



**Kayseri  
Şeker**

# **Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu**

**09 Mayıs 2023**

## İÇİNDEKİLER

1. ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ	2
2. HALKA ARZ İLE İLGİLİ BİLGİLER	3
3. ÖZET FİNANSALLAR	4
4. DEĞERLEME	5
5. GÖRÜŞ	8

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta açıklanan Kayseri Şeker Fabrikası Anonim Şirketi ("Şirket" ve/veya "KAYSE") Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 25 Nisan 2023 tarihli Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan elde edilmiştir.

## 1. ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Kayseri Şeker Fabrikası Anonim Şirketi tamamen özel bir şirket olarak kurulmuş olup, 6 Kasım 1955 tarihinde faaliyete başlamıştır. Şirketin ana faaliyeti; kristal, toz ve küp şeker üretimi ve ticareti, şeker sanayinin yan ürünü olan yaş küspe, kuru küspe, melas, melaslı kuru küspe, kireç taşı, elektrik üretimi ile tohum ve gübre ticareti yapmaktadır. Şirketin yakın zamanda büyüme süreciyle ilgili atmış olduğu önemli adımlara bakıldığında ise;

2006 yılında ise Boğazlıyan Şeker ve Mamulleri Entegre Tesisi faaliyete geçmiştir.

13 Mart 2007 tarihinde Pan Pazarlama kurulurken şirketin ana faaliyet konusu; her nevi şeker ve şeker sanayinin yan ürünü olan yaş ve kuru küspe, maya, alkol, ispirito, organik asitler, yem, gübre ve şekerli maddeler ile diğer gıda maddelerinin pazarlama ve satışını yapmaktadır.

16 Şubat 2010 tarihinde Panpet Petrol Sanayi ve Ticaret A.Ş. kurularak karayolu nakliyat hizmetleri, akaryakıt ürünlerinin perakende ve toptan satışı, şeker pancardan üretilmiş kristal şekerin satışı, hayvan yemi olarak tüketilen melaslı pelet kuru küspe üretimi, hafriyat yükleme, taşıma ve boşaltma faaliyetlerinde bulunmaktadır.

1 Haziran 2010 tarihinde ise Pankent Sanayi ve Ticaret A.Ş. tescil edilerek kurulmuştur. Polipropilen dokuma çuval, lamineli çuval, çuval, iç torba ve rafyalık ip üretmektedir.

4 Kasım 2010 tarihinde de süt ve hayvancılık alanında faaliyet gösteren Pan Doğa ve Sanayi ve Ticaret A.Ş. kurulmuştur.

2014 yılında Kayseri Şeker AR-GE merkezi faaliyete geçmiştir.

2015 yılında depoculuk alanında faaliyet gösteren Kayseri Şeker Tarım Ürünleri Lisanslı Depoculuk A.Ş. kurulmuştur.

2017 yılında ise Pan Enerji markasının tescili alınmıştır.

2018 yılında ise Turhal Şeker Fabrikası ÖİB ile yapılan sözleşme sonrası satın larak bünyeye katılmıştır ve toplam üretim kotası 429.550 tona yükselmiştir.

2017 yılında Kayseri Şeker'in ÖİB'nin mülkiyetinde bulunan paylarının Şirket'in sermayesinin %10'unu temsil eden kısmı TVF'ye devredilmiştir. 2019 yılında ise şirket sermayesinin %1,07'sini temsil eden kısım TVF'ye devredilerek, TVF'nin şirket sermayesindeki payı %11,07'ye yükselmiştir.

Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş.'nin yıllık hasılatının %70 - %80'ni şeker satışları oluşturmaktadır. Aşağıda tabloda şirketin elde ettiği hasılatlar ürün bazında gösterilmiştir.

Hasılat	31.10.2022	Dağılım %	30.04.2022	Dağılım %	30.04.2021	Dağılım %	30.04.2022	Dağılım %
Kristal Şeker	817.841.221	0,63	3.848.675.993	0,75	2.049.021.081	0,72	1.430.685.617	0,72
Melas Satışları	115.315.862	0,09	262.887.039	0,05	160.443.764	0,06	129.919.974	0,07
Küspe Satışları	29.997.545	0,02	127.822.541	0,02	129.891.279	0,05	68.415.832	0,03
Gübre ve Tohum Satışları	123.952.754	0,10	482.082.190	0,09	270.118.268	0,10	187.086.951	0,09
Bağlı Ortaklık ve Diğer Satışları	212.991.618	0,16	418.910.467	0,08	252.761.341	0,09	179.545.701	0,09
İade ve İskontolar (-)	-141.369	-	-2.189.352	-	-20.704.345	-	-71.793	-
<b>Toplam</b>	<b>1.299.957.631</b>	<b>100</b>	<b>5.138.188.878</b>	<b>100</b>	<b>2.841.531.388</b>	<b>100</b>	<b>1.995.582.282</b>	<b>100</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## 2. HALKA ARZ İLE İLGİLİ BİLGİLER

