



Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.
Pay Halka Arzına İlişkin Fiyat Tespit Raporu

Haziran 2021

TACİRLER
YATIRIM


TACİRLER
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Nispetiye Cad. Akmerkez-Blok 2/9 Etiler
Beşiktaş - İstanbul www.tacirler.com.tr
Tic Sic No: 270944 / Mers: 081300620000007
Büyükdere Şişli Numaralı V.D. 815 022 51 42

İçindekiler

1. Rapor Özeti	4
2. Şirket Hakkında Bilgi	5
3. Sektör Hakkında Bilgi	23
4. Büyüme Desteklemesi Beklenen Unsurlar	28
5. Değerleme Yöntemleri	31
6. Nihai Değerleme	44

KISALTMALAR	TANIMLAR
A.Ş.	Anonim Şirket
AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
Avro veya EURO	Avrupa Birliği'ne üye devletlerin resmi para birimi
BİST, Borsa İstanbul	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
ÇED	Çevresel Etki Değerlendirmesi
FAVÖK	Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar
GSMH	Gayri safi milli hasıla
GSYİH	Gayri safi yurt içi hâsıla
IMF	Uluslararası Para Fonu
Kütahya Şeker	Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.
SPK, Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
Şirket, Halka Arz Eden, İhraççı Halka Arz Eden	Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.
Tacirler Yatırım	Tacirler Yatırım Menkul Değerler Anonim Şirketi
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
T.C., Türkiye	Türkiye Cumhuriyeti
TL	T.C. resmi para birimi
TMS / TFRS	Türkiye Muhasebe Standartları, Türkiye Finansal Raporlama Standartları ile bunlara ilişkin ek ve yorumlar
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi
Vb.	Ve benzeri

1. Rapor Özeti

1.1. Raporun Amacı

Bu rapor, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Tacirler Yatırım") ile Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş. ("Kütahya Şeker" veya "Şirket") arasında 14 Nisan 2021 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık yetki sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

1.2. Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- 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.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir.
- Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- 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.

1.3. Sınırlayıcı Şartlar

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına Eren Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından 2018 2019 ve 2020 yılları için hazırlanan bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ve Tacirler Yatırım'ın analizlerine dayanmaktadır.

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

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Tacirler Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuk olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

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

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

1.4. Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık 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 uydüğümüzü, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda 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.

2. Şirket Hakkında Bilgi

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

Şirketin esas sermayesi 46.000.000 TL'dir. Şirket'in sermayesi, A, B, C ve D Grubu paylar olmak üzere dört pay grubuna bölünmüştür. Aşağıdaki tabloda Şirket'in mevcut ortaklık yapısı verilmektedir.

Unvanı / Adı Soyadı	Grubu	Nominal Sermaye (TL)	(%)
Aziz Torun	A	690.000	1,5
Mehmet Torun	A	690.000	1,5
Nahit Kiler	B	690.000	1,5
Ümit Kiler	B	690.000	1,5
Torunlar Gıda	C	2.881.232	6,26
Kiler Holding	C	2.881.232	6,26
Pancar Kooperatifi	C	1.243.539	2,7
Torunlar Gıda	D	14.901.299	32,39
Kiler Holding	D	14.901.299	32,39
Pancar Kooperatifi	D	6.431.399	13,98
Toplam		46.000.000	100

Şeker sektöründe üretim, fabrikalara tahsis edilen kotalar dahilinde yapılmaktadır. 2020-2021 pazarlama yılı için, Kütahya Şeker Fabrikasına, toplam 45 bin 400 ton A kotası ve 2 bin 270 ton B kotası tahsis edilmiştir.

2.1. Genel Bakış ve Tarihçe

Şirket, 4634 sayılı Şeker Kanunu çerçevesinde faaliyet göstererek şeker üretimi yapmaktadır. Şirketin ana faaliyeti; kristal, toz ve küp şeker üretimi ve ticareti, şeker sanayinin yan ürünü olan yaş küspe, melas ve tohum ticareti yapmaktadır. Yıllar itibarıyla Şirket'in gelişimi aşağıda verilmektedir.

1953

Kütahya Şeker Fabrikası 1953 yılında (eski para ile) 8.000.000 TL sermaye ile 7.500 dekar üzerine 3830 m² kapalı alana kurulmuştur. Makine ve tesisleri Alman firmaları tarafından temin edilmiş, inşaat ve montajı Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş. teknik elemanları ve işçileri tarafından tamamlanmıştır.

1954

Şirket, 04.11.1954 günü işletmeye açılmıştır. Kuruluş kapasitesi 800 ton/gün olan fabrika, 1973 yılında revize edilerek kapasitesi 1.800 ton/güne çıkarılmıştır.

1993

233 sayılı Kamu İktisadi Teşebbüsleri hakkında KHK.'nin 22. maddesine istinaden, Yüksek Planlama Kurulu'nun 14.01.1993 tarih ve 93 / T-5 sayılı kararı ile Şirket'in Türk Şeker'in bağlı ortaklığı haline getirilmesi uygun görülmüştür.

1999

Şirket unvanı, 17.05.1999 tarih 5-5 sayılı yönetim kurulu kararı ile Baha Esat Tekand Şeker Fabrikası A.Ş. olarak değiştirilmiş, değişiklik 25.06.1999 tarihinde yapılan olağanüstü genel kurulda kabul edilip, ticaret sicil gazetesinde ilan edilmiştir.

2003

Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş.'nin bağlı ortaklığı iken Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun 27.06.2003 tarih ve 2003/40 sayılı kararı ile Özelleştirme programına alınan Şirketimizin, Özelleştirme İdaresi Bakanlığınca değiştirilen Esas Sözleşmesi, Kütahya Ticaret Sicil Memurluğunca 07.01.2004 tarihinde tescil edilip 15.01.2004 tarih ve 5968 sayılı Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilan edilmiştir.

2004

Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun 30.09.2004 tarih, 2004/93 sayılı kararı ile şirketteki %56 oranındaki idareye ait hissenin satışı suretiyle özelleştirme işlemi sonuçlandırılmıştır.

2005

Şirketimizin unvanı 25.01.2005 tarih ve 4246 sayılı Ticaret Sicil Gazetesinde İlan edilerek Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş. olarak değiştirilmiştir. Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş. Türkiye'nin ilk özel şeker fabrikası olma niteliğine sahiptir. Özelleştirme ile birlikte yatırımlar devam etmiş

2005 yılında pancar analiz laboratuvarı projesi, 2006 yılında kalite yönetim sistemi, 2007 yılında baca gazı arıtım sistemi projesi tamamlanmıştır.

2009

Kapasite artışı projelendirilmiş; bu kapsamda 125 m³'lük kireç ocağı, kuru sistem nakil bandı, pancar kesme makinesi, yatay küspe preseleri, difüzyon ve haşlama ünitesi, çamur koyulaştırma filtreleri, koyu şerbet filtreleri, plakalı ısıtıcılar, kristal şeker kurutma tromeli, kristal şeker santrifüjleri tamamlanmıştır. 4,5 MW türbin ve şalt sistemi, 45 ton/h'luk akışkan yataklı kazan, ilave buharlaştırıcılar, refrijerant, pişirim kazanları, borulama ve otomasyon işleri yapılmıştır.

2011

Bu yılda yatırımlar tamamlanarak, Şirket kampanyalarda 3500-4000 t/g kapasiteyle çalışmaya başlamıştır. Pancarın ideal stoklanma süresi gözetildiğinde, siloda bekleyen pancardaki şeker kayıplarının minimuma indirilmesi amacıyla pancar kampanyasının 110-120 günlere çekilmesi hedeflenmiştir.

2.2 Şirket'in Faaliyetleri

Şirket'in faaliyetlerini iki ana faaliyet koluna ayrılmaktadır. Tarımsal üretim ve Şeker Üretimi. Tarımsal üretim faaliyeti, Şirket'in şeker üretirmek için bölgesindeki çiftçilerle yapmış olduğu anlaşmalar gereği çiftçilere temin edilen çeşitli tohum, gübre, ilaç ve zirai danışmanlık hizmetlerini içermektedir. Şeker üretimi ise her sene Eylül-Ekim aylarında şeker pancarı hasadı ile başlayıp 100 – 120 gün süren ve Kampanya Dönemi olarak adlandırılan dönem içerisinde gerçekleşen Şeker Üretim faaliyetini içermektedir.

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

Tarımsal Faaliyetler

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

Üretim Sözleşmesi kapsamında üreticilere A kotası üzerinden bulunacak beher ton pancar başına taban ve üst gübresi verilir. Şirket, Üreticilere gübreyi ilgili üretim sezonunun Şubat-Mayıs aylarında tevzi etmeye başlar ayrıca yine Şirket, Üreticilere Şubat-Mayıs aylarında, Şirket'e taahhüt ettiği pancar üretim miktarı üzerinden pancar tohumu verir.

Ekilecek şeker pancarı tohumu çeşitleri, yörelerin iklim özellikleri, toprak yapısı ve hastalık durumu dikkate alınarak Şirketçe belirlenir.

Üreticiler pancarın bakım, hasat ve sulama işlerini Pancar Üretim Sözleşmesi'nin eki olan Teknik Şartlar Kitapçığında belirlenen usullere uygun olarak zamanında yapmakla, Şirketçe tespit edilen programa göre pancarlarını söküp teslim etmekle yükümlüdürler. Aksi bir durumda

Şirket, üreticilerin nam ve hesabına bu işleri yapmaya yetkili olup, yapılacak her türlü masraflar üreticilerin borcuna kaydedilir.

Şirket personeli olan ziraat mühendisleri tarafından pancarın ekiminden hasadına kadar olan süreçler etkin bir şekilde takip edilerek ürün verimliliğinin artırılması ve ham madde temin riskinin minimuma indirilmesi sağlanır.

Gelişimini tamamlayan pancarlar, Şirketçe belirlenen sökülme programı dahilinde tarladan fabrika kantarına taşınır. Fabrikaya sevk edilen pancarların bir kısmı direkt işlenmek üzere fabrikaya sevk edilir, geri kalanlar ise fabrika sahasında bulunan yer silolarında stoklanır. Yer silosuna stoklanan pancarlar teknolojik kalitesini bozmadan işlenmek üzere işletme birimine sevk edilir.

2020 yılında 350.000 ton Pancar Ekim İş programına karşılık 362.810 ton taahhüt alınmıştır. Kütahya Şeker Fabrikası bölgelerine göre 2020 yılında pancar ekilen köy adedi, çiftçi adedi, taahhüdü alınan pancar miktarını gösteren tablo aşağıda verilmiştir.

2020 Yılı Kampanya Bilgileri

BÖLGE ADI	KÖY ADEDİ	ÇİFTÇİ ADEDİ	İLK TAAHHÜT MİKTARI (TON)	ALINAN TAAHHÜT MİKTARI (TON)
MERKEZ	19	273	45.000	52.500
ALTINTAŞ	18	584	156.000	169.520
ASLANAPA	18	347	65.000	71.450
KÜMBET	8	75	34.000	32.000
TOPLAM	63	1.279	300.000	325.470
ESKİŞEHİR	3	42	25.000	12.340
YUNAK	3	52	25.000	25.000
DIŞ BÖLGE:	6	94	50.000	37.340
GENEL TOPLAM	69	1.373	350.000	362.810

Kaynak: Şirket

Şeker Üretim Faaliyetleri

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

2021/2022 pazarlama yılı için 19 Mart 2021 tarih ve 3689 sayılı Cumhurbaşkanlığı kararı ve 20 Mart 2021 tarih ve 31429 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan kararla ülke toplam A kotası 2.700.000 (İki Milyon Yedi Yüz Bin) ton olarak belirlenmiştir. Bu miktarın pancar şekeri A kotası 2.632.500 (İki Milyon Altı Yüz Otuz İki Bin Beş Yüz) ton olarak tespit edilirken, B kotası ise pancar şekeri A kotasının %5’i olarak 131.625 (Yüz Otuz Bir Bin Altı Yüz Yirmi Beş) ton olarak belirlenmiştir. Kütahya Şeker Fabrikasına 45.400 (Kırk Beş Bin Dört Yüz) ton A kotası ve 2.270 (İki Bin İki Yüz Yetmiş) ton B kotası tahsis edilmiştir. 2021/2022 Pazarlama Yılında nişasta bazlı şeker kotası 67.500 (Altmış Yedi Bin Beş Yüz) ton olarak belirlenmiştir.

Son üç yıl için Şirket’e ayrılan kota miktarları aşağıda verilmektedir.

Pazarlama Yılı Kotaları

PAZARLAMA YILI	A KOTASI ŞEKER TON	B KOTASI ŞEKER TON
2018/2019	43.800	2.190
2019/2020	43.750	2.188
2020/2021	45.400	2.270

Bu çerçevede Kütahya Şeker, kendisine tahsis edilen kota kadar şeker üretimi yapmaktadır ve ürettiği kristal şekerin satışını 01 Eylül-31 Ağustos pazarlama dönemi içerisinde gerçekleştirmek zorundadır. Son üç yıla ait Kütahya Şeker’in sattığı kristal şeker, melas ve küspe miktarlarını gösteren tablo aşağıdadır.

Satılan Ürünler	2018 (Ton)	2019 (Ton)	2020 (Ton)
Kristal Şeker (A+C)	44.068,20	56.062,65	58.844,40
Melas	13.833,72	13.326,28	12.023,42
Küspe	8.609,43	13.769,21	51.970,00

2.3. Kütahya Şeker’in Ürünleri ve Tedarikçileri

2.3.1. Ürün Gamı

2018, 2019 ve 2020 yılları itibarıyla toplam şeker satışları, toplam satışların %91, %91 ve %88’ini oluşturmaktadır. Diğer yan ürünler olan melas, yaş küspe ve diğer gelirlerden oluşan gelir rakamı ise 2020 yılı itibarıyla toplam satışların %12’sini oluşturmaktadır. Toplam şeker satışları içinde ise A kotası şeker satışları 2018, 2019 ve 2020 yılları itibarıyla toplam satışların sırasıyla %82, %86 ve %78’ini oluşturmaktadır.

