

**Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş.  
("Kayseri Şeker" veya "Şirket")**

**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş**

## İçindekiler

Yasal Sorumluluk Sınırı .....	2
Halka Arza İlişkin Bilgiler.....	2
Şirket Hakkında Özet Bilgi .....	4
Finansal Tablolar.....	5
Kullanılan Değerleme Yöntemleri.....	8
Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüşler.....	13

### Yasal Sorumluluk Sınırı

Fiyat Tespit Değerlendirme Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29 maddesine istinaden ICBC Turkey Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("ICBC Yatırım") tarafından Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Gedik Yatırım") aracılığıını üstlendiği Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş. ("Kayseri Şeker") paylarının halka arzı kapsamında Gedik Yatırım'ın hazırladığı 06.05.2023 tarihli fiyat tespit raporunu ("Fiyat Tespit Raporu") değerlendirmek amacıyla yazılmış olup, herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Raporda yer verilen tüm bilgi ve rakamlar, 06.05.2023 tarihinde KAP'ta açıklanan Kayseri Şeker Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin ve eklerinin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlardan dolayı ICBC Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

### Halka Arza İlişkin Bilgiler

İhraççı	Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş. ("Kayseri Şeker")
Talep Toplama Tarihleri	10-11-12 Mayıs 2023
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	600.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	706.000.000 TL
Halka Arz Oranı (Ek Satış Dahil)	%15,01
Halka Arz Yapısı (Nominal)	Sermaye Artırımı: 106.000.000
Halka Arz Büyüklüğü (Nominal)	106.000.000 TL
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluşlar	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Fiyatı	16,27 TL
Halka Arz Büyüklüğü	1.724.620.000 TL
Fon Kullanım Yeri	<ul style="list-style-type: none"><li>- Ar-Ge Faaliyetleri: %10-%15</li><li>- İşletme Sermayesi: %55-%60</li><li>- Kayseri Şeker Güneş Enerji Santrali Yatırımı: %15-%20</li><li>- Entegrasyon ve Modernizasyon Yatırımları: %20-%25</li></ul>
Borsa Kodu	KAYSE
Tahsisat Grupları	<ul style="list-style-type: none"><li>- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (%65)</li><li>- Çalışanlardan ve Çiftçilerden Oluşan Yatırımcılar (%5)</li><li>- Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (%25)</li><li>- Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar (%5)</li></ul>

Kaynak: Kayseri Şeker Fiyat Tespit Raporu ve Halka Arz İzahnamesi

**Halka Arzdan Elde Edilecek Fonun Kullanım Yeri**

Şirket'in sermaye artırımını ile gerçekleşecek halka arzdan 1.724.620.000 TL brüt, 1.688.065.565 TL net gelir elde etmesi beklenmektedir. Kayseri Şeker'in halka arzdan sağlanması beklenen gelirleri aşağıdaki amaçlar için kullanması planlanmaktadır.

**1. AR-GE Faaliyetleri:** Halka arz gelirlerinin %10'u ile %15'i bandı arasında AR-GE faaliyetlerinde kullanılması planlanmaktadır;

- Şeker Pancarı Tohumu Islahı Projesi
- İthal İkamesi Gıda Katkı Maddeleri Üretimi
- Pektin Üretimi
- Hindiba Bitkisinden İnülin Üretimi
- Biyogaz Üretim Tesisi -Kimyasal Olmayan Tarımsal İlaç
- Organomineral Gübre

**2. İşletme Sermayesi:** Halka arz gelirlerinin %55'i ile %60' ı bandı arasında işletme sermayesi olarak kullanılması planlanmaktadır;

**3. Kayseri Şeker Güneş Enerji Santrali Yatırımı:** Halka arz gelirlerinin %15'i ile %20'si bandı arasında güneş enerji santrali yapımında harcanmasında kullanılması planlanmaktadır;

**4. Entegrasyon ve Modernizasyon Yatırımları:** Halka arz gelirlerinin %20'si ile %25'i bandı arasında modernizasyon harcamalarında kullanılması planlanmaktadır;

**Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı**

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
S.S. Kayseri Pancar Ekicileri Kooperatifi	351,622,539	58.6%	351,622,539	49.8%
Türkiye Varlık Fonu	66,438,243	11.1%	66,438,243	9.4%
Diğer Pancar Ekicileri Kooperatifi	181,939,218	30.3%	181,939,218	25.8%
Halka Açılan Kısım	-		106,000,000	15.0%
<b>Toplam</b>	<b>600,000,000</b>	<b>100</b>	<b>706,000,000</b>	<b>100</b>

Kaynak: Kayseri Şeker Fiyat Tespit Raporu

## Şirket Hakkında Özet Bilgi

Kayseri Şeker Fabrikası Bakanlar Kurulunun 26/11/1954 tarih ve 4/4019 sayılı kararı ile TTK hükümlerine göre Kayseri Şeker Fabrikası Anonim Şirketi adı altında tamamen özel bir şirket olarak kurulmuş ve faaliyete başlamıştır. 2 Ekim 1955 tarihinde de deneme kampanyasına başlanmış olup, 6 Kasım 1955 tarihinde işletmeye açılmıştır.

Şirketin ana faaliyeti; kristal, toz ve küp şeker üretimi ve ticareti, şeker sanayinin yan ürünü olan yaş küspe, kuru küspe, melas, melaslı kuru küspe, kireç taşı, elektrik üretimi ile tohum ve gübre ticareti yapmaktadır.

Şirket tarafından üretimi gerçekleştirilen ürünler aşağıdaki gibidir:

**Kristal şeker:** Bir glukoz molekülü ile bir früktoz molekülünden oluşan bir disakarittir ve doğada başlıca şeker kamışı ve şeker pancarından elde edilir. Meyve sebzelerin çoğunda da serbest olarak bulunur. Sakarozun en yaygın kullanılan şekli sofr şeker olarak da bilinen kristal halidir.

**Küp şeker:** Toz şekerini oluşturan şeker kristallerinin sıkıştırılarak bir araya getirilmesiyle yapılır. Küp şeker üretilen fabrikalarda bu işi yapmak için özel makineler bulunur. Bu makinelerde ilk olarak toz şekerin üzerine bir miktar su püsküllülür. Bunun sonucunda şeker taneciklerinin bir bölümü çözünür ve yapışkan hale gelir. Kısmen çözünmüş olan şeker tanecikleri küp şeklindeki kalıplara dökülüp sıkıştırılır. Böylece şeker taneciklerinin birbirine tutunması sağlanır. Daha sonra kalıplardaki küp şekerler fırından geçirilerek kurutulur. İçlerindeki su buharlaştıktan sonra da küp şekerler paketlenir.

**Melas:** Şeker fabrikalarında şekerin daha fazla kristallendirilerek ayrılamayan son atığıdır. Kahverengimsi kıvamlı bir sıvıdır. Bünyesinde şeker, bazı mineral maddeler ve suda eriyen farklı bileşikler bulundurulur. Maya, alkol, gübre, yem, yapıştırıcı ve benzeri sektörlerde kullanılır.

**Pancar küspesi:** Şeker pancarındaki şekerin su ile ekstraksiyonu sonrasında kalan posadır. Hayvan yemi olarak yaygın şekilde kullanılır.

Kayseri Şeker, şeker üretim faaliyetlerini; Kayseri, Boğazlıyan ve Turhal şeker fabrikalarında gerçekleştirilmektedir.

**Kayseri Şeker Fabrikası:** Kayseri Şeker Fabrikası'nda 05.10.2022 tarihinde başlayan üretim faaliyetleri 31.12.2022 tarihinde tamamlanmıştır. 88 gün süren kampanya süresinde 1.181.000 ton pancar Kayseri Şeker Fabrikası'nda işlenerek 174.825 ton şeker ve 40.706 ton melas üretilmiştir.