### 2.1. Halka Arza İlişkin Özel Bilgiler

HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİLER	
BİST İşlem Kodu	KAYSE.HE
BİST Kod Açıklaması	Kayseri Şeker Fabrikası Anonim Şirketi
Halka Arz Fiyatı	16,27 TL
İskonto Oranı	20,00%
Talep Toplama	10 - 11 - 12 Mayıs 2023
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtılacak Lot	106.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	1.724.620.000 TL
Halka Arz Oranı	15,0%
Dağıtım Oranları	* Yurtiçi Bireysel Yatırımcı 68.900.000 Lot (%65) * Yurtiçi Kurumsal Yatırımcı 26.500.000 Lot (%25) * Çalışanlar ve Çiftçiler 5.300.000 Lot (%5) * Yurtdışı Kurumsal Yatırımcı 5.300.000 Lot (%5)
Taahhütler	* Payların işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 gün boyunca fiyat istikrarı planlanmaktadır. * Şirket 1 yıl süreyle sermaye artırımını gerçekleştirmeyecek * Şirket ortakları 6 ay boyunca pay satışı yapmayacak

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### 2.2. Ortaklık Yapısı

Pay Sahibi	Halka Arzdan Önce		Halka Arzdan Sonra	
	TL	%	TL	%
S.S Kayseri Pancar Ekicileri Kooperatifi	351.622.539	58,6	351.622.539	49,8
Türkiye Varlık Fonu	66.438.243	11,1	66.438.243	9,4
Diğer Pancar Ekicileri Kooperatifi	181.939.218	30,3	181.939.218	25,8
Halka Açık	-	-	106.000.000	15,0
<b>Toplam Sermaye</b>	<b>600.000.000</b>	<b>100</b>	<b>706.000.000</b>	<b>100</b>

Kaynak: İzahname

### 2.3. Halka Arz Gelirinin Kullanım Alanı

Alan	% Pay
AR-GE Faaliyetleri	10 - 15
İşletme Sermayesi	55 - 60
Kayseri Şeker Güneş Enerji Santrali Yatırımı	15 - 20
Entegrasyon ve Modernizasyon Yatırımları	20 - 25

Kaynak: İzahname

### 3. ÖZET FİNANSALLAR

Şirket'in bağımsız denetim raporunda açıklamış olduğu geçmiş dönemlere ait finansal tabloları aşağıdaki gibidir;