Net Satışlar (TL)	01.01.-	01.01.-	01.01.-	Değişim (%)	Değişim (%)
	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018	2020-2019	2019-2018
A Kotası şeker satışları	180.703.674	173.351.072	115.688.603	4,24%	49,84%
C Kotası şeker satışları	23.631.949	10.697.742	12.388.894	120,91%	-13,65%

Melas satışları	14.759.550	11.846.228	8.325.412	24,59%	42,29%
Yaş küspe satışları	9.094.749	1.897.611	937.122	379,27%	102,49%
Tohum satışları	2.702.303	2.429.589	1.983.629	11,22%	22,48%
Diğer gelirler	434.027	508.225	324.558	-14,60%	56,59%
Satış isade ve iskontoları (-)	(5.237.281)	(7.569.389)	(9.143.801)	-30,81%	-17,22%
Satışlar	226.088.971	193.161.078	130.504.417	17,05%	48,01%

Bunların yanı sıra, yan ürün olarak melas ve küspe (yaş pancar posası) elde edilmektedir. Yaş pancar posasının üretim miktarı işlenen pancar miktarına bağlı olup, genellikle işlenen pancarın %22'si oranındadır. %50 şeker içeren melas; fermantasyon ham maddesi olarak, etil alkol üretiminde, içilebilir kalitede direkt damıtılan içkilerde, içilemeyen kalitede endüstriyel tüketim ve ilaç sanayiinde, sirke, maya ve yem fabrikalarında, briket kömür imalinde ve kozmetik sanayiinde kullanılmaktadır.

2.3.2. Tedarikçiler

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

Şeker pancarları, Şirketçe hazırlanan ve üreticilere duyurulan bir program dahilinde alınır. Üreticiler, Şirket'in alım organizasyonuna ve programlarına uymayı öngörülen günde pancarın teslimini taahhüt ederler.

Üreticilerin yetiştirdikleri şeker pancarı bedelleri, şeker pancarlarındaki polar şeker oranına göre belirlenir. Polar şeker, pancardaki şeker oranını gösteren şeker sanayiinde kullanılan bir kavramdır. Şeker pancarları, yaklaşık %16-%18 aralığında şeker bulundurmaktadır. Fabrikalar ile üretici ve/veya üretici temsilcileri arasında yapılan, ham madde fiyatının belirlenmesinde anlaşılan fiyat, %16 polar şeker oranına göre belirlenen fiyattır. Bu oranın üzerinde şeker varlığı olan pancar üreticilerine prim uygulaması; oranın atındaki pancar üreticilerine ise ceza uygulaması yapılmaktadır. Bu şekilde pancar üreticilerinin daha yüksek polar şeker varlığına sahip ürünler üretmesi teşvik edilmektedir.

Şirket faaliyetleri kapsamında linyit ve kok kömürü, kireç taşı, paket, torba gibi ürünleri imzaladığı tedarik sözleşmeleri ile temin etmektedir. İhtiyaç duyduğu lojistik hizmetleri de (kamyon ve diğer iş makineleri) nakliye sözleşmeleri ile sağlamaktadır. Şirket'in linyit kömürü ve kok kömürü satın alımına ilişkin sözleşmelerinde de her bir ürün özelinde belirlenen sevkiyat

programına uyulacağı ve ödemelerin bu sözleşme ile belirlenen programlarda gerçekleştirileceği belirtilmektedir.

2.4. Kütahya Şeker Satışlar ve Müşteriler

Şeker sektöründe pazarlama yılı 1 Eylül – 31 Ağustos arasındaki süreyi kapsar. Şeker fabrikaları pancarın yetiştirme süresine ve pancardaki şeker varlığına göre işletmelerini Eylül sonu Ekim başı arasındaki bir zamanda faaliyete açarlar.

Şirket, genellikle Eylül ayının son haftasında yeni kampanya dönemini başlatır ve kampanyanın üçüncü gününden itibaren satılabilecek kalitede şeker üretimine başlar. Bu anda Şirket, daha önceki dönemlerde ticari ilişkide bulunduğu en büyük 10 şirketten, satın almak istediği miktar ve satış şartlarını kapsayan bir şeker satış talebi toplar. Şirket üst yönetimi bu talepleri içeren bir dosyayı yönetime sunar ve yönetim kurulu en uygun koşulları teklif eden firmalara satış iznini verir.

Kütahya Şeker Fabrikası'nda tüm şeker satışlarını peşin olarak yapmakta olup, piyasada oluşan şartlara göre üretiminden gelen şekeri depolama imkânı sağlayan şeker ambarlarına da koyabilir. (Fabrikadaki şeker ambarlarının kapasitesi, kampanya süresince üretilecek toplam şekerin yarısını alabilecek kapasitededir.)

NET SATIŞLAR (TL)	31.12.2020	%	31.12.2019	%	31.12.2018	%
Ürünler						
A Şekeri	175.466.519	77,61	173.351.072	86,36	106.544.968	81,64
C Şekeri	23.631.948	10,45	10.697.742	5,33	12.388.894	9,49
Melas	14.759.549	6,53	11.846.228	5,90	8.325.246	6,38
Küspe	9.094.749	4,02	1.897.611	0,95	937.122	0,72
Ticari Mal Satışları	3.060.726	1,35	2.884.935	1,44	2.272.274	1,74
Diğer	75.478	0,03	52.880	0,03	35.913	0,03
TOPLAM	226.088.971	100	200.730.467	100	130.504.417	100

2.5. Mali Tablolar ve Önemli Finansal Bilgiler

	Bağımsız Denetim'den Geçmiş	Bağımsız Denetim'den Geçmiş	Bağımsız Denetim'den Geçmiş
VARLIKLAR	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Dönen Varlıklar			
Nakit ve Nakit Benzerleri	164.880.067	115.850.704	53.107.951
Ticari Alacaklar	1.956	1.067	6
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	-	-	-
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	1.956	1.067	6
Diğer Alacaklar	190.791	12.692.067	26.536.183
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	103.204	12.634.733	26.267.288
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	87.587	57.334	268.895
Stoklar	71.522.269	60.062.289	63.103.253
Peşin Ödenmiş Giderler	185.337	1.096.989	215.402
Diğer Dönen Varlıklar	1.882.899	1.116.368	4.726
Toplam Dönen Varlıklar	238.663.319	190.819.484	142.967.521
Duran Varlıklar			
Diğer Alacaklar	1.870	1.893	1.830
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	1.870	1.893	1.830
Finansal Yatırımlar	35.097	34.928	22.527
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	200.774.490	67.810	67.810
Maddi Duran Varlıklar	391.618.550	11.356.656	14.300.338
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	20.504	89.567	119.233
- Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	20.504	89.567	119.233
Ertelenen Vergi Varlığı	-	4.351.436	4.014.584
Toplam Duran Varlıklar	592.450.511	15.902.290	18.526.322
TOPLAM VARLIKLAR	831.113.830	206.721.774	161.493.843

Toplam Varlıklar

Şirket'in Toplam Varlıkları 2019 yılında toplam bir önceki yıla göre %28; 2020 yılında ise %302 oranında artış göstererek 831 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2020 itibarıyla Toplam Varlıkların %28,72'si Dönen Varlıklardan, %71,28'i ise Duran Varlıklardan oluşmaktadır. 2020 yılındaki artışta, Maddi Duran Varlıkların ve Yatırım Amaçlı Gayrimenkullerin yeniden değerlendirilmesi etkili olmuştur.

Dönen Varlıklar

Şirket'in Dönen Varlıkları nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar, peşin ödenmiş giderler ve diğer dönen varlıklardan oluşmaktadır. 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla, Dönen Varlıklar kalemi sırasıyla, 142.967.521 TL, 190.819.484 TL ve 238.663.319 TL tutarında gerçekleşmiştir.

Dönen Varlıkların yaklaşık %69'u Nakit ve Nakit benzerleri kaleminden, %30'u ise Stok kaleminden oluşmaktadır. 31 Aralık 2018 itibarıyla, Şirket'in nakit ve nakit benzerleri kalemi 53.107.951 TL iken, %118,1 artarak, 31 Aralık 2019 itibarıyla 115.850.704 TL'ye yükselmiştir. Bu tutar, 31 Aralık 2019 ile 31 Aralık 2020 arasında %42,3 oranında artarak, 164.880.067 TL'ye yükselmiştir. Şirket her yılın Eylül ayında başlayan kampanya dönemlerinde üreticiden satın aldığı mahsulün ödemelerine yönelik olarak, dönem sonu itibarıyla yüklü miktarda nakit bulundurmamak durumundadır. Yıllar itibarıyla satın alınan mahsul miktarındaki ve fiyatındaki artış, tutulan nakdi de artmaktadır. Söz konusu Nakit, yıl sonu itibarıyla bilançoda yer alan Ticari Borçlar değeriyle karşılık gelmektedir. 31/12/2020 tarihi itibarıyla biten hesap döneminde yer alan Ticari Borçlar, aynı dönem itibarıyla bilançoda yer alan toplam Nakit ve Nakit Benzeri kaleminin %73,19 kadarını oluşturmaktadır. Bu rakam, takip eden yılın Mart ayın sonuna kadar ödenmektedir. 31/03/2021 tarihi itibarıyla, Şirket'in nakit pozisyonu 106.595.982 TL kadardır.

Dönen Varlıklar içindeki diğer önemli kalemler olan Stoklar, 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihli finansal tablolarda sırasıyla 2018 yılında 63.103.253 TL, 2019 yılında 60.062.289 TL ve 2020 yılında ise bir önceki yıla göre %19,1 artarak 71.522.269 TL olarak gerçekleşmiştir. Stoklar ağırlıklı olarak mamul stoklarından oluşmaktadır. Şirket kampanya döneminde satın aldığı mahsulü hemen üretime sokmakta ve yıl sonuna kadar A-B kotası ve C şekerini üretimini tamamlamaktadır. Yıl sonu itibarıyla stokta yer alan kısım ise üretilmiş ancak henüz satışı tamamlanmamış mamul stoklarından oluşmaktadır. 31/12/2020 yılı itibarıyla stok rakamında gözlenen artış ise üretilmiş ancak henüz satılmamış olan C şekerinden kaynaklanmaktadır.

Şirket satışlarını peşin olarak yapmasından ötürü yıl sonu itibarıyla Ticari Alacaklar kalemi göz ardı edilecek seviyededir. 31 Aralık 2018 itibarıyla 26.536.183 TL, 31 Aralık 2019 itibarıyla 12.692.067 TL ve 31 Aralık 2020 itibarıyla 190.791 TL olarak gerçekleşen diğer alacaklar kalemi ise ağırlıklı olarak İlişkili Taraflar ile Şirket'in faaliyetleri ile ilgisi olmayan diğer alacaklardan oluşmakta olup, 31.12.2020 tarihi itibarıyla söz konusu alacaklar Şirket tarafından tahsil edilmiştir.

Duran Varlıklar

Şirket'in Duran Varlıkları; diğer alacaklar, finansal yatırımlar, yatırım amaçlı gayrimenkuller, maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar ve ertelenmiş vergi varlığından oluşmaktadır. Duran Varlıkların yaklaşık %99,99'u Maddi Duran Varlıklar ve Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller kaleminden oluşmaktadır. Şirket'in Duran Varlıkları; 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihleri itibariyle sırasıyla 18.526.322 TL, 15.902.290 TL ve 592.450.511 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu kapsamda 31/12/2020 itibariyle gerçekleşen büyük artışın sebebi, Şirket'in maddi duran varlıklar ve yatırım amaçlı gayrimenkuller içerisinde yer alan arsa, yeraltı ve yerüstü düzenleri, binalar, makine ve ekipmanlarını, gerçeğe uygun değer yöntemi ile ölçmeyi tercih etmesi nedeniyle yapılan gayrimenkul değerlemeleridir.

	Bağımsız Denetim'den Geçmiş	Bağımsız Denetim'den Geçmiş	Bağımsız Denetim'den Geçmiş
	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler			
Kısa Vadeli Borçlanmalar	8.787.000	6.375.352	7.073.968
Ticari Borçlar	120.673.516	79.540.544	54.456.693
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	4.288	4.288	8.575
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	120.669.228	79.536.256	54.448.118
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	2.154.554	2.001.087	1.652.495
Diğer Borçlar	5.424.425	8.015.176	3.555.599
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	-	-	-
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	5.424.425	8.015.176	3.555.599
Ertelenmiş Gelirler	5.105.745	181.401	524.447
Dönem Karı Vergi Yükümlülükleri	-	-	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	243.867	199.538	141.628
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	243.867	199.538	141.628
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	113.161	235.911	186.353
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	142.502.268	96.549.009	67.591.183
Uzun Vadeli Yükümlülükler			
Uzun Vadeli Karşılıklar	6.633.615	5.949.171	4.850.617
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	6.296.054	5.611.610	4.513.056
- Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar	337.561	337.561	337.561
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	112.124.950	-	-

Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	118.758.565	5.949.171	4.850.617
Özkaynaklar			
Ödenmiş Sermaye	46.000.000	46.000.000	46.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	465.194.362	(713.421)	(116.035)
- Maddi duran varlık yeniden değerlendirme artışları	466.003.707	-	-
- Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazançları / kayıpları	(809.345)	(713.421)	(116.035)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(581.322)	(581.457)	(591.378)
- Gerçeğe uygun değer farkı diğer kapsamlı gelire yansıtılan finansal varlıklardan kazançlar (kayıplar)	(581.322)	(581.457)	(591.378)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	31.872.437	28.567.570	26.712.015
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	(3.907.597)	(3.682.886)	(1.517.353)
Dönem Net Karı	31.275.117	34.633.788	18.564.794
Toplam Özkaynaklar	569.852.997	104.223.594	89.052.043
TOPLAM KAYNAKLAR	831.113.830	206.721.774	161.493.843

Toplam Kaynaklar

Şirketin Toplam Kaynakları 2019 yılında bir önceki yıla göre %28; 2020 yılında ise %302 oranında artış göstermiştir. 2020 yılındaki toplam 831.113.830 TL tutarındaki kaynakların %68,56'sı öz kaynaklardan, %17,15'i kısa vadeli yükümlülüklerden %14,3'u uzun vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır.

Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri; 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla, sırasıyla, 67.591.183 TL, 96.549.009 TL ve 142.502.268 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in Kısa Vadeli Yükümlülüklerinin yaklaşık %85'i Ticari Borçlar kaleminden oluşmaktadır.

Ticari borçlar, 31/12/2018 tarihi itibarıyla 54.456.693 TL, 31/12/2019 tarihi itibarıyla bir önceki yıla göre %46,1 artarak 79.540.544 TL ve 31/12/2020 tarihi itibarıyla de bir önceki yıla göre %51,7 artarak 120.673.516 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu artışlar, Şirket'in 31/12/2020 tarihi itibarıyla daha erken kampanya dönemi başlatması ile 8 aya çıkan ödeme vadelerinden ve bir önceki yıla göre %24 oranında daha fazla yapılan pancar mahsul alımlarından kaynaklanmaktadır. Ağırlıklı olarak şeker pancarı çiftçilerine olan borçlardan oluşmakta olan ticari borçlar bir sonraki dönemin ilk 3 ayı içerisinde ödenmektedir. 31 Mart 2021 tarihi itibarıyla ticari borçlar bakiyesi 1.920.532 TL'dir.

Kısa vadeli borçlanmalar, Şirket'in Ziraat Bankası'ndan sözleşmeli üretim yaptıran şirketlere yönelik olarak teşvikli olarak çıkartılan ve pancar ekim alanı, çiftçi sözleşmeleri, üretilecek şeker miktarı gibi kriterler göz önünde bulundurularak Şirket'e açılan kredi tutandır. Bankaca belirlenen faiz oranının %50'si devlet tarafından karşılanmakta diğer masraf, sigorta ve BSMV Şirket tarafından karşılanmaktadır. Söz konusu kredi için etkin faiz oranı %4,5 olup, her yıl yenilenmektedir. Söz konusu kredinin 31/12/2020 tarihi itibarıyla anapara tutarı 8.700.000 TL'dir.

Diğer borçlar kalemi ağırlıklı olarak ödenecek KDV, muhtasar gibi vergi, harç ve diğer kesintiler kaleminden oluşmakta olup, 31/12/2020 tarihi itibarıyla 5.424.425 TL olarak gerçekleşmiştir.

31/12/2020 tarihi itibarıyla Ertelenmiş Gelirler kaleminde yer alan rakam, C şeker ve yaş küspe satışına ilişkin, Kervan Gıda ve Adem Özbey ile yapılan sözleşme gereği peşin alınan bedelden oluşmaktadır.

Şirket'in uzun vadeli yükümlülüklerinin 31/12/2018 ve 31/12/2019 tarihleri itibarıyla sırasıyla %93 ve %94'ünü oluşturan Çalışanlara Sağlanan Faydalar, Kıdem Tazminatı Karşılıklarından oluşmakta olup, 31/12/2020 tarihi itibarıyla 6.296.054 TL olarak gerçekleşmiştir. 31/12/2020 tarihi itibarıyla 112.124.950 TL olarak hesaplanan Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü ise Maddi Duran Varlıklar ve Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller kalemindeki yeniden değerlendirme artışlarından kaynaklanmaktadır.

Şirket'in Öz Kaynak kalemi 31/12/2020 tarihi itibarıyla 104.223.594 TL'den 569.852.997 TL'ye artmıştır. Söz konusu %447'lik artış Maddi Duran Varlık Değerleme Fonundan kaynaklanmaktadır.

Faaliyet Sonuçları

	Bağımsız Denetim'den Geçmiş	Bağımsız Denetim'den Geçmiş	Bağımsız Denetim'den Geçmiş
KAR VEYA ZARAR KISMI	01.01.- 31.12.2020	01.01.-31.12.2019	01.01.-31.12.2018
	-	-	-
Hasılat	226.088.971	193.161.078	130.504.417
Satışların Maliyeti (-)	(181.495.925)	(155.393.044)	(104.214.250)
BRÜT KAR	44.593.046	37.768.034	26.290.167
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(1.547.062)	(1.368.793)	(1.282.151)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(6.064.753)	(6.743.698)	(9.018.026)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	4.416.190	4.632.431	3.248.071
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(10.709.060)	(3.762.854)	(7.505.301)

ESAS FAALİYET KARI	30.688.361	30.525.120	11.732.760
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.196.480	130.660	573.693
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(412.974)	-	-
FINANSMAN GİDERLERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI	31.471.867	30.655.780	12.306.453
Finansman Gelirleri	10.163.626	12.661.014	12.968.016
Finansman Giderleri (-)	(5.296.355)	(3.157.542)	(4.068.790)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI	36.339.138	40.159.252	21.205.679
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	(5.064.021)	(5.525.464)	(2.640.885)
- <i>Dönem Vergi Gideri/Geliri</i>	<i>(5.064.615)</i>	<i>(5.715.450)</i>	<i>(3.433.385)</i>
- <i>Ertelemiş Vergi Gideri/Geliri</i>	<i>594</i>	<i>189.986</i>	<i>792.500</i>
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI	31.275.117	34.633.788	18.564.794

2018, 2019 ve 2020 yılları itibarıyla toplam şeker satışları, toplam satışların %91, %91 ve %88'ini oluşturmaktadır. Diğer yan ürünler olan melas, yaş küspe ve diğer gelirlerden oluşan gelir rakamı ise 2020 yılı itibarıyla toplam satışların %12'sini oluşturmaktadır. Toplam şeker satışları içinde ise A kotası şeker satışları 2018, 2019 ve 2020 yılları itibarıyla toplam satışların sırasıyla %82 %86 ve %78'ini oluşturmaktadır.

Şirket'in artan satış hacmine paralel olarak toplam satışları da 2019 yılında %48 ve 2020 yılında ise bir önceki yıla göre %17 oranında artış göstermiştir. 2019 yılında gerçekleşen satış artışının bir kısmı bir önceki yıla göre %34 oranında artan A kotası şeker satışlarından, diğer kısmı da ortalamada %17 oranında artan şeker satış fiyatlarından kaynaklanmaktadır. 2020 yılında satışlarda gerçekleşen artışın en büyük sebebi ise bir önceki yıla göre %30 oranında artan fiyatları nedeniyle bir önceki yıla göre %69 daha fazla satılan C kotası şekerinden kaynaklanmaktadır.

Aşağıdaki tabloda yıllar itibarıyla şeker satışları miktar olarak verilmektedir.

Ton	2020	2019	2018	Değişim (%) 2020-2019	Değişim (%) 2019-2018
A - B Şekeri	50.617.000	51.207.450	38.185.500	-1%	34%
C Şekeri	8.227.400	4.855.200	5.882.700	69%	-17%
Toplam Şeker Satışları	58.844.400	56.062.650	44.068.200	5%	27%
Melas Satışları	12.023.420	13.326.280	13.833.716	-10%	-4%
Yaş küspe satışları	51.969.995	13.769.211	8.609.426	277%	60%
Toplam	122.837.815	83.158.141	66.511.342	48%	25%

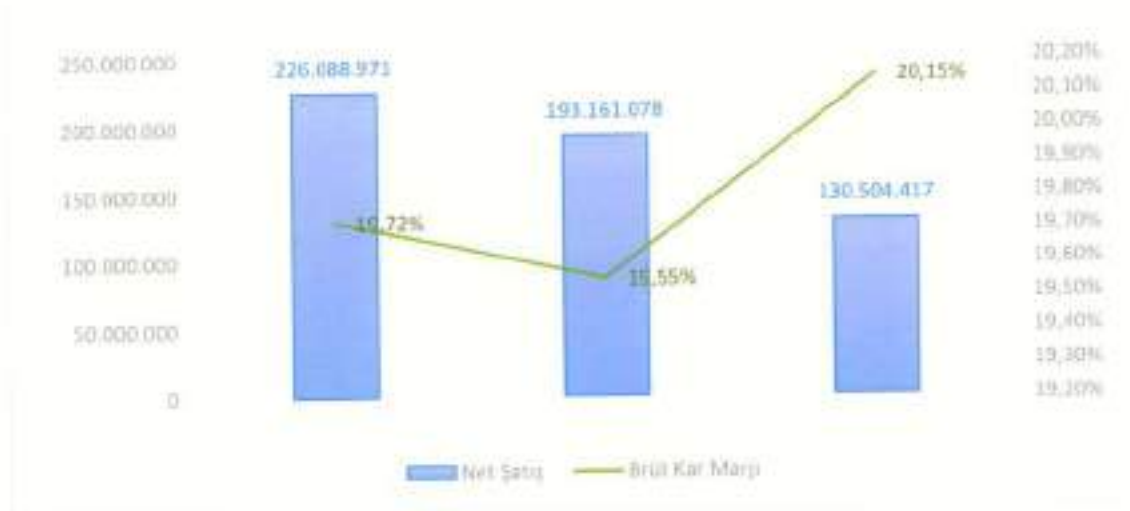
2020, 2019 ve 2018 yıllarına ilişkin Şirket'in brüt kâr marjı sırasıyla %19,72, %19,55 ve %20,15 olarak gerçekleşmiştir. Şirket, söz konusu yıllarda Satılan Malın Maliyeti kalemindeki ilk madde malzemeye ilişkin artışları, gerek verimli üretimi ile gerekse de hesap dönemi ile kampanya dönemi arasındaki farkın olumlu etkisi ile telafi edebilmiş ve brüt kar marjlarını aynı seviyelerde tutabilmiştir.

Şirket'in kampanya dönemi ile hesap dönemi arasındaki farktan dolayı, Şirket üretmiş olduğu şekerin bir kısmını maliyetlerin oluştuğu hesap döneminin ertesi yılında satmaktadır. Bu çerçevede Şirket'in 2018, 2019 yılları için aynı yıl üretilip satılan şeker tutarı toplam satışlarının yaklaşık %66'sını oluşturmakta iken 2020 yılında artan şeker fiyatları nedeniyle aynı yıl içinde üretilip satılan şeker toplam satışların %77'ini oluşturmaktadır. Şirket ilk giren ilk çıkar stok maliyeti yöntemini uygulamakta olduğundan dolayı, 2020 yılındaki satılan mamul maliyeti kalemi içinde bir önceki yıldan gelen daha düşük maliyetli ürünler de bulunmaktadır. Bu da paçal maliyetlerin daha düşük gerçekleşmesini sağlamaktadır.

Brüt Kar Marjı	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2018	Değişim (%) 2020-2019	Değişim (%) 2019-2018
Net Satışlar	226.088.971	193.161.078	130.504.417	%17,05	%48,01
Satışların Maliyeti (-)	-181.495.925	-155.393.044	-104.214.250	%16,80	%49,11
Brüt Kar	44.593.046	37.768.034	26.290.167	%18,07	%43,66
Brüt Kar Marjı (%)	19,72	19,55	20,15		

	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018	Değişim (%) 2020-2019	Değişim (%) 2019- 2018
Direkt ilk madde malzeme	134.759.384	100.871.602	66.526.460	%34	%52
Direkt işçilik giderleri	6.922.923	6.671.699	5.640.476	%4	%18
Genel üretim giderleri	46.531.258	39.072.254	32.683.834	%19	%20
Amortisman ve itfa payı giderleri	2.146.187	3.375.049	5.538.859	%-36	%-39
1. Dönem başı yarı mamul	72.541	66.560	-	%9	
3. Dönem sonu yarı mamul	-154.785	-72.541	-66.560	%113	%9
1. Dönem başı mamul	55.627.627	58.305.719	49.956.967	%-5	%17
3. Dönem sonu mamul	-67.337.893	-55.627.627	-58.305.719	%21	%-5
I. SATILAN MAMUL MALİYETİ	178.567.242	152.662.715	101.974.317	%17	%50
II. DİĞER SATIŞLARIN MALİYETİ	2.928.683	2.730.329	2.239.933	%7	%22
SATILAN MALIN MALİYETİ (I+II)	181.495.925	155.393.044	104.214.250	%17	%49

Şirket faaliyet karlılığını ölçmek amacıyla, Faaliyet Karlılığı dışında FAVÖK verisini de kullanmaktadır. Bu verinin hesaplanması, Şirket'in işletme operasyonundan elde edilen nakit akımına, nakit çıkışı içermeyen amortisman ve itfa payı giderlerinin eklenmesi ile yapılmaktadır. Söz konusu verinin Denetim Raporunda yer alan yıllar itibarıyla hesaplaması aşağıdaki gibidir. FAVÖK rakamında 2019 yılında bir önceki yıla göre gerçekleşen artış, satışlardaki artışa paralel olarak Şirket'e tahsis edilen A şekerı kotasının üzerinde yapılan üretim ve satıştan kaynaklanmaktadır.



