

Tarih: 29.01.2024
Sayı: 143

SERMayE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞINA
Ortaklar Finansmanı Dairesi'ne
Eskişehir Yolu 8. Km No: 156

Konu: Bor Şeker A.Ş. paylarının ilk halka arzına ilişkin hazırlanan fiyat tespit raporu hk.

Bor Şeker A.Ş.'nin sermaye artırım ve mevcut ortakların satışı suretiyle halka arz edilecek toplam 70.000.000 TL nominal değerli payların halka arzı amacıyla Kurulunuza yapılan başvuruya ilişkin hazırlanan fiyat tespit raporu ekte yer almaktadır.

Bilgilerinize arz ederiz.

Saygılarımızla,

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Gökhan Tosun
Yönetim Kurulu Üyesi

Ersan Akpınar
Genel Müdür


Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Ek: Fiyat Tespit Raporu





Bor Şeker Anonim Şirketi

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

29.01.2024


Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

İçindekiler

1. Yönetici Özeti	2
2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler	4
2.1 Şirket'in Genel Bilgileri.....	4
2.2 Şirket'in Faaliyetleri.....	5
2.3 Bor Şeker'in Satışları Hakkında Genel Bilgi.....	6
2.4 Finansal Bilgiler	7
2.4.1 Gelir Tablosu	7
2.4.2 Bilanço.....	14
3. Sektör Hakkında Bilgi	19
3.1 Bor Şeker'in Faaliyet Gösterdiği Sektördeki Avantajları/Dezavantajları	22
4. Değerleme Çalışması.....	23
4.1. Değerleme Çalışmasına İlişkin Beyan	23
4.2. Değerlemeye İlişkin Veri Kaynakları, Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Şartlar	24
4.3. Değerleme Proje Ekibi.....	25
5. Değerleme Analizi	25
5.1 Değerlemede Kullanılan Yöntemler	25
5.2 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	25
5.2.1 Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri.....	26
5.2.2 Yurt İçi Gıda, İçecek Endeksi Şirketleri Çarpan Değerleri.....	28
5.2.3 Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları	29
5.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi.....	29
5.3.1 Varsayımlar	29
5.3.2 Gelir Tablosu Projeksiyonu	30
5.3.3 İşletme Sermayesi İhtiyacı.....	31
5.3.5 Net Finansal Borç veya Net Nakit	32
5.3.6 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM).....	33
5.3.7 İndirgenmiş Nakit Akımları.....	33
5.4 Sonuç	34


Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

1. Yönetici Özeti

29.01.2024 tarihli bu rapor, 17.08.2023 tarihinde Bor Şeker Anonim Şirketi (“Bor Şeker”, “İhraççı” veya “Şirket”) ile Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Gedik Yatırım”) arasında imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Sözleşmesi kapsamında Şirket’in öz sermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu’nun III.62-1 sayılı “Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ”i gereği Uluslararası Değerleme Standartları’na uygun olarak tespiti amacıyla ve Sermaye Piyasası Kurulu Karar Organı’nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı çerçevesinde hazırlanmıştır.

Proje Ekibi: Konusunda uzman çalışma ekibi, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman Direktörü Dr. Emre Akyol, CFA tarafından yönetilmiştir.

Dr. Emre Akyol, CFA, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman Direktörü, bankaların ve aracı kurumların Hazine, Araştırma ve Kurumsal Finansman departmanlarında çalışmıştır ve 27 yıllık iş tecrübesine sahiptir. Dr. Akyol, aynı zamanda 15 yıldır da İstanbul Bilgi Üniversitesi İşletme Fakültesi’nde öğretim görevlisi olarak çalışmaktadır ve kurumsal finansman, varlık değerlendirme ve portföy yönetimi yüksek lisans dersleri vermektedir. Dr. Akyol, Boğaziçi Üniversitesi Ekonomi Bölümü’nden lisans, London City Business School İşletme Bölümü’nden yüksek lisans ve İstanbul Üniversitesi Finans Bölümü’nden doktora derecelerine sahiptir ve ayrıca CFA unvanı taşımaktadır. (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.201472)

Şirket’in işbu Fiyat Tespit Raporu’nda yer alan değerlendirme çalışmasının, SPK’nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak 4.1 no.lu başlıkta yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına Yeditepe Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023, 30.09.2023 için hazırlanan finansal tablolar ve bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin 2023 – 2029 yılları ile ilgili pro forma finansal tahminleri ve Gedik Yatırım’ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

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

Gedik Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında Şirket’in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu da bulunmamaktadır. Gedik Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler ve özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları, Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya Gedik Yatırım tarafından geçmiş yılların finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler (projeksiyon verileri) Gedik Yatırım değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmektedir. Şirket’in rekabet ettiği spesifik pazar ve ürüne ilişkin bağımsız bir kuruluş tarafından gerçekleştirilmiş bir ticari inceleme raporu bulunmamaktadır. Dolayısıyla, verilen tahminleri bağımsız bir rapor ile kıyaslamak mümkün değildir. Gedik Yatırım olarak, Şirket’in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

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

1. **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
2. **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Analizi

Değerleme metodolojileri, sektörün ve Şirket’in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiştir. Uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin, Şirket’in adil değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.


Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Şirket'in değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizi eşit ağırlıklandırılmış olup, 6.634.631.590 TL adil öz sermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 200.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına adil değeri 33,17 TL olarak hesaplanmıştır. %20 halka arz iskontosu sonrasında ise öz sermaye değeri 5.307.705.272 TL, pay başına değer ise virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanarak **26,54 TL** olarak hesaplanmıştır. Sermaye artırımını yoluyla halka arz edilecek nominal paylar 40.000.000 TL, ortak satışı yoluyla halka arz edilecek nominal paylar 30.000.000 TL'dir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 1.857.800.000 TL olup, halka açıklık oranı %29,17 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesi 240.000.000 TL, piyasa değeri ise 6.369.600.000 TL'ye tekabül etmektedir.

Değerleme Sonucu (Bin TL)	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	50%	6.640.941
Piyasa Yaklaşımı – Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları	25%	6.819.195
Piyasa Yaklaşımı – Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları	25%	6.437.449
Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri	100%	6.634.632
Pay Adedi		200.000
Ağırlıklandırılmış Adil Pay Değeri		33,17

Halka Arza İlişkin Bilgiler (bin TL)	
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	6.634.632
Halka Arz İskontosu	20%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri	5.307.705
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	200.000
Halka Arz Pay Başına Değer	26,54
Sermaye Artırım Oranı	20,00%
Sermaye Artırımı (Pay Adedi)	40.000
Sermaye Artırımı (TL Tutar)	1.061.600
Ortak Satışı Oranı	15,00%
Ortak Satışı (Pay Adedi)	30.000
Ortak Satışı (TL Tutar)	796.200
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	70.000
Halka Arz Büyüklüğü	1.857.800
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	6.369.600
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	240.000
Halka Açıklık Oranı	29,17%

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

2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

2.1 Şirket'in Genel Bilgileri

Bor Şeker Fabrikası, 1983 yılında Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş. tarafından kurulmuş ve 2018'de DSL Yatırım ve Danışmanlık A.Ş. tarafından özelleştirme süreci kapsamında devralınmıştır. Bu süreçte mevcut kadronun büyük bir kısmı korunarak, her yıl yapılan yatırımlarla fabrikanın üretim kapasitesi ve kalitesi artırılmak suretiyle şeker üretimine devam edilmiştir.

2018 yılının ilk çeyreğinde büyük bir bütçeyle yapılan yatırımlar arasında 1 adet Pres Çamur Filtresi, 3 adet Kristal Şeker Santrifüjü, 3 adet Plakalı Eşanjör, 1 adet Küspe Presesi ve 5 adet Mum Tipi Koyu Şerbet Filtresi bulunmaktadır.

2019 yılının ortalarına doğru, tesisin gelişimi ve büyümesi için Küp ve Toz Şeker Paketleme Tesisi ve Bigbag paketleme ünitesi satın alınmıştır.

Gedik Yatırım
Menkul Değerler

Hızlı bir giriş yaparak üretimi ve verimliliği artırmak amacıyla, 2020 yılında 2 adet Döner Tambur Pancar Kıyım Makinesi, 2 adet Yoğunlaştırıcı Filtre ve 5 adet Saturasyon Sirkülasyon Sistemi fabrika bünyesine katılmıştır. Bu dönemde, 40 Ton/saat kapasiteli Akışkan Yataklı Doymuş Buhar Kazanı, Yüksek Verimli Şerbet Pompaları, 1 adet Teleskopik Yükleyici, 1 adet 2500 kW ve 1 adet 1600 kW Trafo gibi ekipmanlar tesislere entegre edilmiştir.

2020'nin sonlarına doğru, hedeflere ulaşma yolunda 3.000 m² Düşey Film Evaporatör, 1 adet 500 m³/saat Soğutma Kulesi, 200 KW'lık Hava Kompresörü gibi ekipmanlar satın alınarak fabrikanın kalitesi daha da artırılmış ve Bor Şeker öncü bir marka haline getirilmiştir. Yıl sonunda elde edilen büyük gelişimle birlikte önceki yıllara kıyasla fabrikanın kapasitesi, kalitesi ve üretim potansiyelinde belirgin bir artış sağlamıştır.