#### 3.1. Bilanço

Bilanço (TL)	30 Nisan 20	30 Nisan 21	30 Nisan 22	31 Ekim 22
Nakit ve nakit benzerleri	13.560.312	205.491.545	180.318.612	154.746.735
Ticari alacaklar	707.240.806	690.152.200	465.074.376	101.902.874
Diğer alacaklar	52.688.499	4.208.196	89.720.134	122.513.191
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	2.924.307	41.623	2.292	19.985.905
Canlı varlıklar	17.638.136	16.341.832	21.552.443	16.708.421
Stoklar	605.894.576	522.155.117	554.991.029	3.406.252.237
Peşin ödenmiş giderler	157.239.933	220.728.374	617.761.988	1.447.677.854
Diğer dönen varlıklar	13.110.192	7.621.451	29.996.109	209.594.422
<b>Toplam dönen varlıklar</b>	<b>1.570.296.761</b>	<b>1.666.740.338</b>	<b>1.959.416.983</b>	<b>5.479.381.639</b>
Ticari alacaklar	53.352	1.241.280	60.984	71.984
Diğer alacaklar	195.199	302.278	302.241	303.016
Finansal yatırımlar	7.624.073	7.624.074	7.624.074	7.624.074
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar	--	267.605	475.114	601.664
Canlı varlıklar	28.635.293	38.196.620	63.378.259	61.756.147
Maddi duran varlıklar	1.489.781.639	1.436.311.613	3.842.325.459	3.876.816.814
Maddi olmayan duran varlıklar	343.104.822	343.466.706	344.872.641	344.948.401
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	897.643.000	957.953.565	1.510.130.000	1.510.130.000
Ertelenmiş vergi varlığı	2.548.664	2.527.128	827.883	1.291.786
Peşin ödenmiş giderler	1.099.523	1.904.534	6.386.796	12.535.786
<b>Toplam duran varlıklar</b>	<b>2.770.685.565</b>	<b>2.789.795.403</b>	<b>5.776.383.451</b>	<b>5.816.079.672</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>4.340.982.326</b>	<b>4.456.535.741</b>	<b>7.735.800.434</b>	<b>11.295.461.311</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	687.413.361	558.897.502	496.424.899	1.422.360.934
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	216.099.460	530.676.545	369.657.557	234.333.139
Ticari borçlar	101.059.135	167.404.198	225.148.536	2.765.073.221
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	12.753.372	13.503.020	16.227.300	51.855.960
Diğer borçlar	198.683.653	131.081.973	157.408.230	25.680.449
Ertelenmiş gelirler	47.604.668	88.834.140	93.816.371	169.780.283
Dönem karı vergi yükümlülüğü	4.475.420	11.332.796	109.523.176	36.639.934
Kısa vadeli karşılıklar	19.658.587	19.430.319	22.635.200	28.186.747
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	42.177.602	44.373.919	41.667.229	12.031.094
<b>Toplam kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>1.329.925.258</b>	<b>1.565.534.412</b>	<b>1.532.508.498</b>	<b>4.745.941.761</b>
Uzun vadeli yükümlülükler Uzun vadeli borçlanmalar	677.453.258	704.539.731	98.167.865	102.524.356
Diğer borçlar	201.258.304	98.956.697	5.235.120	3.868.518
Uzun vadeli karşılıklar	55.877.734	72.499.257	124.009.395	162.278.988
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	176.583.467	147.106.671	451.708.273	454.848.678
Ertelenmiş gelirler	--	--	2.518.262	5.963.807
<b>Toplam uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>1.111.172.763</b>	<b>1.023.102.356</b>	<b>681.638.915</b>	<b>729.484.347</b>
<b>Toplam yükümlülükler</b>	<b>2.441.098.021</b>	<b>2.588.636.768</b>	<b>2.214.147.413</b>	<b>5.475.426.108</b>
Ödenmiş sermaye	600.000.000	600.000.000	600.000.000	600.000.000
Kâr veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler	1.098.626.318	1.092.859.960	3.396.576.583	3.379.043.235
Kardan ayrılmış kısıtlanmış yedekler	57.687.822	57.985.605	59.494.273	74.981.018
Geçmiş yıllar karları	41.653.137	138.262.511	111.915.121	1.450.095.182
Net dönem karı	96.907.157	-26.486.796	1.353.666.806	315.914.970
Ana ortaklığa ait özkaynaklar toplamı	1.894.874.434	1.862.621.280	5.521.652.783	5.820.034.405
Kontrol gücü olmayan paylar toplamı	5.009.870	5.277.693	238	798
<b>Toplam özkaynaklar</b>	<b>1.899.884.304</b>	<b>1.867.898.973</b>	<b>5.521.653.021</b>	<b>5.820.035.203</b>
<b>Toplam kaynaklar</b>	<b>4.340.982.325</b>	<b>4.456.535.741</b>	<b>7.735.800.434</b>	<b>11.295.461.311</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