	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2018
FAVÖK			
Brüt Kar	44.593.046	37.768.034	26.290.167
Faaliyet Giderleri	(7.611.815)	(8.112.491)	(10.300.177)
Amortisman ve İtfa Giderleri	2.247.782	3.515.939	5.734.395
FAVÖK	39.229.013	33.171.482	21.724.385

Şirket'in brüt karı 2019-2020 dönemde %18 artış kaydedilmiştir. 2019 yılında 33,2 milyon TL olan FAVÖK, %18,2 artış göstererek 2020 yılında 39,2 milyon TL seviyesine ulaşmıştır.

Faaliyet Giderleri

Şirket'in Faaliyet Giderleri satış pazarlama ve genel yönetim giderlerini ifade etmektedir. Şirket'in satış pazarlama gideri 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla, sırasıyla, 1.282.151 TL, 1.368.793 TL ve 1.547.062 TL olarak gerçekleşmiştir.

Pazarlama giderleri içinde yer alan personel giderleri, Şirket'in şeker ambarı içinde istihdam etmiş olduğu ve bir kısmı toplu iş sözleşmesine bağlı işçilerin ücret ve kıdem tazminatı giderleri ile satış departmanında görevli satış ekibinin giderlerinden oluşmaktadır. Yıllar itibarıyla söz

konusu giderde gerçekleşen artışın bir kısmı kıdem tazminatı farklarından bir kısmı da toplu iş sözleşmesi ile artan ücret giderlerinden oluşmaktadır.

2018 ve 2019 yıllarında Reklam ve Tanıtım gideri olarak görünen 300.475 TL ve 100.000 TL tutarındaki kalem ise Şirket'in tanıtım harcamalarından kaynaklamakta olup, önümüzdeki dönemlerde düzenli olarak gerçekleşmesi beklenmemektedir.

2020 yılında ise Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri bir önceki yıla göre %13 oranında artış göstermiştir. Söz konusu artışın %57'si bir önceki yıla oranıyla %14 oranında artan personel giderlerinden, %39'u ise 2020 yılında Şirket bünyesine satın alınan iki adet makam aracı ile 6 adet tarımsal ziraat için kullanılan aracın giderlerinden oluşmaktadır.

Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Personel giderleri	834.347	731.229	405.341
Şeker tahmil tahliye gideri	336.301	316.831	231.521
Vergi, resim ve harç giderleri	96.165	36.699	32.985
Motorlu taşıt giderleri	92.926	23.568	28.661
Sigorta giderleri	71.750	77.111	64.382
Ofis giderleri	8.596	6.086	7.985
Amortisman ve itfa payı giderleri	3.179	5.161	14.132
Nakliye giderleri	1.036	125	163.514
Reklam ve tanıtım giderleri	-	100.000	300.475
Diğer giderler	102.762	71.983	32.655
Toplam	1.547.062	1.368.793	1.282.151

Genel yönetim giderleri ağırlıklı olarak personel ücret giderleri, ofis giderleri, müşavirlik ve danışmanlık giderleri, kıdem tazminatı karşılık giderleri, sigorta giderleri, amortisman ve itfa payı giderlerinden oluşmaktadır.

Şirket'in Genel Yönetim Gideri 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla sırasıyla 9.018.026 TL, 6.743.698 TL ve 6.064.753 TL olarak gerçekleşmiştir. 2018 yılında Yönetim Kurulu Başkan ve Yönetim Kurulu Başkan Vekiline ödenen yaklaşık 2,9 milyon TL tutarındaki tek seferlik primden ötürü söz konusu yılda personel giderleri diğer yıllara oranla daha yüksek seyretmiştir. Genel Yönetim Giderleri içinde yer alan Elektrik ve Isınma giderleri tüm işletmenin elektrik ve ısınma giderlerinden ofis ve yönetim tarafında dağıtılan kısımdan oluşmaktadır. 2020 yılında pandemi nedeniyle ofis ve yönetim kısmı yılın yarısına yakın kapalı kaldığı için toplam elektrik ve ısınma giderlerinden yönetim ofisine ayrılan pay düşmüştür.

Genel Yönetim Giderleri	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Personel giderleri	3.517.281	3.479.142	6.030.414
Ofis giderleri	1.106.531	961.008	804.245
Elektrik ve ısınma gideri	289.795	946.424	947.310
Müşavirlik ve danışmanlık giderleri	264.371	244.494	252.090

Genel Yönetim Giderleri	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Kıdem tazminatı karşılık giderleri	181.737	169.618	221.337
Motorlu taşıt giderleri	122.485	321.279	124.753
Sigorta giderleri	114.449	153.867	165.696
Amortisman ve itfa payı giderleri	98.416	135.729	181.404
Vergi, resim ve harç giderleri	32.412	31.853	30.591
Danışmanlık giderleri	22.430	1.266	12.610
Bakım ve onarım giderleri	2.945	1.157	12.421
Diğer giderler	311.901	297.861	235.155
Genel yönetim giderleri	6.064.753	6.743.698	9.018.026

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler

Şirket'in Esas Faaliyetlerinden Diğer Gelirler kalemi ağırlıklı olarak ropa pancar boşaltma ücretinden oluşmakta olup bu gelir, tarlalarda şeker pancarının ropa makinesi ile temizlenerek yüklenmesi ve fabrikada boşaltılması işlemleri için çiftçilerden tahsil edilen bedellerden oluşmaktadır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2018
Sigorta geliri	532.687	658.247	544.099
Kur farkı geliri	17.860	42.315	394.000
Ropa pancar boşaltma ücreti	1.807.252	1.270.480	723.877
Stok sayım fazlalıkları	795.288	876.106	416.500
Pancar kota noksan cezası	63.407	716.235	421.532
Hurda gelirleri	191.520	101.959	124.271
Ekim ücretleri	176.507	179.491	129.652
Enerji teşvik geliri	127.015	167.407	76.738
Suni gübre kar payı	125.347	-	136.746
Pancar ucu satışı	268.747	157.089	72.266
Diğer gelirler	310.560	463.102	208.390
	4.416.190	4.632.431	3.248.071

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler ise ağırlıklı olarak pancar alımlarından kaynaklanan vade farkı giderlerinden oluşmaktadır. Yıllar itibariyle bu kalemden görünen değişimler, faiz oranları ve alım tutarlarındaki değişimlerden kaynaklanmaktadır.

	01.01.- 31.12.2020	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2018
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler			
Faiz giderleri	8.861.339	3.641.648	6.444.771
Kur farkı gideri	93.740	27.559	572.253
Dava gider karşılıkları	-	-	337.561
Bağış ve yardımlar	1.637.764	76.298	120.049
Diğer gelirler giderler	116.217	17.349	30.665
	10.709.060	3.762.854	7.505.301

Finansman Geliri/Gideri

Şirket'in finansman gelirleri; kur farkı gelirleri ve faiz gelirlerinden oluşmaktadır. Şirket'in finansman geliri; 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla sırasıyla 12.968.016 TL, 12.661.014 TL ve 10.163.626 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu faiz geliri yıl içinde nakit olarak yapılan şeker satışlarından elde edilen nakdin, Şirket'in ödeme vadelerine göre 90 günün üzerinde olmamak kaydı ile vadeli mevduat hesaplarında değerlendirilmesinden kaynaklanmaktadır. Yıllar itibarıyla değişen faiz gelirleri, dönem içinde değişen faiz oranlarından kaynaklanmaktadır. Söz konusu vadeli mevduatların ortalama oranları 31/12/2020 tarihi itibarıyla biten dönemi için ortalama %12 civarında gerçekleşmiştir.

Şirket'in finansman gideri; 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla sırasıyla 4.068.790 TL, 3.157.542 TL ve 5.296.355 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in finansman giderinde 31 Aralık 2019 ile 31 Aralık 2020 arasında %68'lik bir artış görülmüştür. Bu artış ağırlıklı olarak banka komisyonları ve teminat mektubu giderlerindeki artıştan kaynaklanmaktadır. Şirket'in finansman giderinde 31 Aralık 2018 ile 31 Aralık 2019 arasında %22'lik bir azalma görülmüştür. Bu azalış, kur farkı giderindeki azalıştan kaynaklanmaktadır.

	31.12.2020	31.12.019	31.12.2018
Finansman Geliri			
Faiz gelirleri	8.422.699	11.843.696	10.544.317
Kur farkı gelirleri	1.740.927	817.318	2.423.699
Finansman Gelirleri	10.163.626	12.661.014	12.968.016

	31.12.2020	31.12.019	31.12.2018
Finansman Giderleri			
Kur farkı giderleri	4.081.818	494.968	3.021.554
Faiz giderleri	309.503	1.978.309	484.096
Banka komisyonları ve teminat mektubu giderleri	91.350	29.873	-
Diğer finansman giderleri	813.684	654.392	563.140
Finansman Giderleri	5.296.355	3.157.542	4.068.790

Vergi Gideri

Şirket'in vergi giderleri, dönem vergi giderleri ve ertelenen vergi gelir ve giderlerinden oluşmaktadır. Şirket'in vergi giderleri 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 itibarıyla sırasıyla (2.640.885) TL, (5.525.464) TL ve (5.064.021) TL olarak gerçekleşmiştir. Ertelenmiş vergi giderindeki artış, Şirket'in maddi duran varlıklarını gerçeğe uygun değerinden bilançoda göstermeyi tercih etmesi nedeniyle oluşan, yeniden değerlendirme değer artışından kaynaklanmaktadır.

	31.12.2020	31.12.019	31.12.2018
Cari dönem kurumlar vergisi	-5.064.615	-5.715.450	-3.433.385
Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	594	189.986	792.500
Vergi geliri/(gideri)	-5.064.021	-5.525.464	-2.640.885

3. Sektör Hakkında Bilgi

Dünyada şeker sektörü, kalorili tatlandırıcılar, sakaroz ve nişasta bazlı olmak üzere iki ana gruba ayrılmaktadır. Sakaroz kökenliler pancar ve kamıştan, nişasta kökenliler mısır, buğday, patates gibi hammaddelerden üretilmektedir.

Türkiye; pancardan şeker üreten ülkeler arasında önemli bir konuma sahip olup, Dünya 'da Rusya, Fransa, Almanya ve ABD'nin ardından beşinci, Avrupa Katası içerisinde Rusya, Fransa ve Almanya'nın ardından dördüncü sırada yer almaktadır.

Dünya Şeker Üretiminde Türkiye'nin Yeri

	Üretim Miktarı Bin Ton	Türkiye'nin Payı (%)	Türkiye'nin Sıralamadaki Yeri
Dünyada Toplam Şeker Üretimi	166.661	1,49	15
Pancar Şekeri	39.661	6,6	5
Kamış Şekeri	127.000	-	-
Avrupa Katası Toplam Şeker Üretimi	27.341	9	4
Türkiye Toplam Şeker Üretimi	2.490	-	-

Kaynak: Türkiye Şeker Sektör Raporu 2019.

2019/2020 döneminde dünya şeker piyasasının şekillenmesinde rol oynayan önemli ülkeler aşağıda gösterilmiştir.

Üretim	Tüketim	İthalat	İhracat
Dünya Toplam Şeker Üretiminin %75'i	Dünya Toplam Şeker Tüketiminin %61'i	Dünya Toplam Şeker İthalatının %45'i	Dünya Toplam Şeker İhracatının %82'si
<ul style="list-style-type: none"> •Brezilya •Hindistan •AB •Çin •Tayland •Rusya •ABD •Meksika •Pakistan •Avustralya 	<ul style="list-style-type: none"> •Hindistan •AB •Çin •ABD •Brezilya •Endonezya •Rusya •Pakistan •Meksika •Mısır 	<ul style="list-style-type: none"> •Endonezya •Çin •ABD •Bangladeş •AB •BAE •Cezayir •Malezya •Kore •Suudi Arabistan 	<ul style="list-style-type: none"> •Brezilya •Tayland •Hindistan •Avustralya •Guatemala •BAE •Rusya •Meksika •AB •Küba

Kaynak: ISO World Sugar Balances, Feb. 2020.

Dünyada Şeker Fiyatları

Dünya şeker fiyatlarının oluşumunda başlıca belirleyici arz/talep durumu olmakla beraber, spekülasyon, petrol ve emtia fiyatları, enerji politikaları, navlun bedelleri, döviz kuru değişimleri, faiz oranları, ticaret politikaları, tercih anlaşmaları, enflasyon, politik ve finansal çalkantılar, ülkelerin ekonomik durumları gibi dış faktörler de fiyatlar üzerinde giderek artan ölçüde rol oynamaktadır. Üretilen şekerin talebin altında olması stokların azalmasına, dolayısıyla da fiyatların artmasına, tersi ise fiyatların düşmesine sebep olmaktadır. Ayrıca etanol tüketimindeki değişim, hasat problemleri ve iklim koşulları da üretim rekoltesini etkilemesi nedeniyle fiyatlara etki eden faktörler arasındadır. Örneğin Brezilya şeker ihracatları sofralık şekeri ve etanolü içermektedir. Dolayısıyla petrol fiyatlarındaki değişim ve Brezilya üretimlerindeki şeker-etanol kaymaları da fiyatları büyük ölçüde etkilemektedir.

Londra Beyaz Şeker Borsası vadeli ilk ay fiyatlarına göre 2019 yılı Aralık ayında beyaz şeker fiyatı 361,40 \$/ton ile en yüksek, Temmuz ayında 294 \$/ton ile en düşük seviyeye ulaşmış iken 2020 yılında gerek mevsim koşulları gerekse de pandemi nedeniyle dünya genelinde üretimin azalması ile fiyatlar artış trendine girmiştir. Dünya ortalama şeker fiyatları 2020 yılı Şubat ayında 418 \$/ton ve 2021 yılı Şubat ayında ise 470 \$/ton ile son yılların en yüksek seviyesine ulaşmıştır. Şeker fiyatlarındaki bu artışın temelinde dünya şeker tüketimindeki artış, üretim kısıtları ile lojistik sorunların etken olduğu belirtilmektedir.

