507
% Büyüme		1%	25%	47%	82%	48%	11%	11%
% Satışlara Oranı	8%	6%	4%	4%	4%	5%	5%	5%
Faaliyet Karı	222.604.356	105.739.175	1.498.659.553	1.694.010.694	2.843.385.732	3.376.989.794	3.710.474.837	4.120.766.624
% Faaliyet Kar Marjı	11%	4%	29%	23%	21%	20%	20%	20%
Amortisman Giderleri	50.462.495	97.953.336	98.859.510	227.633.880	245.135.137	266.393.563	290.143.498	316.435.891
FAVÖK	273.066.851	203.692.511	1.597.519.063	1.921.644.574	3.088.520.869	3.643.383.357	4.000.618.336	4.437.202.515
% FAVÖK Marjı	14%	7%	31%	26%	23%	22%	22%	22%

Şirket'in 2019-2021 arası net satışları ve FAVÖK'ünün yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) TL bazda sırasıyla %60 ve %142 iken 2022-2026 yılları arası net satışları ve FAVÖK'ünün YBBO'sunun TL bazda sırasıyla %29 ve %23 olacağı tahmin edilmiştir.

### 5.3.3 İşletme Sermayesi İhtiyacı

İşletme sermayesinde gözlemlenen değişiklikler ve projeksiyon dönemine ilişkin beklentiler aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Mali Dönem	2019	2020	2021	2022/6 (Yıllıkla)	2022	2023	2024	2025	2026
Operasyon Dönemi	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	31.10.2022	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
Satış Gelirleri (.000 TL)	1.995.582	2.841.531	5.138.189	5.642.148	7.367.798	13.499.392	16.608.855	18.299.504	20.249.762
SMM (.000 TL)	1.607.216	2.568.345	3.430.817	3.357.172	5.366.426	10.097.876	12.406.386	13.670.333	15.113.594
% SMM / Satış Gelirleri	81%	90%	67%	60%	73%	75%	75%	75%	75%
Ticari Alacaklar	707.241	690.152	465.074	101.903	221.868	406.510	500.146	551.057	609.786
Alacak Devir Hızı	2,82	4,12	11,05	55,37	33,21	33,21	33,21	33,21	33,21
Alacak Gün Sayısı	129,36	88,65	33,04	6,59	10,99	10,99	10,99	10,99	10,99
Stoklar	605.895	522.155	554.991	3.406.252	1.330.760	2.504.059	3.076.520	3.389.953	3.747.851
Stok Devir Hızı	3,28	4,55	6,37	1,70	4,03	4,03	4,03	4,03	4,03
Stok Gün Sayısı	111,29	80,16	57,30	215,34	90,51	90,51	90,51	90,51	90,51
Ticari Borçlar	101.059	167.404	228.401	2.765.073	548.185	1.031.506	1.267.322	1.396.436	1.543.866
Ticari Borç Devir Hızı	17,32	19,13	17,34	2,24	9,79	9,79	9,79	9,79	9,79
Ticari Borç Gün Sayısı	21,08	19,08	21,05	162,73	37,29	37,29	37,29	37,29	37,29
Ticari İşletme Sermayesi	1.212.076	1.044.903	791.665	743.082	1.004.443	1.879.063	2.309.344	2.544.574	2.813.770
Ticari İşletme Sermayesi Değişimi	-46.357	-167.173	-253.238	-48.583	212.778	874.620	430.281	235.230	269.196
Nakit Dönüşüm Süresi	220	150	69	59	64	64	64	64	64

İşletme Sermayesi 5 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket'in özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarına göre, son 3 yıllık (2019-2020-2021) nakit dönüşüm süresi 69 ile 220 gün arasında değişiklik göstermiştir. 2022 – 2026 yılları arası nakit dönüşüm süresi yaklaşık 64 gün üzerinden hesaplanmıştır.