**Boğazlıyan Şeker ve Mamulleri Entegre Tesisi:** 29.09.2022 tarihinde başlayan üretim faaliyetleri 78 gün sürmüş olup 16.12.2022 tarihinde sona ermiştir. Kampanya süresince Boğazlıyan Şeker ve Mamulleri Entegre Tesisinde 1.068.000 ton pancar işlenmiş olup 157.150 ton şeker ve 31.836 ton melas üretilmiştir.

**Turhal Şeker ve Mamulleri Entegre Tesisi:** Turhal Şeker ve Mamulleri Entegre Tesisinin kampanyası 09.10.2022 tarihinde başlamış, 07.01.2023 tarihinde sona ermiştir. 90 gün süren kampanya boyunca 687.000 ton pancar işlenmiş olup 99.532 ton şeker ve 25.347 ton melas üretilmiştir.

## Net Satışlar

Şirket'in ana kategoriler bazında satış gelirlerini aşağıda yer alan tabloda sınıflandırılmıştır:

Ürünler (TL)	31.10.2022	Satış İçindeki Payı	30.04.2022	Satış İçindeki Payı	30.04.2021	Satış İçindeki Payı	30.04.2020	Satış İçindeki Payı
Kristal Şeker	817,841,221	62.9%	3,848,675,993	74.9%	2,049,021,081	72.1%	1,430,685,617	71.7%
Melas Satışları	115,315,862	8.9%	262,887,039	5.1%	160,443,764	5.6%	129,919,974	6.5%
Küspe Satışları	29,997,545	2.3%	127,822,541	2.5%	129,891,279	4.6%	68,415,832	3.4%
Gübre ve Tohum Satışları	123,952,754	9.5%	482,082,190	9.4%	270,118,268	9.5%	187,086,951	9.4%
Bağlı Ortaklık ve Diğer Satışları	212,991,618	16.4%	418,910,467	8.2%	252,761,341	8.9%	179,545,701	9.0%
İade ve İskontolar (-)	- 141,369		- 2,189,352		- 20,704,345		- 71,793	
<b>Toplam Net Satışlar</b>	<b>1,299,957,631</b>	<b>100.0%</b>	<b>5,138,188,878</b>	<b>100%</b>	<b>2,841,531,388</b>	<b>100%</b>	<b>1,995,582,282</b>	<b>100%</b>

Kaynak: Kayseri Şeker Fiyat Tespit Raporu

## Finansal Tablolar

### Bilanço

BİLANÇO (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Finansal Tablolar		Özel Sınırlı Denetimden Geçmiş Konsolide Finansal Tablolar	
	30.04.2020	30.04.2021	30.04.2022	31.10.2022
<b>VARLIKLAR</b>				
<b>Dönen Varlıklar</b>				
Nakit ve Nakit Benzerleri	13,560,312	205,491,545	180,318,612	154,746,735
Ticari Alacaklar	707,240,806	690,152,200	465,074,376	101,902,874
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	6,410,107	1,501,341	254,239	0
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	700,830,699	688,650,859	464,820,137	101,902,874
Diğer Alacaklar	52,688,499	4,208,196	89,720,134	122,513,191
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	0	0	87,911,675	117,096,856
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	52,688,499	4,208,196	1,808,459	5,416,335
Canlı Varlıklar	17,638,136	16,341,832	21,552,443	16,708,421
Stoklar	605,894,576	522,155,117	554,991,029	3,406,252,237
Peşin Ödenmiş Giderler	157,239,933	220,728,374	617,761,988	1,447,677,854
Cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar	2,924,307	41,623	2,292	19,985,905
Diğer Dönen Varlıklar	13,110,192	7,621,451	29,996,109	209,594,422
<b>TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>1,570,296,761</b>	<b>1,666,740,338</b>	<b>1,959,416,983</b>	<b>5,479,381,639</b>