Türkiye'de Şeker Sektörü

Türkiye şeker sektöründe pancar şekeri üreten 15 (onbeş) şirket ile toplam 33 fabrikada şeker üretimi yapılmakta olup toplam şeker üretim kapasitesi 3.151.000 ton'dur.

Türkiye'de şeker sektörü; 2002/2003 pazarlama yılından bu yana, 4634 sayılı Şeker Kanunu ve bu Kanuna dayalı olarak çıkarılan Yönetmelikler çerçevesinde düzenlenmektedir.

19 Nisan 2001 tarihinde yürürlüğe giren 4634 sayılı Şeker Kanunu ve Kanunla verilen görevleri yerine getirmek ve yetkileri kullanmak üzere kurulmuş bulunan Kamu tüzel kişiliğine sahip Şeker Kurumu, 24.12.2017 tarih, 30280 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan "KHK/696 Olağanüstü Hal Kapsamında Bazı Düzenlemeler Yapılması Hakkında Kanun Hükmünde Kararname" ile kapatılarak görev, yetki ve sorumlulukları T.C. Gıda Tarım ve Hayvancılık Bakanlığı (Tarım ve Orman Bakanlığı)'na devredilmiştir.

27/03/2018 tarihinde Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren 7103 no.lu "Vergi Kanunları ile Bazı Kanun Ve Kanun Hükmünde Kararnemelerde Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun" ile 4634 sayılı Şeker Kanunu yeniden düzenlenmiştir.

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 Örgütü'ne 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.

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. 21 Mart 2021 tarih 3689 sayılı Cumhurbaşkanlığı kararı gereği 2020/2021 pazarlama yılında ülkemizin yıllık şeker ihtiyacının %97,5'i pancar şekeri, %2,5'i ise nişasta bazlı şeker ile karşılanması kararlaştırılmıştır.

Pancar Şekeri ve NBS¹ Kotaları (Bin Ton)

Pazarlama Yılı	Pancar Şekeri Kotası (A)	NBS Kotası (A)	Artırılmış/ Düşürülmü	NBS Kota Artışı %	Toplam A Kotası
2002/2003	2.107	234	351	50	2.458
2003/2004	2.107	234	351	50	2.458
2004/2005	2.107	234	351	50	2.458
2005/2006	2.107	234	351	50	2.458
2006/2007	2.107	234	351	50	2.458
2007/2008	2.107	234	316	35	2.423
2008/2009	2.400	267	333	25	2.733
2009/2010	2.438	271	407	50	2.845
2010/2011	2.200	244	366	50	2.566
2011/2012	2.200	244	329	35	2.529
2012/2013	2.200	244	337	38	2.537
2013/2014	2.200	244	305	25	2.505
2014/2015	2.250	250	325	30	2.575
2015/2016	2.250	250	313	25	2.563
2016/2017	2.385	265	265	0	2.650
2017/2018	2.537	267	134	-50	2.670
2018/2019	2.565	135	-	-	2.700
2019/2020	2.633	67,5	-	-	2.700

¹ Nişasta Bazlı Şeker

Pazarlama Yılı	Pancar Şekeri Kotası (A)	NBS Kotası (A)	Artırılmış/ Düşürülmüş	NBS Kota Artışı %	Toplam A Kotası
2020/2021	2.633	67,5	-	-	2.700

Kaynak: Türkşeker Sektör Raporu 2019

Türkiye'deki Şeker Sektörü ve Rekabet Ortamı

Türkiye'de pancardan şeker üretimi yapan fabrikalar:



Kaynak: Türkşeker

Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.'nin sektördeki diğer rakiplere göre birçok avantajı vardır.

Başlıcaları:

- Beyaz şekerin saflığı ve ticari kıymeti, şekerde bulunan şeker dışı maddelerin miktarı ile tespit edilebilir. Bu miktar Kütahya Şeker'de diğer fabrikalara göre daha düşüktür.
- Tüm dünyaca kabul gören ve büyük şeker fabrikalarında bulunan, FSSC 22.000:5, ISO 22.000:2018, ISO 9001:2015 gibi kalite belgelerine sahip olduğundan müşteri potansiyeli çok geniştir.
- Kütahya Şeker Fabrikası, coğrafi konumu sayesinde iklimsel avantaja sahiptir. Türkiye'de şeker pancarı içindeki polar şeker oranı en yüksek olan fabrikadır.
- Kütahya Şeker Fabrikası, bulunduğu bölgede en kaliteli şekeri üreten fabrikadır. Üretim yeri itibarıyla nüfus yoğunluğu yüksek olan yerlere yakın olduğundan hızlı şeker satışı açısından lojistik üstünlüğü bulunmaktadır.
- Kütahya Şeker, piyasa şartları ve müşteri taleplerini dikkate alarak satış şartlarını günlük olarak düzenler ve kaliteli şeker üretimi nedeniyle piyasada güvenli ve devamlılık arz eden pazara sahiptir.

- Üretimde kullandığı pancarın çok büyük bölümünü Kütahya ili sınırları içinde sağladığından ham madde teminindeki maliyet diğer üreticilere göre daha düşük gerçekleşmektedir.

Kütahya Şeker'in dezavantajlı olduğu durumlar:

- Şirket'in şeker pancarı fiyatları üzerinde kısıtlı bir etkisi bulunması, şeker pancarı fiyatlarının belirlenmesi sürecinin siyasi, politik etkilere açık olması, üreticilerin mali beklentileri, ülkenin genel ekonomik koşulları gibi nedenlerle hammadde fiyatlarında meydana gelebilecek olası dalgalanmalar şirketin finansal ve operasyonel karlılığını olumsuz olarak etkileyebilir.
- Kamu kuruluşu olan Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş., 15 Şeker Fabrikası ile birlikte piyasaya hakim durumda olup, %35,70 Pazar payına sahiptir. Sektörde halen ekonomik ağırlığı ve yıllardır süregelen sektörel alışkanlık sonucu olarak, şeker fiyatları üzerinde etkinliği devam etmektedir. Bu durum zaman zaman kamusal yükümlülükler üstlenen Türkşeker'in satış politikası, sektörün karlılığını olumsuz etkilemektedir.
- Şeker üretim maliyetinin %80'ini oluşturan şeker pancarı fiyatında meydana gelen artışın paralelinde şeker fiyatlarına yansıtılmaması şirketin karlılığını etkileyebilir.
- Şeker pancarından şeker üretimi yılın sadece 4 ayında (Eylül-Ocak) yapılmaktadır. Ancak şeker tüketimi ve satışı tüm yıl devam etmektedir. Bundan dolayı şeker fabrikaları stok maliyetine katlanmak zorunda kalmaktadır. Ayrıca Şirketler, yasa gereği güvenlik stoku (B kotası şeker) bulundurmamak zorunda olduklarından bu da ayrı bir stok maliyeti oluşturmaktadır.

Pazar Büyüklüğü

2021/2022 Pazarlama Yılı süresince geçerli olacak şirketler bazında A ve B kota tutarları aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Fabrika	Tahsis Edilen A kotası Şeker (ton)	Tahsis Edilen B Kotası Şeker (ton)
Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş.	939.900	47
Konya Şeker San. Ve Tic. A.Ş.	435.500	21.775
Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş.	328.800	16.440
Doğuş Yiyecek ve İçecek Üretim San.Tic. A.Ş.	115.000	5.750
Keskin Kılıç 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.	77.900	3.895

Fabrika	Tahsis Edilen A kotası Şeker (ton)	Tahsis Edilen B Kotası Şeker (ton)
Tutgu Gıda Turizm İnşaat İmalat İthalat İhracat Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti.	70.250	3.512
Adapazarı Şeker Fabrikası A.Ş.	61.750	3.088
Bur 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
Toplam	2.632.500	84.677

Kaynak: Cumhurbaşkanlığı Kararı

4. Büyümeyi Desteklemesi Beklenen Unsurlar

Ham Şeker Yatırımı

Şirket 27/10/2016 tarihli 2016/12 sayılı Yönetim Kurulu Kararı ile pancardan şeker üretim dönemi dışında kalan sürenin değerlendirilmesi ve imalatçı-ithalatçı firmaların C şeker taleplerini karşılamak ve ihraç amacı ile Dahilde İşleme Rejimi kapsamında ithal ham şekerden kristal şeker üretimi için 105.000 ton/yıl kapasiteli "Ham Şeker İşleme Tesisi" kurulmasına karar vermiştir.

Yatırımın Gerekçesi:

Şeker sektöründe 2001 yılında uygulamaya konulan yapısal uyum politikaları kapsamında şeker politikaları da değişime uğramak zorunda kalmıştır. Yerli üretim tercihini sağlamak üzere ithalattaki karma oranları büyük önem arz etmektedir. Türkiye’de diğer ürünlerde olduğu gibi şekerde de koruma tedbirleri Dünya Ticaret Örgütü Tarım Anlaşması, "Pazara Giriş Taahhütleri" doğrultusunda belirlenmiş ve uygulanmaktadır. İthalatta tavan olarak taahhüt edilen %150 oranındaki koruma oranından 2004 yılına kadar %10 indirim taahhüt edilmiştir. 2004 yılından itibaren gümrük vergisi %135’e indirilmiştir ve halen aynı oranda devam etmektedir.

Türkiye şeker sektörünün dünya ticaretini takip ederek tedbirli bir yaklaşım sürdürmektedir. Türkiye’nin etrafında ciddi miktarlarda şeker ithal eden (Irak, Suriye, Azerbaycan, Gürcistan, Lübnan vb.) ülkelerin var olması Türkiye için bir fırsat olarak görülmektedir. Şeker Kanunu ile arz yönetiminin "Kota Sistemi" ile yürütülmesi hükme bağlanmıştır. Ülkemizde şeker üreten şirketler genelinde üretim kotalarının belirlenmesi ve dağıtılması şeker sektörünün sürdürülebilirliği açısından çok önemlidir. 2021/2022 pazarlama yılı için 19 Mart 2021 tarih ve

3689 sayılı Cumhurbaşkanlığı kararı ve 20 Mart 2021 tarih ve 31429 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan kararla, ülke toplam A kotası 2.700.000 (İki Milyon Yedi Yüz Bin) ton olarak belirlenmiştir. Bu miktarın pancar şekeri A kotası 2.632.500 (İki Milyon Altı Yüz Otuz İki Bin Beş Yüz) ton olarak tespit edilirken Nişasta Bazlı Şeker kotası 67.500 (Altmış Yedi Bin Beş Yüz) ton olarak belirlenmiştir.

Türkiye’de Dahili İşleme Rejimi kapsamında şeker kullanan çikolata, şekerleme ve bisküvi imalatı yapan yerli ve ihracatçı firmaların yıllık yaklaşık 280 – 300 bin ton civarında olan şeker ihtiyacı bulunmaktadır. Söz konusu firmalar ihtiyaçlarının büyük bir kısmını NBS kullanırken bir kısmı da ithalat yaparak bu ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Son dönemde NBS kullanımının pancar şekeri kullanımına oranla sağlığa daha zararlı olduğu konusundaki yayınlar nedeniyle imalatçı/ihracatçı gıda firmaları bu ihtiyaçlarını pancar şekerine kaydırmaya başlamıştır.

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

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

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

Söz konusu yatırım için fabrika üretim bölümünde çok küçük ilaveler yapılacak olup, esas yatırım ham şekerin depolanacağı ambarın düzenlenmesi ve yeni bir kristal şeker ambarının yapılması olacaktır. Bu yatırımların 2021 ve 2022 yılları revizyon dönemlerinde tamamlanması beklenmektedir. İlk yıllarda tam kapasiteye ulaşamamakla birlikte üçüncü yılın sonunda 105.000 tam/yıl ham şekerden kristal şeker üretim kapasitesine ulaşması hedeflenmektedir.

Yatırım tutarı, 26.500.000 TL olarak hesaplanmakta ve bunun 16 milyon TL’sini 2021 yılı revizyon döneminde kalan 10,5 milyon TL’nin ise 2022 yılı revizyon döneminde harcanarak yatırımın tamamlanması hedeflenmektedir. Yatırım finansmanı öz kaynaklardan karşılanacaktır.

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller

Yatırım amaçlı gayrimenkul olarak sınıflandırılan arsalar, Kütahya ili Gaybiefendi Mahallesi içinde yer alan ve bir tanesi Şirket'in üretim tesislerine komşu olan 115.252,41 m² büyüklüğündeki arsa ile diğeri de Şirket sosyal tesisinin yer aldığı 104.654,14 m² büyüklüğünde olan arsadan oluşmaktadır.

Şirket'in üretim tesislerine komşu olan arsa, şehir içinde Ana Yol- Çevre Yolu cephesi ve görünürlüğü ile konut ve yakın çevredeki yaya sirkülasyonuna hizmet edecek ticari alanlar için uygun bir konumdadır. Burada geliştirilecek ticari alanların yaklaşık 11 bin m2 kiralanabilir alana sahip olması hedeflenmektedir. Ayrıca arsa üzerinde, özellikle son döneminde daha da önemli hale gelen, balkonlu, teraslı ve kat bahçeli konut nitelikli üniteler, bölgenin de dinamikleri göz önünde bulundurularak arsa üzerinde yaklaşık 1.200 adet (yaklaşık 169.931,41 m²) konut üretilmesi planlanmaktadır.

Sosyal Tesis Arsası üzerinde ise tamamen doğal ve nitelikli yeşil doku korunarak, yine son günlerde ön plana çıkan doğal yaşam konsepti üzerinde kat bahçeli, teraslı ve geniş balkonlu ünitelerden oluşan konut projesi geliştirilmesi planlanmaktadır. Arsa üzerinde geliştirilecek projede yaklaşık 1.130 dairenin yer alması ön görülmektedir.