Şirket, 2022 Nisan ayında 20 ton/gün kapasiteli sıvı gübre tesisini bünyesine katmıştır. Bu tesis, 2022 – 2023 yılları arasında 7 çeşit organik ve 6 çeşit kimyasal olmak üzere toplamda 13 çeşit sıvı gübre üretmiştir. 2023 planlarına toz gübre üretimini de alan şirket, 2023 yılında toplamda 360 milyon TL'lik yatırım yapacaktır. Bu yapılan ve devam eden yatırımlarla temel amaç, üretim kapasitesini, ürün çeşitliliğini ve verimliliği artırmaktır.

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Sermaye (%)	Sermaye (TL)	Sermaye (%)
Arz Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi	100.000.000	50,0	85.000.000	35,4
A.Ş. İkinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu				
Emir Haktan Dışlı	26.000.000	13,0	11.000.000	4,6
Sadık Enes Dışlı	26.000.000	13,0	26.000.000	10,8
Eren Ali Dışlı	26.000.000	13,0	26.000.000	10,8
Handan Dışlı	22.000.000	11,0	22.000.000	9,2
Halka Açık Kısım	-	-	70.000.000	29,2
Toplam Sermaye	200.000.000	100,0	240.000.000	100,0

2.2 Şirket'in Faaliyetleri

Genel Bilgi

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

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

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

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

Pancar Küspesi (Posası): Şeker pancarındaki şekerin su ile ekstraksiyonu sonrasında kalan posadır. Hayvan yemi olarak yaygın şekilde kullanılır.

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

2.3 Bor Şeker'in Satışları Hakkında Genel Bilgi

Bor Şeker'in yıllık hasılatının %81-86'sını şeker satışları oluşturmaktadır. Bor Şeker, üretmiş olduğu şekerin büyük kısmını zincir mağaza kanalına satmaktadır. Üretim faaliyetlerini Bor, Niğde'de sürdürmektedir. Türkiye'nin tüm coğrafi bölgelerine satış yapılmaktadır. Aşağıdaki tabloda Şirket'in elde ettiği hasılat ürün bazında gösterilmiştir.

ÜRÜNLER (Bin TL)	31.03.2021	Satış İçindeki Payı	31.03.2022	Satış İçindeki Payı	31.03.2023	Satış İçindeki Payı	30.09.2023	Satış İçindeki Payı
Kristal Şeker Satışları	420.693	81,1%	475.827	84,2%	1.396.532	84,5%	1.100.011	86,1%
Küspe Satışları	42.189	8,1%	41.004	7,3%	85.294	5,2%	70.807	5,5%
Melas Satışları	38.850	7,5%	46.891	8,3%	85.097	5,1%	22.076	1,7%
Diğer	17.205	3,3%	1.728	0,3%	86.108	5,2%	84.529	6,6%

Kaynak: Şirket

Ülkemizde şeker üretimi “yıllık yurtiçi şeker ihtiyacı ve güvenlik stoku” esasına göre yapılmaktadır. Şeker Kanunu ile Türkiye’de şeker talebini karşılayacak düzeyde üretim planlaması yapılmakta olduğundan, ülke içinde pazarlanacak şeker miktarı garanti altına alınmaktadır. Ancak aşırı kuraklık, pancarda meydana gelebilecek hastalıklar, don olayları gibi anormal durumlardan dolayı eksik üretim meydana geldiğinde B kotası olarak adlandırılan güvenlik stoku devreye girmektedir. Yıllar itibarıyla incelendiğinde ülkemizde şeker üretiminde istikrar sağlanmış ve yurt içi talep yurt içi üretimle karşılanmıştır.

Şeker Kanunu ile Türkiye’de şeker talebini karşılayacak düzeyde üretim planlaması yapılmakta olup, ülke içinde pazarlanacak şeker miktarı, Cumhurbaşkanlığı tarafından tahsis edilen kotalar ile belirlenmektedir. Ülkemizin yıllık şeker ihtiyacının %97,5’i pancar şekeri, %2,5’i ise nişasta bazlı şeker (NBŞ) ile karşılanmak üzere programlanmaktadır.

2019/2020, 2020/21, 2021/22, 2022/23, 2023/24 pazarlama yıllarında Cumhurbaşkanı Kararı ile NBŞ kotası ülke toplam A kotasının %2,5’i oranında belirlenmiştir.