<b>Duran Varlıklar</b>				
Ticari Alacaklar	53,352	1,241,280	60,984	71,984
- İlişkili Olmayan Taraplardan Ticari Alacaklar	53,352	1,241,280	60,984	71,984
Diğer Alacaklar	195,199	302,278	302,241	303,016
- İlişkili Olmayan Taraplardan Ticari Alacaklar	195,199	302,278	302,241	303,016
Finansal Yatırımlar	7,624,073	7,624,074	7,624,074	7,624,074
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	0	267,605	475,114	601,664
Canlı Varlıklar	28,635,293	38,196,620	63,378,259	61,756,147
Maddi Duran Varlıklar	1,489,781,639	1,436,311,613	3,842,325,459	3,876,816,814
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	343,104,822	343,466,706	344,872,641	344,948,401
-Şerefiye	18,369,123	18,369,123	18,369,123	18,369,123
-Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	324,735,699	325,097,583	326,503,518	326,579,278
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	897,643,000	957,953,565	1,510,130,000	1,510,130,000
Peşin Ödenmiş Giderler	1,099,523	1,904,534	6,386,796	12,535,786
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2,548,664	2,527,128	827,883	1,291,786
<b>TOPLAM DURAN VARLIKLAR</b>	<b>2,770,685,565</b>	<b>2,789,795,403</b>	<b>5,776,383,451</b>	<b>5,816,079,672</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>4,340,982,326</b>	<b>4,456,535,741</b>	<b>7,735,800,434</b>	<b>11,295,461,311</b>
<b>KAYNAKLAR</b>	<b>30.04.2020</b>	<b>30.04.2021</b>	<b>30.04.2022</b>	<b>31.10.2022</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	687,413,361	558,897,502	496,424,899	1,422,360,934
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	216,099,460	530,676,545	369,657,557	234,333,139
Ticari Borçlar	101,059,135	167,404,198	228,400,626	2,765,073,221
-İlişkili Taraplara Ticari Borçlar	680,192	1,189,730	3,252,090	0
- İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar	100,378,943	166,214,468	225,148,536	2,765,073,221
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	12,753,372	13,503,020	16,227,300	51,855,960
Diğer Borçlar	198,683,653	131,081,973	154,156,140	25,680,449
- İlişkili Taraplara Diğer Borçlar	0	0	0	2,887,184
- İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar	198,683,653	131,081,973	154,156,140	22,793,265
Ertelenmiş Gelirler	47,604,668	88,834,140	93,816,371	169,780,283
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	4,475,420	11,332,796	109,523,176	36,639,934
Kısa Vadeli Karşılıklar	19,658,587	19,430,319	22,635,200	28,186,747
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	2,012,603	1,291,614	3,445,562	6,553,470
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	17,645,984	18,138,705	19,189,638	21,633,277

Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	42,177,602	44,373,919	41,667,229	12,031,094
<b>TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>1,329,925,258</b>	<b>1,565,534,412</b>	<b>1,532,508,498</b>	<b>4,745,941,761</b>
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	677,453,258	704,539,731	98,167,865	102,524,356
Diğer Borçlar	201,258,304	98,956,697	5,235,120	3,868,518
<i>-İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar</i>	<i>201,258,304</i>	<i>98,956,697</i>	<i>5,235,120</i>	<i>3,868,518</i>
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	176,583,467	147,106,671	451,708,273	454,848,678
Uzun Vadeli Karşılıklar	55,877,734	72,499,257	124,009,395	162,278,988
<i>- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	<i>55,877,734</i>	<i>72,499,257</i>	<i>124,009,395</i>	<i>162,278,988</i>
Ertelenmiş Gelirler	0	0	2,518,262	5,963,807
<b>TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>1,111,172,763</b>	<b>1,023,102,356</b>	<b>681,638,915</b>	<b>729,484,347</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>				
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1,894,874,434	1,862,621,280	5,521,652,783	5,820,034,405
Ödenmiş Sermaye	600,000,000	600,000,000	600,000,000	600,000,000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	1,098,626,318	1,092,859,960	3,396,576,583	3,379,043,235
<i>- Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları / Kayıpları</i>	<i>-68,060</i>	<i>-5,834,418</i>	<i>-38,871,551</i>	<i>-56,404,899</i>
<i>- Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları</i>	<i>1,098,694,378</i>	<i>1,098,694,378</i>	<i>3,435,448,134</i>	<i>3,435,448,134</i>
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	57,687,822	57,985,605	59,494,273	74,981,018
Geçmiş Yıllar Karlar/Zararları	41,653,137	138,262,511	111,915,121	1,450,095,182
Net Dönem Karı/Zararı	96,907,157	-26,486,796	1,353,666,806	315,914,970
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	5,009,870	5,277,693	238	798
<b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>1,899,884,304</b>	<b>1,867,898,973</b>	<b>5,521,653,021</b>	<b>5,820,035,203</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>4,340,982,325</b>	<b>4,456,535,741</b>	<b>7,735,800,434</b>	<b>11,295,461,311</b>



Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Finansal Tablolar			Özel Sınırlı Denetimden Geçmiş Konsolide Finansal Tablolar	
	30.04.2020	30.04.2021	30.04.2022	31.10.2021	31.10.2022
Hasılat	1,995,582,282	2,841,531,388	5,138,188,878	795,998,567	1,299,957,631
Satışların Maliyeti (-)	-	-	-	-726,892,345	-653,247,418
<b>Brüt Esas Faaliyet Karı</b>	<b>388,366,610</b>	<b>273,186,393</b>	<b>1,707,372,301</b>	<b>69,106,222</b>	<b>646,710,213</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	-64,412,827	-71,086,291	-92,754,951	-42,748,371	-90,997,797
Pazarlama Giderleri (-)	-88,518,906	-85,385,558	-100,068,581	-24,593,213	-34,833,363
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-12,830,521	-10,975,369	-15,889,216	-6,546,067	-13,188,592
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	63,825,213	65,283,376	70,977,273	17,277,540	24,323,866
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-25,417,596	-36,210,700	-65,996,538	-19,285,052	-12,950,382
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>261,011,973</b>	<b>134,811,851</b>	<b>1,503,640,288</b>	<b>-6,788,941</b>	<b>519,063,945</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	335,057,032	64,214,244	552,539,262	0	1,297,018
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-162,833,853	-41,107	-105,932	-65,891	0
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karlarından Paylar	0	117,605	207,509	-198,736	126,550
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>433,235,152</b>	<b>199,102,593</b>	<b>2,056,281,127</b>	<b>-7,053,568</b>	<b>520,487,513</b>
Finansman Gelirleri	1,971,368	20,926,483	24,393,656	17,113,549	18,116,055
Finansman Giderleri (-)	-344,038,204	-260,453,470	-382,606,756	-183,400,562	-172,388,307
<b>Vergi Öncesi Karı</b>	<b>91,168,316</b>	<b>-40,424,394</b>	<b>1,698,068,027</b>	<b>-173,340,581</b>	<b>366,215,261</b>
<b>Vergi Gideri</b>	<b>6,259,403</b>	<b>14,205,422</b>	<b>-344,401,287</b>	<b>44,823,569</b>	<b>-50,299,731</b>
Dönem Vergi Gelir / Gideri	-4,475,420	-13,816,144	-140,745,488	943,159	-43,239,885
Ertelenmiş Vergi Gelir / Gideri	11,004,823	28,021,566	-203,655,799	43,880,410	-7,059,846
<b>Dönem Karı</b>	<b>97,427,719</b>	<b>-26,218,972</b>	<b>1,353,666,740</b>	<b>-128,517,012</b>	<b>315,915,530</b>

Kaynak: Kayseri Şeker Fiyat Tespit Raporu ve Halka Arz İzahnamesi

### Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Gedik Yatırım tarafından Kayseri Şeker paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla hazırlanan raporda değerlendirme yöntemleri olarak "İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA")" ve "Piyasa Çarpanları" yöntemleri kullanılmıştır.

### İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") Yöntemi:

#### Net Borç

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</b>	<b>1,567,405,767</b>	<b>1,588,622,233</b>	<b>783,931,709</b>	<b>1,604,471,694</b>

Kaynak: Kayseri Şeker Fiyat Tespit Raporu

### Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

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

AOSM	2022 T	2023 T+
Risksiz Getiri Oranı	17.46%	17.46%
Beta	1.00%	1.00%
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%
Borç Maliyeti (1-Vergi)	13.48%	14,01%
Hedef Borç Ağırlığı	23.00%	23.00%
Özkaynak Ağırlığı	77.00%	77.00%
<b>AOSM</b>	<b>20.76%</b>	<b>20.88%</b>

Kaynak: Kayseri Şeker Fiyat Tespit Raporu

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 TRT 110827T16 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 endeksinin oluşturduğu tüm hisse senetlerinin getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansı, borsa endeksinin varyansına eşit olduğundan, borsa endeksinin betası da 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.

İndirgenmiş Nakit Akım çalışmasına göre hesaplanan özkaynak değeri ve birim pay değeri şu şekildedir:

<b>İNA Değerleme Sonuçları</b>	
Toplam İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	5,870,262
Uç Değer	7,889,696
<b>Firma Değeri (Bin TL)</b>	<b>13,759,958</b>
+ Nakit	154,747
-Borç	1,759,218
<b>Özkaynak Değeri (Bin TL)</b>	<b>12,155,486</b>
Pay Adedi	600,000
Pay Başına Değer	20.26

Kaynak: Kayseri Şeker Fiyat Tespit Raporu

### **Piyasa Çarpanları Yöntemi:**

Fiyat Tespit Raporu'nda Kayseri Şeker'in piyasa çarpanları analizinde yurt içi ve yurt dışı şirketleri ayrı ayrı ele alınmıştır. Her iki şirket grubunda da aşağıdaki çarpanlar kullanılmıştır:

- Piyasa Değeri / Defter Değeri
- Fiyat / Kazanç
- Firma Değeri / FAVÖK
- Firma Değeri / Satışlar

### **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 giderler", "pazarlama, satış ve dağılım giderleri", "araştırma ve geliştirme giderleri" kalemlerinden oluşmakla 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.

**Piyasa çarpanları yönteminde baz alınan benzer şirket grupları aşağıda paylaşılmıştır;**

- Yurt İçi Benzer Şirketler (%50)
- Yurt Dışı Benzer Şirketler (%50)

Yurt içi benzer şirketler olarak BIST Gıda, İçecek endeksinde faaliyet gösteren şirketlerin 2022 yıl sonu verileri üzerinden hesaplanan güncel çarpanları dikkate alınmıştır. Yurt dışı benzer şirketler kümesi Bloomberg verilerine göre hazırlanmıştır.

Benzer Şirket Çarpanları Yurt İçi	Baz	Seçilmiş Finansallar Milyon TL (2022/6)	Özkaynak Değeri Milyon TL	Ağırlık	Ağırlıklı Özkaynak Değeri Milyon TL
F / K	8.40	1,798.10	15,084.90	0.25	3,771.23
FD / FAVÖK*	8.10	2,168.30	15,984.50	0.25	3,996.13
PD / DD	2.00	5,820.00	11,479.00	0.25	2,869.75
FD / Satışlar*	1.30	5,642.10	5,901.40	0.25	1,475.35
<b>Ağırlıklı Özkaynak Değeri</b>					<b>12,112.50</b>

Kaynak: Kayseri Şeker Fiyat Tespit Raporu

- Ulaşılan değer Firma Değeri olup + Nakit – Finansal Borç üzerinden Özkaynak Değeri hesaplanmıştır.

Benzer Şirket Çarpanları Yurt Dışı	Baz	Seçilmiş Finansallar Milyon TL (2022/6)	Özkaynak Değeri Milyon TL	Ağırlık	Ağırlıklı Özkaynak Değeri Milyon TL
F / K	10.20	1,798.10	18,397.90	0.25	4,599.48
FD / FAVÖK*	8.10	2,168.30	16,005.10	0.25	4,001.28
PD / DD	1.70	5,820.00	9,620.80	0.25	2,405.20
FD / Satışlar*	1.30	5,642.10	5,549.40	0.25	1,387.35
<b>Ağırlıklı Özkaynak Değeri</b>					<b>12,393.30</b>

Kaynak: Kayseri Şeker Fiyat Tespit Raporu

- Ulaşılan değer Firma Değeri olup + Nakit – Finansal Borç üzerinden Özkaynak Değeri hesaplanmıştır.