### 5.3.4 Yatırım Harcamaları ve Amortisman

Amortisman (TL)	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
Satılan Malın Maliyeti	38.453.452	83.985.556	86.856.421	196.908.132	212.047.091	230.436.080	250.980.278	273.723.754
Genel Yönetim Giderleri	7.345.627	8.102.296	6.463.367	17.574.629	18.925.825	20.567.096	22.400.726	24.430.648
Pazarlama Giderleri	2.617.527	2.060.007	2.844.702	3.144.170	3.385.904	3.679.534	4.007.578	4.370.739
Ar-Ge Giderleri	2.045.889	3.805.477	2.695.020	10.006.949	10.776.317	11.710.852	12.754.917	13.910.749
<b>Toplam Amortisman</b>	<b>50.462.495</b>	<b>97.953.336</b>	<b>98.859.510</b>	<b>227.633.880</b>	<b>245.135.137</b>	<b>266.393.563</b>	<b>290.143.498</b>	<b>316.435.891</b>
Amortisman / Toplam Amortisman	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
Satılan Malın Maliyeti	76,20%	85,74%	87,86%	86,50%	86,50%	86,50%	86,50%	86,50%
Genel Yönetim Giderleri	14,56%	8,27%	6,54%	7,72%	7,72%	7,72%	7,72%	7,72%
Pazarlama Giderleri	5,19%	2,10%	2,88%	1,38%	1,38%	1,38%	1,38%	1,38%
Ar-Ge Giderleri	4,05%	3,88%	2,73%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%
<b>Sermaye Harcamaları (TL)</b>	<b>57.864.432</b>	<b>40.782.216</b>	<b>59.193.453</b>	<b>51.483.977</b>	<b>175.012.574</b>	<b>212.584.260</b>	<b>237.499.354</b>	<b>262.923.921</b>
Maddi Duran Varlıklar	57.194.345	40.346.529	56.746.169	50.108.528	91.809.615	112.957.127	124.455.263	137.719.006
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	670.087	435.687	2.447.284	1.375.449	2.520.119	3.100.605	3.416.222	3.780.304
Güneş Enerji Santrali Yatırımı					80.682.840	96.526.528	109.627.869	121.424.611
Sermaye Harcamaları / Satış Gelirleri Oranı (%)	2,90%	1,44%	1,15%	0,70%	1,30%	1,28%	1,30%	1,30%
Maddi Duran Varlıklar	2,87%	1,42%	1,10%	0,68%	0,68%	0,68%	0,68%	0,68%
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0,03%	0,02%	0,05%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
Güneş Enerji Santrali Yatırımı					0,60%	0,58%	0,60%	0,60%
<b>Mevcut Varlıklar Amortismanı (TL)</b>	<b>50.462.495</b>	<b>97.953.336</b>	<b>98.859.510</b>	<b>222.485.482</b>	<b>222.485.482</b>	<b>222.485.482</b>	<b>222.485.482</b>	<b>222.485.482</b>
Maddi Duran Varlıklar	48.664.127	92.211.161	97.818.160	220.536.932	220.536.932	220.536.932	220.536.932	220.536.932
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.279.906	88.385	1.041.350	1.948.550	1.948.550	1.948.550	1.948.550	1.948.550
Canlı Varlık	518.462	5.653.789	0	0	0	0	0	0
Güneş Enerji Santrali Yatırımı	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Sermaye Harcamaları Amortismanı</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5.148.398</b>	<b>22.649.655</b>	<b>43.908.081</b>	<b>67.658.016</b>	<b>93.950.409</b>
Maddi Duran Varlıklar	0	0	0	5.010.853	14.191.814	25.487.527	37.933.053	51.704.954
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0	0	137.545	389.557	699.617	1.041.240	1.419.270
Güneş Enerji Santrali Yatırımı	0	0	0	0	8.068.284	17.720.937	28.683.724	40.826.185
<b>Toplam Amortisman (TL)</b>	<b>50.462.495</b>	<b>97.953.336</b>	<b>98.859.510</b>	<b>227.633.880</b>	<b>245.135.137</b>	<b>266.393.563</b>	<b>290.143.498</b>	<b>316.435.891</b>
Maddi Duran Varlıklar	48.664.127	92.211.161	97.818.160	225.547.785	234.728.746	246.024.459	258.469.985	272.241.886
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.279.906	88.385	1.041.350	2.086.095	2.338.107	2.648.167	2.989.790	3.367.820
Canlı Varlık	518.462	5.653.789	0	0	0	0	0	0
Güneş Enerji Santrali Yatırımı	0	0	0	0	8.068.284	17.720.937	28.683.724	40.826.185