### 3.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	30 Nisan 20	30 Nisan 21	30 Nisan 22	31 Ekim 21	31 Ekim 22
Hasılat	1.995.582.282	2.841.531.388	5.138.188.878	795.998.567	1.299.957.631
Satışların maliyeti	-1.607.215.672	-2.568.344.995	-3.430.816.577	-726.892.345	-653.247.418
<b>Brüt kar</b>	<b>388.366.610</b>	<b>273.186.393</b>	<b>1.707.372.301</b>	<b>69.106.222</b>	<b>646.710.213</b>
Genel yönetim giderleri (-)	-64.412.827	-71.086.291	-92.754.951	-42.748.371	-90.997.797
Satış, pazarlama ve dağıtım giderleri (-)	-88.518.906	-85.385.558	-100.068.581	-24.593.213	-34.833.363
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	-12.830.521	-10.975.369	-15.889.216	-6.546.067	-13.188.592
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	63.825.213	65.283.376	70.977.273	17.277.540	24.323.866
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	-25.417.596	-36.210.700	-65.996.538	-19.285.052	-12.950.382
<b>Esas faaliyet karı/ (zararı)</b>	<b>261.011.973</b>	<b>134.811.851</b>	<b>1.503.640.288</b>	<b>-6.788.941</b>	<b>519.063.945</b>
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	335.057.032	64.214.244	552.539.262	--	1.297.018
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	-162.833.853	-41.107	-105.932	-65.891	--
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımların karlarından paylar	--	117.605	207.509	-198.736	126.550
<b>Finansman gideri öncesi faaliyet karı/(zararı)</b>	<b>433.235.152</b>	<b>199.102.593</b>	<b>2.056.281.127</b>	<b>-7.053.568</b>	<b>520.487.513</b>
Finansman gelirleri	1.971.368	20.926.483	24.393.656	17.113.549	18.116.055
Finansman giderleri (-)	-344.038.204	-260.453.470	-382.606.756	-183.400.562	-172.388.307
Finansman giderleri, net	-342.066.836	-239.526.987	-358.213.100	-166.287.013	-154.272.252
<b>Sürdürülen faaliyet vergi öncesi dönem karı/ (zararı)</b>	<b>91.168.316</b>	<b>-40.424.394</b>	<b>1.698.068.027</b>	<b>-173.340.581</b>	<b>366.215.261</b>
Dönem vergi gideri	-4.475.420	-13.816.144	-140.745.488	943.159	-43.239.885
Ertelenmiş vergi geliri (gideri)	11.004.823	28.021.566	-203.655.799	43.880.410	-7.059.846
<b>Sürdürülen faaliyetler dönem karı/ (zararı)</b>	<b>97.697.718</b>	<b>-26.218.973</b>	<b>1.353.666.740</b>	<b>-128.517.012</b>	<b>315.915.530</b>
Kontrol gücü olmayan paylar	790.561	267.823	-66	100.958	560
Ana ortaklık payları	96.907.157	-26.486.796	1.353.666.806	-128.617.970	315.914.970
<b>Net dönem (zararı)/ karı</b>	<b>97.697.718</b>	<b>-26.218.973</b>	<b>1.353.666.740</b>	<b>-128.517.012</b>	<b>315.915.530</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

## 4. DEĞERLEME

### 4.1. Piyasa Çarpanları Analizi

#### 4.1.1. Yurtiçi Benzer Şirketlerin Çarpan Sonuçları

Yurtiçi benzer şirket özkaynak değerinin hesaplanmasında F/K, FD/FAVÖK, PD/DD ve FD/SATIŞLAR çarpanlarını kullanılmıştır. Bu çarpanların değerine göre şirketin özkaynak değeri **12.122 Mn TL** olarak hesaplanmıştır.

Çarpan	Baz	Yurt İçi Benzer Şirketlerin Çarpan Sonuçları			Ağırlıklı Özkaynak
		2022/6 Finansal (Mn TL)	Özkaynak Değeri (Mn TL)	Ağırlık	
F/K	8,4	1.798,1	15.084,9	25%	3.771,2
FD/FAVÖK	8,1	2.168,3	15.984,5	25%	3.996,1
PD/DD	2,0	5.820,0	11.479,0	25%	2.869,7
FD/SATIŞLAR	1,3	5.642,1	5.901,4	25%	1.475,3
<b>Ağırlıklı Özkaynak Değeri</b>					<b>12.112,5</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### 4.1.2. Yurtdışı Benzer Şirketlerin Çarpan Sonuçları

Yurtdışı benzer şirket özkaynak değerinin hesaplanmasında F/K, FD/FAVÖK, PD/DD ve FD/SATIŞLAR çarpanlarını kullanılmıştır. Bu çarpanların değerine göre şirketin özkaynak değeri **12.393 Mn TL** olarak hesaplanmıştır.

Çarpan	Baz	Yurt Dışı Benzer Şirketlerin Çarpan Sonuçları			Ağırlıklı Özkaynak
		2022/6 Finansal (Mn TL)	Özkaynak Değeri (Mn TL)	Ağırlık	
F/K	10,2	1.798,1	18.397,9	25%	4.599,5
FD/FAVÖK	8,1	2.168,3	16.005,1	25%	4.001,3
PD/DD	1,7	5.820,0	9.620,8	25%	2.405,2
FD/SATIŞLAR	1,3	5.642,1	5.549,4	25%	1.387,4
<b>Ağırlıklı Özkaynak Değeri</b>					<b>12.393,3</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### 4.1.3. Piyasa Çarpanları Analizi Sonuç

Yurtiçi ve Yurtdışı benzer şirketlerin F/K, FD/FAVÖK, PD/DD ve FD/SATIŞLAR çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine %50 yerli, %50 yabancı ağırlık verilmiştir. Çarpan analizi sonucunda Şirket'in özkaynak değeri **12.252.889.132 TL** olarak hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi			
Yurtiçi Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları	12.112.468.869	50%	6.056.234.435
Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları	12.393.309.396	50%	6.196.654.698
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>			<b>12.252.889.132</b>
<b>Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değeri</b>			<b>20,42</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### 4.2. İNA