Yine parsel üzerinde yer alacak konut nitelikli üniteleri destekleyecek ticari fonksiyonlara da yer verilecek olup, bu fonksiyonların yaklaşık 5 bin metrekare civarında olması planlanmaktadır.

Ayrıca bölgenin en büyük özelliklerinden olan Jeotermal avantajının da her iki parsel üzerinde geliştirilecek projelerde değerlendirilebilmesi ve avantajlarından faydalanılabilmesi için proje aşamasında tüm imkânlar kullanılacaktır.

Söz konusu arsalar Şirket'in aktiflerinde yatırım amaçlı gayrimenkul olarak, SPK tarafından yetkilendirilmiş bir bağımsız değerlendirme şirketi olan Ege Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan 17 Mayıs 2021 tarihli değerlendirme raporlarına göre gerçeğe uygun değerleri ile gösterilmiş olup, yukarıda belirtilen projelerin hayata geçmesi ile elde edilecek geliri içermemektedir. Söz konusu arsalar üzerindeki imar çalışmaları devam etmekte olup, proje ruhsatlandırılma aşamasına geçtiğinde, söz konusu arsaların değerinin önemli ölçüde artacağı öngörülmektedir.

5. Değerleme Yöntemleri

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinden belirtilen değerlendirme yaklaşımları olan Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri dikkate alınarak, Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri kullanılmıştır.

Bu raporda Kütahya Şeker pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

- Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
- Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

5.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemi, bir şirketin gelecekte yaratacağı serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi esasına dayanmaktadır. Bu metotta şirketin uzun vadeli potansiyelinin analiz edilmesi ve şirketin faaliyetlerinin içsel değerini belirlenmesi hedeflenmektedir. Bu İNA Analizi Şirket'in gelecekte kaydedeceği satış büyümesi, karlılık, net işletme sermayesi yönetimi ve yatırım harcamaları varsayımlarına önemli ölçüde bağlıdır.

İNA Analizi'nde önemli rol oynayan bir değer faktör ise şirketin gelecekte kaydedeceği serbest nakit akımlarının net bugünkü değerinin hesaplanmasıdır. Net Bugünkü Değer hesaplamasında kullanılacak nakit akışı indirgeme oranı, şirkete borç veren gerekse şirketin sermayedarlarının getiri beklentilerini karşılayacak seviyede olmalıdır. Şirketin fonlama yapısı ve borç verenlerin ve sermayedarların beklentileri göz önünde bulundurularak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") kullanılmalıdır. AOSM formülü aşağıda belirtilmiştir.

$$AOSM = R_d (1-t) (D/D+E) + R_e E/(D+E)$$

R_d = Borçlanma maliyeti (Ortalama Borçlanma Maliyeti + Borçlanma Primi)

R_e = Özsermaye maliyeti

D = Sermaye yapısında borç oranı

E = Sermaye yapısında özsermaye oranı

t = Kurumlar Vergisi oranı

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti yaklaşımı ile Şirket'in özsermaye maliyeti ve vergi sonrası borçlanma maliyeti borç ve sermayenin Şirket'in sermaye yapısına bağlı olarak ağırlıklandırılmaktadır. Bu hesaplama içinde kullanılan Özsermaye Maliyeti aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$R_e = R_f + B \times (R_m - R_f)$$

R_f = Riskiz Getiri Oranı

R_m = Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi

$R_m - R_f$ = Piyasa Risk Primi

B = Beta = ilgili hissenin piyasa hareketleri ile ilgili olan ilişkisi

Borçlanma Maliyeti ise genellikle Şirket'in uzun vadeli mevcut borçlanma maliyetini ifade etmekte olup eğer söz konusu oran mevcut değilse piyasanın ortalama faiz oranının, şirkete ilişkin risk primi eklenmesi ile oluşmaktadır. Aşağıda kullanılan formül verilmiştir.

Rd= Ortalama Piyasa Borçlanma Maliyeti + Borçlanma Primi

İndirgenmiş Nakit Akımları analizi yönteminde şirketin belirsiz bir süre boyunca faaliyette olacağı kabul edilerek serbest nakit akışlarının bugünkü değeri iki farklı bileşenin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

a) Projeksiyon Döneminden Gelen Değer:

Projeksiyon Dönemi olarak adlandırılan yatırım döneminde şirketin bütün operasyonları ve gelir kalemleri detaylı varsayımlarla tahmin edilerek şirkete olan toplam serbest nakit akışları hesaplanmaktadır. Bu nakit akışları net bugünkü değer formülü ile bugüne indirgenmektedir. Net Bugünkü Değer formülü aşağıda belirtilmiştir.

$$NBD = \sum \text{Serbest Nakit Akışları}_{(N)} / (1+r)^{(N-n)}$$

Serbest Nakit Akışları (N) = N dönemindeki serbest nakit akışları

r = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

N= Projekte Edilen Dönem

b) Projeksiyon Dönemi Sonrasında Gelen Değer ("Artık Değer", "Uç Değer"):

Projeksiyon dönemi bitişinden sonra şirketin faaliyet sona ermediği için şirketin bu dönemin sonundan sonsuz olarak kabul edilen belirsiz bir süre sonrasına kadar olan nakit akımlarını da tahmin etmek gerekecektir. Bunu tahmin etmek için şirketin baz yıl olarak kabul edilen sonsuz büyüme yılındaki serbest nakit akımlarının, değişmeyen belirli bir büyüme oranı ile sonsuza kadar devam edeceği kabulü ile bir Artık Değer hesaplaması yapılmaktadır. Sonrasında da söz konusu Artık Değer'in ilgili yıldaki iskonto oranı ile indirilmesi yapılarak Net Bugünkü Değerine ulaşılmaktadır.

Toplam Firma Değeri (FD) = Projeksiyon Dönemi Nakit Akımlarının Net Bugünkü Değeri + Artık Değer

Bu iki değerın toplanması ile Toplam Firma Değerine ulaşılmaktadır. Ancak bu değer hem borç verenlere hem de hissedarlar aittir ve hissedara olan değere ulaşabilmek için bir takım düzeltmeler yapılması gerekmektedir. Toplam Firma Değerine, değerlendirme dönemi itibarıyla şirket içinde bulunan nakit eklenir ve söz konusu dönemdeki borçlar düşülür. Buradan çıkan değerın üstüne eğer varsa şirketin faaliyetleri için kullanılmayan dolayısıyla INA değerlemesine konu olmayan ancak alım satım konusunda bir değer içeren varlıklar eklenerek nihai değere ulaşılır.

AOSM ve Makro Varsayımlar

Kütahya Şeker'in indirgenmiş nakit akımlarında kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplaması aşağıdaki tabloda verilmektedir. Bu tabloda risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık devlet tahvilleri getirisinin son üç aylık ortalamaları alınmış ve projeksiyon dönemi süresince, Tacirler Yatırım Makro Varsayımları çerçevesinde enflasyon oranındaki düşüğe paralel olarak gerileyeceği öngörülmüştür. Özsermaye risk primi olarak da Türkiye için genel kabul görmüş oran olan %5,5 kullanılmıştır.

Şirket'in piyasa hisseleri ile ne kadar paralel hareket ettiğini gösteren bir gösterge olan Beta katsayısı ise Şirket'in piyasa çarpanları analizinde seçilmiş şirketlerin ortalama beta katsayısına paralel olarak 0,8 olarak alınmıştır. Aşağıdaki tabloda söz konusu şirketlerin beta katsayıları verilmektedir.

Seçilmiş Yurtiçi ve Yurtdışı Şirketler	Hesaplanan Beta
NANNING SUGAR INDUSTRY CO -A	0,86
BANNARI AMMAN SUGARS LTD	0,79
DANGOTE SUGAR REFINERY PLC	1,07
DALMIA BHARAT SUGAR & INDUST	0,96
KHON KAEN SUGAR INDUSTRY PCL	1,23
KASET THAI INTERNATIONAL SUG	0,83
MSM MALAYSIA HOLDINGS BHD	1,17
ROGERS SUGAR INC	0,70
Medyan	0,91
NESTLE SA-REG	0,80
DANONE	0,68
GRUPO NUTRESA SA	0,73
AAK AB	0,71
KRAFT HEINZ CO/THE	0,82
ALMARAI CO	0,77
JBS	0,61
TIGER BRANDS LTD	0,67
SAVOLA	0,79
Medyan	0,73
KRYGD	1,18
PENGĐ	0,87
PETUN	0,82
PINSU	0,69
PNSUT	0,89
TATGD	0,82
TUKAS	0,68
ULKER	0,84
ULLUN	0,81
Medyan	0,82
Medyan	0,80

Şirket'in mevcut borçlanma maliyeti olan Ziraat Bankasından alınmış olan sübvansiyonlu kredinin, projeksiyon döneminde sürdürülebilir olmadığından hareketle, Şirket'in borçlanma maliyeti olarak yıllar itibariyle piyasa ortalama borçlanma tutarına %3 oranında bir risk primi eklenerek hesaplanan borçlanma maliyeti kullanılmıştır. Şirket'in 2021 yılından sonra halka açık şirketlerin vergi avantajından faydalanacağı kabul edilmiş ve vergi oranları ona göre hesaplanmıştır.

AOSM	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Riskizir Faiz Oranı	%17,5	%16,0	%14,0	%12,5	%10,0	%10,0	%10,0
Risk Primi	%5,50	%5,50	%5,50	%5,50	%5,50	%5,50	%5,50
Beta	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
Özsermaye Maliyeti	%21,9	%20,4	%18,4	%16,9	%14,4	%14,4	%14,4
E/E+D	%98	%98	%98	%98	%98	%98	%98
Borçlanma Maliyeti	%19	%17	%14	%12	%11	%11	%11
Borçlanma Primi	%3	%3	%3	%3	%3	%3	%3
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%15	%13	%11	%10	%9	%9	%9
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	%21,8	%20,3	%18,3	%16,8	%14,3	%14,3	%14,3

5.1.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde Kullanılan Projeksiyonlar

Şirket için projeksiyon dönemi 2021-2027 yılları olarak belirlenmiş olup bu döneme ait gelir tablosu ve bilanço projeksiyonları Şirket'in geçmiş verileri ışığında, şirket yönetiminin paylaşmış olduğu üretim ve satış beklentileri doğrultusunda hazırlanmıştır.

Üretim Projeksiyonları

Üretim projeksiyonları, Şirket'in mevcut pancar işleme ve tedarik kapasitesine bağlı olarak ve kota bazlı üretim yaptığı dikkate alınarak mevcut kotalar korunarak yapılmıştır. Projeksiyon dönemi içinde Şirket'in dünya şeker fiyatlarındaki artıştan faydalanarak C şekerini üretimine ağırlık vereceği öngörülmüş ve 2023/2024 kampanya döneminden itibaren de 70.000 ton şeker üretiminin sabit kalacağı kabul edilmiştir.

TL		2020/2021	2021/2022	2022/2023	2023/2024	2024/2025	2025/2026	2026/2027	2027/2028
Tahsis Edilen A Kotası Şeker	ton	45.400	45.400	45.400	45.400	45.400	45.400	45.400	45.400
Toplam Üretim Miktarı		163.135	167.672	180.979	186.302	186.302	186.302	186.302	186.302
A Kotası Şeker	ton	45.400	45.400	45.400	45.400	45.400	45.400	45.400	45.400
B Kotası Şeker	ton	82	2.270	2.270	2.270	2.270	2.270	2.270	2.270
C Şeker - cari yıl	ton	5.965	5.965	5.965	5.965	5.965	5.965	5.965	5.965
C Şeker - sonraki yıl	ton	8.974	9.365	14.365	16.365	16.365	16.365	16.365	16.365
Toplam Üretilen Şeker		60.421	63.000	68.000	70.000	70.000	70.000	70.000	70.000

Net Satış Projeksiyonları

Üretilmesi projekte edilen şekerin yurtiçinde satılan A kotası şeker fiyatları için güncel fiyatlar projeksiyon dönemi boyunca, gıda fiyatları enflasyonu baz alınarak artırılmıştır. C şekerini için 2020 yılı Londra Borsası yıllık ortalama fiyatı 441,9 ABD doları olarak gerçekleşmiş olup 2021 yılı Mayıs sonu ortalama fiyatları 453 ABD Doları seviyesindedir. Önümüzdeki yıllarda artması beklenen² şeker fiyatlarının projeksiyon döneminde 460 ABD Doları seviyelerinde kalacağı kabul edilmiştir.

Bu kabuller ışığında Şirket'in pancar şekerinden üretim ve satışlarının 2027 yılında 498 milyon TL'ye çıkması tahmin edilmektedir.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
A Kotası şeker satışları	180.703.674	184.561.752	209.677.766	233.790.709	257.169.780	280.315.060	305.543.416
C Kotası şeker satışları	23.611.949	54.295.997	65.157.861	92.865.418	109.366.884	115.911.684	122.848.143
Melass satışları	14.759.550	18.869.368	20.897.087	24.236.668	26.835.881	29.251.110	31.883.710
Yağ köpçe satışları	9.094.749	2.843.955	3.413.714	3.883.100	4.232.579	4.571.185	4.936.880
Tahım satışları	2.792.303	3.096.007	3.716.262	4.227.248	4.607.700	4.976.316	5.374.422
Diğer	434.027	593.041	673.091	760.059	883.363	947.750	1.018.350
Brüt satışlar	231.326.252	264.260.120	303.535.782	359.763.203	403.096.187	435.973.107	471.684.921
Satış indisi ve iskontoları	-5.237.281	-5.982.912	-6.872.122	-8.145.124	-9.126.193	-9.870.534	-10.677.247
Net Satışlar	226.088.971	258.277.208	296.663.660	351.618.079	393.969.994	426.102.573	460.927.674

² İzahname bölüm 7.2'de detaylı olarak açıklanmaktadır.