Şirket'in mevcut maddi ve maddi olmayan varlıklarının projeksiyon döneminde tükenecek yıllık amortismanlarına yeni yatırım harcamalarının projeksiyon döneminde mevcut amortisman oranı ile tükenmeye tabi yıllık amortismanları ilave edilerek projeksiyon dönemi boyunca yıllık amortisman giderleri hesaplanmıştır. Hesaplanan yıllık amortisman giderleri önceki yıllar gider kalemleri dağılımı oranı ile tutarlı olarak projeksiyonlara yansıtılmıştır.

### 5.3.5 Net Finansal Borç veya Net Nakit

Şirket'in 31.10.2022 (2022/6 dönemi) itibarıyla net finansal borcu 1.604.471.694 TL'dir.

Borçluluk (TL)	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022/6 (31.10.2022)
Nakit ve Nakit Benzerleri	13.560.312	205.491.545	180.318.612	154.746.735
Toplam Finansal Borçlar	1.580.966.079	1.794.113.778	964.250.321	1.759.218.429
<b>Net Borç veya (Net Nakit)</b>	<b>1.567.405.767</b>	<b>1.588.622.233</b>	<b>783.931.709</b>	<b>1.604.471.694</b>

  
 Menkul Değerler A.Ş.



### 5.3.6 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Şirkete ait ilerleyen dönemler içerisinde oluşacağı tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM değerleri ve ilgili açıklamalarına aşağıdaki tabloda verilmiştir.

AOSM	2022 T	2023 T +
Risksiz Getiri Oranı	17,46%	17,46%
Beta	1	1
Piyasa Risk Primi	5,50%	5,50%
<b>Özkaynak Maliyeti</b>	<b>22,96%</b>	<b>22,96%</b>
Borç Maliyeti	17,51%	17,51%
<b>Borç Maliyeti (1 - Vergi)</b>	<b>13,48%</b>	<b>14,01%</b>
Hedef Borç Ağırlığı	23%	23%
Özkaynak Ağırlığı	77%	77%
<b>AOSM</b>	<b>20,76%</b>	<b>20,88%</b>

Kaynak: Gedik Yatırım varsayımları, Bloomberg Terminali

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında;

- 31.10.2022 (2022/6 dönemi) tarihli bilançoda yer alan Finansal Borç / (Finansal Borç + Özsermaye) oranı %23 kullanılmıştır.
- Risksiz getiri oranında, Türkiye 5 yıllık TL TRT110827T16 kodlu tahvilin ihracından değerlendirme tarihi itibarıyla 1 yıllık ortalaması olan %13,96 dikkate alınmıştır. Son dönemde tahvil oranlarının gerilemesinden kaynaklı olarak ek %3,50 risk primi hesaplamaya dahil edilerek %17,46 kullanılmıştır.
- Standart modelde kullanılan ve sistematik riski ölçtüğü varsayılan Beta, geçmiş belirli bir periyot için hisse senedi getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansının, borsa getirisinin varyansına bölünmesiyle istatistiki olarak hesaplanmaktadır. Borsa endeksini oluşturan tüm hisse senetlerinin getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansı, borsa endeksinin varyansına eşit olduğundan, borsa endeksinin betası da Varyans/Varyans=1 olarak hesaplanmaktadır. Şirket'in payları henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan ve bu sebeple istatistiki olarak Şirket'e özgü standart Beta hesabı yapılamayacağından, değerlendirme çalışmasında Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- Pay piyasası risk primi olarak %5,5 kullanılmıştır.
- Borçlanma maliyeti, Şirket'in 31.10.2022 denetim raporunda açıklanan EUR, USD ve TL krediler üzerinden %17,51 borç maliyeti hesaplanmıştır.
- Vergi oranı 2022'de %23 olup, söz konusu kurumlar vergisi oranı İNA analizinde dikkate alınmış ancak uzun vadeli projeksiyon dönemini kapsayan AOSM hesaplamasında kurumlar vergisi oranı %20 olarak korunmuştur.
- AOSM hesaplamasında kullanılan ve yukarıda açıklanan oranların değişmeyeceği varsayılmıştır.