### Çarpan Analizi'ne Göre Değerleme Sonuçları;

Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
<b>Yurt İçi Benzer Şirket Medyanı</b>	50%	
Özsermaye Değeri		12,112,468,869
Pay Başına Değer		20.19
<b>Yurt Dışı Benzer Şirket Medyanı</b>	50%	
Özsermaye Değeri		12,393,309,396.00
Pay Başına Değer		20.66
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>		<b>12,252,889,132.00</b>
<b>Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer</b>		<b>20.42</b>

Kaynak: Kayseri Şeker Fiyat Tespit Raporu

### Değerleme Sonucu

Değerleme çalışması kapsamında İNA yöntemine %50 ve çarpan analizine %50 ağırlık verilmiştir.

Bu kapsamda kullanılan ağırlıklandırmanın özeti ve söz konusu ağırlıklandırma sonucunda hesaplanan özkaynak değeri aşağıdaki tabloda sunulmaktadır:

Değerleme Sonucu (TL)	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Sonuç
İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA)	12.155.485.944	50%	6.077.742.972
Piyasa Yaklaşımı - Yurt İçi Benzer Şirket Carnanları	12.112.468.869	25%	3.028.117.217
Piyasa Yaklaşımı - Yurt Dışı Benzer Şirket Carnanları	12.393.309.396	25%	3.098.327.349
<b>Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri</b>		<b>100%</b>	<b>12.204.187.538</b>
Pay Adedi			600.000.000
<b>Ağırlıklandırılmış Pay Adedi</b>			<b>20,34</b>

Kaynak: Kayseri Şeker Fiyat Tespit Raporu

Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL)	31.10.2022-Son 12 Ay
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	12,204,187,538
Halka Arz İskontosu	20%
<b>Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri</b>	<b>9,763,350,031</b>
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
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	<b>1,724,620,000</b>
<b>Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri</b>	<b>11,486,620,000</b>
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	706,000,000
<b>Halka Açıklık Oranı</b>	<b>15.01%</b>

Kaynak: Kayseri Şeker Fiyat Tespit Raporu

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 artırımı 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.

### Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüşler

- Halka arza ilişkin Fiyat Tespit Raporu'nda sunulan şirket ve sektörel bilgileri anlaşılır ve yeterli bulmaktayız.
- Fiyat Tespit Raporu'nda iki farklı değerlendirme yönteminin kullanılmasını olumlu bulmaktayız.
- Değerleme çalışmasında, Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yer alan maliyet yaklaşımının kullanılmamasını, doğru hesaplama zorluğu ve şirket değerini kusursuz bir biçimde yansıtamayacağı sebebiyle makul bulmaktayız.
- İndirgenmiş Nakit Akım yönteminin geleceğe yönelik tahminleri içermesi ve bu tahminlerin yorumlanması aşamasında Şirket yetkilileri ile bir araya gelinmesi gerektiğini düşündüğümüzden bu bölümde elde edilen sonuçların gerçekleştirilirliliği tarafımızca ayrıca test edilmemiştir.
- Genel itibarıyla İNA analizinde yer alan bilgilerin yeterince detaylı ve anlaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamalarına dahil edilen %5,5'lik piyasa risk priminin makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Özsermaye değeri hesaplamasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Çarpan Analizi" yöntemlerine eşit ağırlık verilmesini uygun karşılamaktayız.
- Fiyat tespit raporunda piyasa çarpan analizinde kullanılan çarpan seçimlerini (aykırı değer uygulamaları, medyan seçimi vb.) olumlu bulmaktayız.
- Sonuç olarak, İNA ve Piyasa Çarpanları yöntemlerine göre hesaplanan Kayseri Şeker özsermaye değerine iskonto uygulanarak elde edilen 16,27 TL halka arz fiyatını makul karşılamaktayız.