Ham Şeker Operasyonu

Şeker fabrikalarında pancardan şeker üretimi, her yıl Eylül sonu ile Ocak sonu arasındaki kampanya dönemi olarak adlandırılan 110-115 günlük sürede yapılmaktadır. Yılın geri kalan kısmı ise yaklaşık 250 gün revizyon dönemi olarak adlandırılan uzun ve üretimsiz bir süreyi kapsar. Bu verimsiz geçen süreyi değerlendirmek, anl duran kapasiteyi değerlendirerek genel üretim giderlerini düşürmek ve artan C şeker talebini karşılamak amacıyla Şirket, ithal ham şekerden kristal şeker üretimi yapmayı planlamaktadır. Bu yatırımın brüt kâr marjı yurtiçi operasyonu kadar karlı olmasa da yıl geneline yayılmış bulunan faaliyet giderlerinin toplam satışlar içindeki payının düşmesi nedeniyle marjlarda bir iyileşmeye ve nakit üretimine katkıda bulunmaktadır. Aşağıdaki tabloda söz konusu yatırıma ilişkin tahminler yer almaktadır.

KÜTAHYA ŞEKER - HAM ŞEKER YATIRIMI						
000' TL	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
İşlenen Ham Şeker (ton)	30.000	60.000	105.000	105.000	105.000	105.000
Satılan Kristal Şeker (ton)	28.200	56.400	98.700	98.700	98.700	98.700
Net Satışlar	119.860	257.630	483.408	512.337	542.996	575.491
BRÜT KAR	16.763	37.499	71.437	75.702	80.238	85.639
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>14%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>

Brüt Kar ve Satılan Malın Maliyeti

Şirket'in en büyük maliyet kalemi olan hammadde maliyeti, toplam maliyetlerin en büyük kısmını oluşturmaktadır. Son on yılın pancar alım fiyatları incelendiğinde, pancar alımlarının aynı dönem için hesaplanan enflasyon oranının altında kaldığı gözlemlenmektedir. Bu noktadan hareketle projeksiyon döneminde pancar alım fiyatlarının enflasyon oranını 1 puan altında kalacağı öngörülmüştür.

İşçilik giderleri için henüz 2021 – 2023 arası dönem için toplu iş sözleşmesi imzalanmamış olmakla birlikte, geçmiş yıllar itibarıyla sendika ile yapılan anlaşmaların genel niteliği çerçevesinde işçilik ücretlerinin enflasyon oranının 1,5 puan üzerinde seyredeceği kabul edilmiştir.

Enerji, yakıt, bakım onarım harcamaları gibi ağırlıklı olarak sabit giderleri içeren genel üretim giderleri de projeksiyon döneminde enflasyon oranında artırılmıştır. Aşağıdaki tabloda projeksiyon dönemi boyunca Şirket için tahmin edilen ve ham şeker yatırımından elde edilen gelirlerin de dahil edildiği satış ve brüt kar tahminleri verilmektedir.

000' TL	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	226.089	258.277	416.524	609.248	877.378	938.439	1.003.924	1.074.180
SMM	-181.496	-196.061	-345.603	-502.304	-726.747	-777.210	-829.656	-883.630
BRÜT KAR	44.593	62.216	70.921	106.943	150.632	161.229	174.269	188.544
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>20%</i>	<i>24%</i>	<i>17%</i>	<i>18%</i>	<i>17%</i>	<i>17%</i>	<i>17%</i>	<i>18%</i>

Şirket'in mali yılı 1 Ocakta başlayıp 31 Aralık ile biten takvim yılını kabul etmektedir. Ancak Şirket'in faaliyet dönemi şeker pancarı hasatının başladığı Eylül aylarında başlayıp yıl sonuna kadar devam etmekte ve kampanya dönemi olarak adlandırılan bu dönemin uzaması ile bir sonraki yıla üretim sarkabilmektedir. Böyle durumlarda ertesi yıla sarkan üretimler bir önceki yılın maliyetleri ile değerlendirilmektedir. Bu durum özellikle Şirket'in üretim artışı yaşadığı ve yüksek stok tutmak durumunda kaldığı yıllarda brüt karlılıkta olumlu bir etki oluşturmaktadır. Söz konusu etkiden ötürü 2021 yılında brüt kar marjı artmış olarak görünmekte ancak sonraki yıllarda belirgin bir üretim artışı olmadığı için marjlar aynı seviyede kalmaktadır.

Net İşletme Sermayesi

Şirket satışlarını peşin yapmakta ancak ödemelerini vadeli olarak yapmaktadır. Bu nedenle Şirket'in yıl sonları itibarıyla ticari alacakları toplam satışların %1'inden daha azını oluşturmaktadır. Aynı şekilde yıl sonu itibarıyla da Şirket'in kasasında önemli miktarda nakit bulunmaktadır. En büyük tedarikçiler olan pancar çiftçileri ise ekim yaptıktan Şubat ayından yaklaşık bir yıl sonra ödemelerini alabilmekte, buna karşılık ödemesi yapılan ürünlerin yaklaşık %70'nin satışı ve tahsilatı, çiftçilere yapılan ödemelerin öncesinde, ilgili mali yıl içinde peşin olarak yapılmaktadır. Her ne kadar güvenlik kotası olarak belirli bir şeker stoğu bulundurmak zorunda olsa da Şirket bu durum sonucu işletme sermayesinden önemli bir kazanım sağlamaktadır.

Şirket'in 2021 yılı hariç önümüzdeki dönemde de bu avantajını koruyacağı kabul edilmiştir. Söz konusu projeksiyon dönemlerine ilişkin net işletme sermayesi ihtiyacı aşağıdaki tabloda verilmektedir.

000'TL	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
İşletme Sermayesi İhtiyacı	-56.268	-43.334	-75.546	-109.687	-158.578	-169.593	-181.100	-193.394
İşletme sermayesi değişimi	-28.089	12.933	-32.212	-34.141	-48.891	-11.015	-11.507	-12.294

Gelir Tablosu Projeksiyonları

Şirket'in pazarlama giderleri içinde en büyük kalemi oluşturan personel giderlerinin satışlar oranında artacağı varsayılmış, genel yönetim giderleri içinde yer alan masraf kalemlerinin niteliklerine bağlı olarak satışlara oranında veya enflasyon oranında artırılmıştır. Aşağıdaki tabloda projeksiyon dönemine ilişkin gelir tablosu tahminleri verilmektedir.

KÜTAHYA ŞEKER – Gelir Tablosu Projeksiyonları								
000'TL	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Net Satışlar	226.089	258.277	416.524	609.248	877.378	938.439	1.003.924	1.074.180
SMM	181.496	196.061	345.603	502.304	726.747	777.210	829.656	885.636
Brüt Kar	44.593	62.216	70.921	106.943	150.632	161.229	174.269	188.544
Faaliyet giderleri	7.612	10.417	12.703	15.257	18.392	19.858	21.449	23.187
Pazarlama giderleri	1.547	1.842	2.329	2.880	3.571	3.859	4.171	4.510
Genel yönetim giderleri	6.065	8.575	10.374	12.377	14.821	15.999	17.278	18.677
Faaliyet Karı	36.981	51.800	58.218	91.687	132.239	141.371	152.820	165.357
Atırtisınlar	2.248	9.777	11.102	11.302	11.032	11.032	10.927	10.927
FAVÖK	39.229	61.577	69.320	102.789	143.272	152.403	163.746	176.284
FAVÖK marjı	17%	24%	17%	17%	16%	16%	16%	16%

Serbest Nakit Akımları ve INA Hesaplaması

İndirgenmiş nakit akımları analizine baz edilecek firmaya olan serbest nakit akımlarına ulaşmak için Şirket'in mali dönem içinde operasyonlarından elde ettiği nakitten söz konusu döneme ait vergi gideri, yine aynı döneme ait yatırım tutarları düşülmüş ve işletme sermayesi ihtiyacı/fazlasına bağlı olarak işletme sermayesi ihtiyacı +/- olarak dikkate alınmıştır. Aşağıdaki tabloda projeksiyon dönemi süresince hesaplanan Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları verilmektedir.

Serbest nakit akımları AOSM ile bugüne indirgenerek Serbest Nakit Akımlarının bugünkü değeri hesaplanmaktadır. Projeksiyon dönemi sonrası için ise Türkiye'nin uzun vadeli büyüme oranına paralel olarak %5 artı büyüme oranı ile serbest nakit akımları sonsuza kadar büyütülmekte ve bu şekilde hesaplanan Artık Değer ilgili AOSM ile bugüne indirgenerek Artık Değerin bugünkü değeri hesaplanmaktadır.

Bu şekilde hesaplanan Firma Değerine, 31/12/2020 tarihi itibarıyla şirketin mali tablolarında ye alan net nakit eklenmekte ve 2021 yılı içinde dağıtılması planlanan kar payı düzeltilmesi yapılmaktadır. Nihai Özsermaye değerine ulaşmak için ise Şirket'in aktiflerinde bulunan ancak faaliyetleri için kullanılmayan ve Şirket'in 31/12/2020 tarihi itibarıyla mali tablolarında yatırım amaçlı olarak sınıflanan gayrimenkullerin değerinin eklenmekte ve bu şekilde Kütahya Şeker için **1.333.542.843 TL** Özsermaye Değeri hesaplanmaktadır.

000'TL	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Baz Yıl
Serbest Nakit Akımları								
FAVOK	61.577	69.320	142.789	143.272	152.403	163.746	176.284	185.098
Vergi (-)	11.453	13.899	19.037	27.687	32.004	34.541	37.324	37.020
Yatırım Harcamaları (-)	16.000	10.500	3.046	4.387	4.692	5.020	5.371	5.639
İşletme Sermayesi Değişimi (+/-)	12.933	-32.212	-34.141	-48.891	-11.015	-11.507	-12.294	-12.908
Firmaya Olan Serbest Nakit Akımı	21.190	77.132	114.846	160.089	126.722	135.693	145.883	155.347
İndirgenmiş Nakit Akımı	19.055	57.659	72.871	86.612	59.972	56.174	52.828	1.666.956
İskonto Oranı	21,8%	20,3%	18,3%	16,8%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%
İskonto Faktörü	0,99	0,75	0,63	0,54	0,47	0,41	0,36	
Artık Değer Büyüme Oranı	5,0%							
Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	404.879							
Artık Değer	1.666.956							
Artık Değeri Bugünkü Değeri	603.645							
Toplam Firma Değeri	1.008.515							
Net Nakit (+)	156.093							
Dağıtılan Kar Payı Düzeltmesi (-)	31.839							
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul (+)	200.774							
Nihai Özsermaye Değeri	1.333.543							

5.2. Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizi yönetiminde şirket değeri borsalarda işlem gören benzer şirketlerin güncel piyasa değerleri ve kamuya açıkladıkları mali tablolarındaki bulunan verilerle hesaplanan değerlendirme oranlarının mukayese edilmesi esasına dayanır. Piyasa çarpanları analizinin avantajları, nesnel bir yaklaşımla kolayca uygulanabilir olması olup dezavantajları ise şirketin geleceğe yönelik büyüme beklentileri ile risk faktörlerinin tam olarak fiyata yansıtılmamış olabileceği, değerlemeye konu olan benzer şirketlerin her zaman borsalarda işlem görmemesi ve/veya belirli dönemde mali tablo verilerinin kamuya açıklanmış olmasıdır. Öte yandan, bu yöntemde mukayese edilen şirketlerin güncel piyasa değerleri baz alındığından piyasalarda oluşabilecek oynaklıklara bağlı analizi sonucu değişmektedir.

Değerleme çarpanlarının seçiminde ağırlıklı olarak şirketin operasyonel faaliyetlerini ön plana çıkaran FD/FAVOK gibi çarpanlar analistler tarafından tercih edilmektedir. Ancak özellikle halka arz fiyatlamasında şirketin piyasa değerinin diğer benzer şirketler ile karşılaştırmasına imkan sağlayacak F/K ve PD / DD gibi çarpanların da kullanılmaktadır.

Bu çerçevede Kütahya Şeker'in değerlemesinde Firma Değeri / FAVÖK, Fiyat / Kazanç ve Piyasa Değeri/ Defter Değerleri çarpanları kullanılarak değerlendirme çalışması yapılmıştır. Değerleme çarpanı ile ilgili tanımlar aşağıda sunulmuştur.

Firma Değeri = Piyasa Değeri + Net Borç Pozisyonu

Piyasa Değeri = Pay Fiyatı X Şirketin Sermayesindeki Pay Sayısı

Net Borç = Kısa Ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar – Nakit ve Nakit Benzerleri

FAVÖK = Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar

Fiyat = Pay Fiyatı

Kazanç = Son bilanço dönemindeki Net Kar

Defter Değeri = Son bilanço dönemindeki Toplam Özkaynaklar

Benzer şirketlerin seçimi sırasında, hem bulunduğu piyasa şartlarını içermesi hem de benzer mali yapıya sahip olması nedeniyle aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin dikkate alınması esastır. Ancak birebir benzerliklerin oluşmadığı durumlarda aynı sektörde benzer faaliyet alanlarına sahip olan şirketler de seçilebilmektedir. Bu durumda, oluşabilecek olan önyargılı çarpanları hesaplama haricinde tutabilmek için mümkün olduğu kadar geniş bir örneklem bazı olması tercih edilmektedir.

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

Piyasa Çarpan Analizinde Kullanılan Şirket Mali Verileri

Şirket'in en son açıklanan 2020 yılı sonu bilanço ve gelir tablosu mali tablo kalemleri değerlemeye konu edilmiştir. Aşağıda bağımsız denetim raporunda yer aldığı şekli ile söz konusu mali tablo kalemleri sunulmaktadır.