##### 4.2.1. Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

- Finansal borç / (finansal borç + özsermaye) oranı %23 kullanılmıştır.
- Risksiz getiri oranında Türkiye 5 yıllık TL TRT110827T16 kodlu tahvilin ihracından değerlendirme tarihi itibarıyla 1 yıllık ortalaması olan %13,96 dikkate alınmıştır. Tahvil oranlarının gerilemesinden kaynaklı olarak ek %3,5 risk primi eklenerek %17,46 kullanılmıştır.
- Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- Risk primi %5,5 kullanılmıştır.
- Borçlanma maliyeti, şirketin 31.10.2022 denetim raporunda açıklanan EUR, USD ve TL krediler üzerinden %17,51 borç maliyeti hesaplanmıştır.
- Vergi oranı 2022'de %23 olup, uzun vadeli projeksiyon dönemini kapsayan AOSM hesaplamasında kurumlar vergisi oranı %20 olarak dikkate alınmıştır.

2022 yılı için AOSM 20,76 ve sonrası için %20,88 olarak hesaplanmıştır.

AOSM	2022 T	2023 T
Risksiz Getiri Oranı	17,46%	17,46%
Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%
Beta	1,0	1,0
Özkaynak Maliyeti	22,96%	22,96%
Borç Maliyeti	17,51%	17,51%
Borç Maliyeti (1-vergi)	13,48%	14,01%
Hedef Borç Ağırlığı	23,00%	23,00%
Özkaynak Ağırlığı	77,00%	77,00%
<b>AOSM</b>	<b>20,76%</b>	<b>20,88%</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### 4.2.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Projeksiyon

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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### 4.3. Değerleme Yöntemleri Sonucu

Çarpan analizinde Yurtiçi ve Yurtdışı benzer şirketlerin F/K, FD/FAVÖK, PD/DD ve FD/SATIŞLAR çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine %50 yerli, %50 yabancı ağırlık verilmiştir. Değerleme çalışmasında nihai sonuca ulaşırken İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Piyasa Çarpan Analizi %50 - %50 ağırlıklandırılarak **12.204.187.538 TL** özkaynak değerine ulaşılmıştır. Halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden %20 iskonto uygulanarak, hisse başı halka arz fiyatı **16,27 TL** hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemleri Sonuç		
İNA	50%	12.155.485.944
Piyasa Yaklaşımı - Yurt içi Benzer Şirketler	25%	12.112.468.869
Piyasa Yaklaşımı - Yurt Dışı Benzer Şirketler	25%	12.393.309.396
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	100%	12.204.187.538
Pay Adedi		600.000.000
<b>Ağırlıklandırılmış Pay Değeri</b>		<b>20,34</b>
<b>Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL)</b>		<b>31.10.2022 - Son 12 Ay</b>
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri		12.204.187.538
Halka Arz İskontosu		20,00%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri		9.763.350.031
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye		600.000.000
<b>Halka Arz Pay Başına Değer</b>		<b>16,27</b>
Sermaye Artırım Oranı		17,70%
Sermaye Artırım (Pay Adedi)		106.000.000
Sermaye Artırım (TL Tutar)		1.724.620.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri		11.486.620.000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye		706.000.000
Halka Açıklık Oranı		15,01%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## 5. GÖRÜŞ

Kamuya açıklanan ilgili raporlarda şirketin faaliyetleri, sektör ve değerlendirme yöntemlerine ilişkin bilgilerin detaylı ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Bu bilgiler ışığında;

- Çarpan analizinde Yurtiçi ve Yurtdışı benzer şirketlerin F/K, FD/FAVÖK, PD/DD ve FD/SATIŞLAR çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine %50 yerli, %50 yabancı ağırlık verilmesini makul değerlendiriyoruz.
- AOSM hesaplamasında risksiz getiri oranının Türkiye 5 yıllık TL TRT110827T16 kodlu tahvilin 1 yıllık ortalaması olan %13,96 alınması ve %3,5 risk primi eklenmesi makul olup, projeksiyonda uç değer büyüme oranının %5 alınması ve fiyat tespit raporunda belirtilen büyüme projeksiyonlarının uygun olduğu kanaatindeyiz.
- Şirket değerinin hesaplanmasında her iki değerlendirme yöntemine %50 ağırlık verilip, bulunan değere %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak bulunan 16,27 TL pay başına fiyatın makul olduğu kanaatindeyiz.