Böylelikle, Şirket'in ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti 2022 yılı için %20,76 ve sonrası için %20,88 olarak hesaplanmıştır.

### 5.3.7 İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir.

Şirket'e ait toplam serbest nakit akımları aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere uç değer büyüme oranı ise enflasyon oranlarındaki düşüş beklentisi de dikkate alınarak 2026 sonrasındaki dönem için %5 kullanılarak hesaplanmıştır. 2022 yılı için değerlendirilmenin yapıldığı tarihten itibaren yılsonuna kadar olan serbest nakit akış dikkate alınmış olup, AOSM de 2022 yılı için aynı kist esasıyla dikkate alınmıştır. Şirket'e ait toplam serbest nakit akışlar ve uç değer, projeksiyon dönemi için ortalama %20,86 AOSM ile değerlendirilme tarihine indirgenmiş ve net finansal borç düşülerek özsermaye değeri 12.155.485.944 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer ise 20,26 TL'ye tekabül etmektedir.

**Gedik Yatırım**  
Menkul Değerler A.Ş.



Mali Dönem (Bin TL)	2019 YE	2020 YE	2021 YE	2022 YE	2023 YE	2024 YE	2025 YE	2026 YE
Operasyon Dönemi	2019 - 2020 Nisan	2020 - 2021 Nisan	2021 - 2022 Nisan	2022 - 2023 Nisan	2023 - 2024 Nisan	2024 - 2025 Nisan	2025 - 2026 Nisan	2026 - 2027 Nisan
Satış Gelirleri	1.995.582	2.841.531	5.138.189	7.367.798	13.499.392	16.608.855	18.299.504	20.249.762
Brüt Kar Marjı (%)	19%	10%	33%	27,2%	25,2%	25,3%	25,3%	25,4%
Brüt Kar	388.367	273.186	1.707.372	2.001.371	3.401.517	4.202.469	4.629.171	5.136.168
Faaliyet Kar Marjı (%)	11%	4%	29%	23,0%	21,1%	20,3%	20,3%	20,3%
Faaliyet Karı	222.604	105.739	1.498.660	1.694.011	2.843.386	3.376.990	3.710.475	4.120.767
Amortisman	50.462	97.953	98.860	227.634	245.135	266.394	290.143	316.436
FAVOK	273.067	203.693	1.597.519	1.921.645	3.088.521	3.643.383	4.000.618	4.437.203
FAVÖK Marjı (%)	13,7%	7,2%	31,1%	26,1%	22,9%	21,9%	21,9%	21,9%
-Vergi	48.973	24.320	374.665	389.622	568.677	675.398	742.095	824.153
+/- İşletme Sermayesi Değişimi	-46.357	-167.173	-253.238	212.778	874.620	430.281	235.230	269.196
- Sermaye Harcamaları	57.864	40.782	59.193	51.484	175.013	212.584	237.499	262.924
Firma Serbest Nakit Akışları	212.587	305.763	1.416.899	1.267.760	1.470.211	2.325.120	2.785.794	3.080.929
AOSM				20,76%	20,88%	20,88%	20,88%	20,88%
Baz Yıl				1,0	2,0	3,0	4,0	5,0
İskonto Faktörü				0,83	0,68	0,57	0,47	0,39
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	212.587	305.763	1.416.899	1.049.798	1.006.100	1.316.247	1.304.583	1.193.534
Σ İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	5.870.262							
Uç Değer	7.889.696							
Firma Değeri (bin TL)	13.759.958							
+ Nakit	154.747							
- Borç	1.759.218							
Özkaynak Değeri (bin TL)	12.155.486							
Pay Adedi	600.000							
Pay Başına Değer (TL)	20,26							