Kullanılan Mali Tablo Kalemleri	31/12/2020 Bağımsız Denetimden Geçmiş
FAVÖK	39.229.013
Net Kar	31.275.116
Özkaynak	569.852.997
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	200.774.490
Düzeltilmiş Özkaynak	369.078.507
<i>Nakit @3@1/12/2020</i>	<i>164.880.067</i>
<i>Finansal Borçlar @ 31/12/2020</i>	<i>8.787.000</i>
Net Nakit @ 31/12/2020	156.093.067

Şirket'in aktifleri arasında yer alan ve yatırım amaçlı gayrimenkul olarak sınıflanan arsalar, Şirket'in bu arsalar üzerindeki tasarrufuna bağlı olarak 31/12/2020 tarihi itibarıyla yeniden değerlemeye tabii tutularak gerçeğe uygun değerleri ile sunulmuştur. Bu noktada nihai değer hesaplamasında mükerrerlik yaratmaması için PD/DD çarpanına konu edilecek özkaynak değeri için bir düzeltmeye gidilerek, yatırım amaçlı gayrimenkul olarak sınıflanmış olan arsaların, yeniden değerlemeye tabii olan kısmı özkaynaklar içinden çıkarılmıştır.

5.2.1 Yurtiçi Benzer Şirketler Analizi

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

Aşağıdaki tabloda bu kriterlere göre seçilmiş şirketler belirtilmektedir.

ŞİRKETLER	Halka Açıklık Oranı	Halka Açık Piyasa Değeri	Piyasa Değeri	Net Borçluluk	FAVOK
KRVGD:IS	28,0%	831	2.966	78	213,4
PENGDI:IS	77,0%	423	550	64	35,5
PETUN:IS	33,0%	275	833	63	93,8
PINSU:IS	31,0%	107	344	226	33,6
PNSUT:IS	38,0%	312	821	308	105,5
TATGD:IS	41,0%	493	1.204	182	145,2
TUKAS:IS	33,0%	618	1.873	495	207,6
ULKER:IS	39,0%	2.892	7.415	1.924	1.621,2
ULUUN:IS	34,0%	347	1.020	459	126,5

Söz konusu şirketlerin 04/06/2021 tarihi itibarıyla mevcut piyasa değerleri üzerinden 2020 yılı sonu mali tablolarındaki değerlere göre hesaplanan FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Şirket	Ülkesi	Faaliyet Alanı	Piyasa Değeri (mn ABDS)
Gelişmekte Olan Ülkeler - Seçilmiş Şeker Üreticileri			
Nanning Sugar Manufacturing Co Ltd	Çin	Nanning Sugar Industry Co.,Ltd. Çin'de kuruluş, şeker ve şeker ürünleri üretip satmaktadır. Şirket şeker kamışından melas, küspe ve ham şeker üretmektedir. Ayrıca gübre, alkol ve kağıt gibi diğer ürünler de üretilmektedir.	510
Bannari Amman Sugars Ltd	Hindistan	Hindistan'da kurulu bulunan Bannari Amman Sugars, şeker ve melas üretmektedir. Şirket ayrıca elektrik üretim dağıtmaktadır.	295
Dangote Sugar Refinery Plc	Nijerya	Nijerya'da kurulu bulunan Dangote Sugar Refinery PLC hem Nijerya hem de Afrika geneline ham şeker üretip, rafine etmekte, paketlemekte ve satmaktadır.	504
Dalmia Bharat Ltd	Hindistan	Hindistan'da kurulu bulunan, Dalmia Bharat Sugar and Industries Ltd. şeker üretmektedir. Şirket'in şeker kamışı öğütme tesisi bulunmaktadır.	4.569
Khon Kaen Sugar Industry Pcl	Tayland	Tayland'da kurulu bulunan Khon Kaen Sugar Industry Public Company Limited şeker üreticisi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket rafine ham şeker ve beyaz şekeri üretip satmaktadır. Ayrıca melastan etanol üretme faaliyeti de bulunmaktadır.	629
Kaset Thai International Sugar Corp Pcl	Tayland	Tayland'da kurulu bulunan Kaset Thai International Sugar Corp PCL, şeker üretip gerek Tayland içine gerekse de uluslararası piyasalara satmaktadır. Şirket ayrıca şeker üretimin yan ürünleri olan melas ve selülozden kağıt, alkol gibi yan ürünler de üretmektedir.	538
Msm Malaysia Holdings Bhd	Malezya	Malezya'da kurulu bulunan MSM Malaysia Holdings Bhd, şeker ürünleri üretmektedir. Şirket rafine beyaz şekerden kahverengi şekere kadar çok çeşitli şeker ürünleri üretip satmaktadır.	220
Rogers Sugar Inc	Kanada	Kanada'da kurulu bulunan Rogers Sugar Inc., hem şeker kamışından hem de şeker pancarından şeker ve akçağaç şurubu üretip satmaktadır. Şirket çok çeşitli ebat ve şekillerde şeker ve şurup üretebilmektedir.	495
Gelişmekte Olan Ülkeler Seçilmiş Gıda Firmaları			
Tiger Brands Limited	Güney Afrika	Güney Afrika'da kurulu bulunan Tiger Brands Limited, şekerleme, unlu mamuller, yenilebilir yağlar gibi genel gıda ürünlerinin üretim, satış ve dağıtımını yapmaktadır.	3.104
Savola Group	Suudi Arabistan	Suudi Arabistan'da kurulu bulunan Savola Grup, yenilebilir yağlar, atıştırılabilir ürünler, rafine şeker, süt ve süt ürünleri gibi çok çeşitli gıda ürünleri üretip, pazarlamaktadır.	5.803
Grupo Nutresa S.A. (Nutresa)	Kolombiya	Kolombiya'da kurulu bulunana Grupo Nutresa SA, hem ulusal hem de uluslararası piyasada, gıda ürünleri üretim ve dağıtımını yapmaktadır. Şirket'in ürünleri arasında çikolata, kahve, makarna, dondurma ve et ürünleri bulunmaktadır.	2.707

Almarai Co.	Suudi Arabistan	Suudi Arabistan'da kurulu bulunan Almarai Company JSC. bir gıda ve içecek şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket'in, meyve suları, unlu mamuller, süt ve süt ürünleri, bebek mamaları gibi çok geniş bir yelpazede üretim ve satışı bulunmaktadır.	15.200
Juhayna Food Industries Sae	Mısır	Mısır'da kurulu bulunan Juhayna Food Industries, süt, yoğurt, meyve suyu, krema ve tatlı gibi gıda ürünleri işleyip satmaktadır.	254

Gelişmiş Ülkeler – Seçilmiş Gıda Firmaları			
Nestle Sa	İsviçre	Nestle S.A, uluslararası alanda faaliyet gösteren bir gıda şirkettir. Faaliyet gösterdiği alanlar arasında, süt ve sütlü ürünler, çikolata, şekerleme, kahve, su, hayvan mamaları gibi çok çeşitli gıda ürünleri bulunmaktadır.	356.750
Danone Sa	Fransa	Uluslararası bir gıda üreticisi olan Danone, tüm dünyada sütlü mamuller, meyve suyu, bebek maması gibi ürünler üretilmektedir.	48.903
Aak	İsveç	İsveç'te kurulu bulunan, AAK AB, Avrupa ve Amerika'ya bitkisel yağlar, çikolata ve şekerleme mamuller, gıda malzemeleri ve yemler gibi ürünler üretilmektedir.	5.962
The Kraft Heinz Co	ABD	ABD'de kurulu bulunan Kraft Heinz Company, uluslararası alanda işlenmiş gıda ürünleri üretilmektedir. Ürünleri arasında süt ürünleri, soslar, süt tozu ve diğer işlenmiş gıda ürünleri yer almaktadır.	53.929
Jm Smucker Co	ABD	ABD'de kurulu bulunan The JM Smucker Company, tüm dünyaya fıstık ezmesi, meyve ezmesi, unlu mamuller, meyve suları, şeker şurupları ve içecekler gibi çok geniş bir yelpazede işlenmiş gıda ürünleri satmaktadır.	14.896
Kellogg Co	ABD	ABD'de kurulu bulunan Kellogg Company, mısır gevrekleri tahıl barlar, atıştırmalıklar gibi tahıl ve şekerli mamuller üretimi ve satışı yapmaktadır.	22.623

Söz konusu şirketlerin 04/06/2021 tarihi itibarıyla mevcut piyasa değerleri üzerinden hesaplanan FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Şirket	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
Gelişmekte Olan Ülkeler - Seçilmiş Şeker Üreticileri			
Nanning Sugar Manufacturing Co Ltd	12,53	74,28	26,86
Bannari Amman Sugars Ltd	8,22	23,38	1,59
Dangote Sugar Refinery Plc	3,19	6,94	1,66
Dalmia Bharat Ltd	10,58	149,10	3,16
Khon Kaen Sugar Industry Pcl	26,71	-236,65	1,03
Kaset Thai International Sugar Corp Pcl	11,69	29,46	2,00
Msm Malaysia Holdings Bhd	10,11	-12,73	0,57
Rogers Sugar Inc	10,47	16,84	2,21
Medyan	10,52	26,42	1,66
Gelişmekte Olan Ülkeler Seçilmiş Gıda Firmaları			
Tiger Brands Limited	8,32	28,37	2,73
Savola Group	14,72	23,89	2,64
Grupo Nutresa S.A. (Nutresa)	nm	17,27	1,21
Almarai Co.	13,97	28,72	3,63
Juhayna Food Industries Sae	4,01	9,45	1,39
Medyan	11,15	23,89	2,64

Gelişmiş Ülkeler – Seçilmiş Gıda Firmaları	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD
Nestle Sa	19,24	26,27	7,03
Danone Sa	10,76	20,68	2,48
Aak	20,11	31,55	5,08
The Kraft Heinz Co	12,15	151,48	1,08
Jm Smucker Co	11,67	19,22	1,82
Kellogg Co	13,76	18,08	7,27
Medyan	12,96	23,47	3,78

Anlamli olmayan çarpan değerlerini dışarıda bırakmak için medyan değerleri kullanılmıştır. Ayrıca PD/DD hesaplaması yapılırken karşılaştırılabilir olması açısından Şirket'in düzeltilmiş özkaynak değeri kullanılmıştır. Farklı kategorilerdeki seçilmiş firmalar için gelişmekte olan ülkelerdeki şeker üreticileri için %50, gelişmekte olan ülkelerde yer alan seçilmiş gıda şirketleri için %30 ve gelişmiş ülkelerde yer alan seçilmiş gıda şirketleri için de %20 ağırlık kullanılarak aşağıdaki tabloda verilen ortalama FD/ FAVÖK, F/K ve PD/DD değerlerine ulaşılmıştır.

	FD/FAVÖK	F/K	PD/DD -	Ağırlık
Gelişmekte Olan Ülkeler - Seçilmiş Şeker Üreticileri	10,5	26,4	1,7	50%
Gelişmekte Olan Ülkeler Seçilmiş Gıda Firmaları	11,1	23,9	2,6	30%
Gelişmiş Ülkeler – Seçilmiş Gıda Firmaları	13,0	23,5	3,8	20%
Ağırlıklı Ortalama	11,2	25,1	2,4	
Firma Değeri	439.207.512			
Net Nakit (+)	156.093.067			
Kar Payı Düzeltmesi (-)	31.839.403			
Özsermaye Değeri	563.461.176	784.114.915	877.247.231	
<i>Ağırlık</i>	<i>40%</i>	<i>30%</i>	<i>30%</i>	
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	723.793.114			

FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanlarına göre hesaplanan Firma Değeri net nakit ve kar payı düzeltilmesinden sonra Yurtiçi Çarpan Analizinde kullanılan benzer oranlar kullanılarak ağırlıklandırılmış ve Kütahya Şeker için **723.793.114 TL piyasa değerine** ulaşılmıştır.

Nihai Piyasa Çarpan Analizi Değeri

Yurtiçi ve yurtdışı seçilmiş benzer şirketler analizi sonucu hesaplanan değerler eşit ağırlıklı olarak dikkate alınmış ve nihai özsermaye değerine ulaşmak için Şirket'in aktifinde bulunan ancak faaliyetlerinde kullanılmayan ve yatırım amaçlı gayrimenkul olarak sınıflanan arsaların değeri eklenerek Kütahya Şeker için **848.792.834 TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır.

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

6. Nihai Değerleme

Nihai Değerleme kapsamında Şirket için hesaplanan Piyasa Çarpanları Değerlemesi ve INA analizi ile hesaplanan Şirket değerleri, Şirket'in birebir benzer bir şirketi olmaması ve Şirket'in gelecekteki nakit üretme potansiyelini daha net bir şekilde göstermesi nedeniyle INA analizi %75 ve Piyasa Çarpan Analizi de %25 ağırlık verilerek Kütahya Şeker için Halka Arz İskontosu öncesi Nihai Özsermaye Değeri 1.212.355.341 TL ve %20 halka arz iskontosu ile Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri 966.000.000 TL ve pay başında değer de 21 TL olarak belirlenmiştir.

TL	INA Analizi	Piyasa Çarpanları Analizi
Özsermaye Değeri	1.333.542.843	848.792.834
<i>Ağırlık</i>	75%	25%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	1.212.355.341	

PAY BAŞINA DEĞER HESAPLAMASI (TL)	
Nominal Sermaye	46.000.000
Halka Arz İskontosu Öncesi Özsermaye Değeri	1.212.355.341
Halka Arz İskontosu (-)	-20%
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri	966.000.000
Pay Başına Değer (TL)	21,00