#### 5.4 Sonuç

Şirket'in değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 12.204.187.538 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 600.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri **20,34 TL** olarak hesaplanmıştır. %20 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 9.763.350.031 TL, pay başına değer ise virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanarak **16,27 TL** olarak hesaplanmıştır. Sermaye artırımını halka arz edilecek nominal payların toplamı 106.000.000 TL'dir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 1.724.620.000 TL olup, halka açıklık oranı %15,01 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesi 706.000.000 TL, özsermaye değeri ise 11.486.620.000 TL'ye tekabül etmektedir.

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	50%	12.155.485.944
Piyasa Yaklaşımı - Yurt içi Benzer Şirket Çarpanları	25%	12.112.468.869
Piyasa Yaklaşımı - Yurt dışı Benzer Şirket Çarpanları	25%	12.393.309.396
<b>Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri</b>	<b>100%</b>	<b>12.204.187.538</b>
Pay Adedi		600.000.000
<b>Ağırlıklandırılmış Pay Değeri</b>		<b>20,34</b>

  
Menkul Değerler A.Ş.

Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL)	31.10.2022 - Son 12 Ay
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	12.204.187.538
Halka Arz İskontosu	20%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri	9.763.350.031
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	600.000.000
<b>Halka Arz Pay Başına Değer</b>	<b>16,27</b>
Sermaye Artırım Oranı	17,70%
Sermaye Artırımı (Pay Adedi)	106.000.000
Sermaye Artırımı (TL Tutar)	1.724.620.000
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	106.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	1.724.620.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	11.486.620.000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	706.000.000
Halka Açıklık Oranı	15,01%

\* Halka Arz Pay Başına Değer virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanmıştır.

  
Gedik Yatırım  
Menkul Değerler A.Ş.

Ek-1: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

**SERMAYE PİYASASI KURULU**

**BAŞKANLIĞI'NA**

**Eskişehir Yolu 8. Km No:156**

**06530 Ankara**

**25.04.2023**

**Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı**

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahnamenin bir parçası olan 20.04.2023 tarih 2023/02 sayılı Kayseri Şeker Fabrikası Anonim Şirketi için hazırlanan Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Ersan AKPINAR

Genel Müdür



Gökhan TOSUN

Yönetim Kurulu Üyesi

**Ek-2: Fiyat Tespit Raporu Hazırlanabileceğine İlişkin Beyan**

**SERMAYE PİYASASI KURULU**

**BAŞKANLIĞI'NA**

**Eskişehir Yolu 8. Km No:156**

**06530 Ankara**

**25.04.2023**

**Fiyat Tespit Raporu Hazırlanabileceğine İlişkin Beyan**

VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin üçüncü fıkrası ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.11.2021 tarih ve 59/1669 sayılı kararı kapsamında, son on iki ay içerisinde konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmadığımız ve halka açılan ortaklıkların Kurulunuzun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili tarafımız konumunda olmadığı asgari iki halka arza ilişkin fiyat tespit raporlarının değerlendirdiği analist raporlarını hazırlamış olduğumuzu ve bu raporların anılan maddenin ikinci fıkrasında yer alan esaslar çerçevesinde ilan ettiğimizi beyan ederiz.

Aracı Kurumumuzca hazırlanan ve kamuya ilan edilen son iki analist raporuna ilişkin bilgiler aşağıda yer almaktadır;

<b>Halka Açılan Ortaklığın Ticaret Unvanı</b>	<b>Aracı Kurumumuzca Hazırlanan Analist Raporunun KAP'ta Yayınlanma Tarihi</b>
CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş.	24.04.2023 / 18:04
Grainturk Tarım A.Ş.	17.04.2023 / 17:15

Saygılarımızla,

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Ersan AKPINAR  
Genel Müdür

**Gedik Yatırım**  
Menkul Değerler A.Ş.

Gökhan TOSUN  
Yönetim Kurulu Üyesi