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

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

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

Türkiye’de halihazırda; 3.151.000 tonu pancar şekeri, 990.000 tonu nişasta bazlı şeker olmak üzere toplam 4.141.000 ton şeker üretim kapasitesi mevcuttur. Aşağıdaki tabloda Türkiye’de yıllar itibarıyla tahsis edilen şeker kotaları ile o yıllara ait satış ve stok durumu gösterilmiştir.

Şeker Üretimi, Satışı ve Stok Durumu

(Bin Ton)	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23
A Kotası	2.216	2.260	2.250	2.385	2.536	2.565	2.633	2.633	2.633	2.681
A Kotası Üretimi	2.207	2.055	1.891	2.383	2.525	2.206	2.458	2.633	2.469	2.450
Top. Üretim (A+B+C)	2.390	2.058	1.976	2.559	2.770	2.273	2.536	3.069	2.520	2.652
Yurtiçi Satış	2.083	2.019	1.988	2.389	2.268	2.455	2.468	2.507	2.573	2.638*
Yurtdışı Satış	319	192	33	56	77	223	56	427	126	116
(C Şekeri)										
Yıl Sonu Stok	83	22	0	0	257	8	4	125	22	0
A Kotası										
Yıl Sonu Stok	66	43	28	83	120	128	132	132	100	134
B Kotası										
Yıl Sonu Stok	76	7	3	63	193	29	46	56	10	3
C Şekeri										

*2022/23 yurtiçi satışına izin verilen 57,8 bin ton B kotası dahil.

Kaynak: Tarım ve Orman Bakanlığı, Şeker Dairesi Başkanlığı

İklim şartlarının elverişli gitmesi veya rekoltenin fazla olduğu yıllarda yurt içi şeker kotasından daha fazla üretim

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

gerçekleşmesi halinde şirketler bu şekeri ihracat amaçlı satabilmektedir. C Kotası Şeker olarak adlandırılan yurt içi talebin üzerinde gerçekleşen bu üretimler yıllara göre farklılıklar gösterebilmektedir. Aşağıdaki tabloda, yıllar itibarıyla Türkiye'nin kristal şeker ihracatına ait veriler gösterilmektedir.

Yıllar İtibarıyla Kristal Şeker İhracatı

Dönem	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23
Bin Ton	290	339	319	192	33	56	77	224	56	427	126	7

Kaynak: Tarım ve Orman Bakanlığı, Şeker Dairesi Başkanlığı

Türkiye’de 2001 yılından beri uygulanan Şeker Kanunu ile; yurtiçi şeker ihtiyacının yurtiçi kaynaklardan karşılandığı, sektörde rakip durumda olan ürünlerin birbirleri ile denge içerisinde ve istikrarlı olarak bir program dahilinde üretim yaptıkları, ayrıca yeterli düzeyde üretimin sürdürülebildiği bir ortam sağlanmıştır. Şeker üretiminde ve dolayısıyla pancar üretiminde kota uygulanması ülke kaynaklarının verimli ve etkin kullanılmasını sağlamıştır. Ülkemizde kurulu mevcut şeker üretim kapasitesi de uzun yıllar ülke talebini karşılayabilecek düzeydedir.

2.4 Finansal Bilgiler

2.4.1 Gelir Tablosu

Aşağıda yer alan tablo, Şirket’in yılsonu finansal dönemleri olan 31 Mart 2021, 31 Mart 2022, 31 Mart 2023 ve 30 Eylül 2022 ile 30 Eylül 2023 tarihli 6 aylık gelir tablolarını göstermektedir.

Gelir Tablosu (Bin TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş Yılsonu Finansal Tablolar			Özel Sınırlı Denetimden Geçmiş 6 Aylık Finansal Tablolar	
	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2022	30.09.2023
Hasılat	516.661	559.903	1.636.386	686.607	1.268.556
Satışların Maliyeti	- 433.104	- 351.900	- 867.433	- 276.483	- 803.543
Brüt Kar	83.557	208.002	768.953	410.124	465.013
Genel Yönetim Giderleri	- 10.167	- 14.115	- 28.803	- 15.205	- 22.271
Pazarlama Giderleri	- 7.596	- 11.812	- 36.681	- 10.961	- 27.696
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.593	22.534	35.624	24.590	56.134
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	- 2.813	- 34.081	- 19.251	- 8.420	- 16.670
Faaliyet Karı	65.574	170.528	719.842	400.127	454.509
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	655	1.537	24.444	12.552	44.358
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	- 614	-	-	-
Finansman Gelir/Gider Öncesi Faaliyet Karı	66.229	171.451	744.286	412.679	498.867
Net Finansman Giderleri	- 24.841	- 21.919	- 26.620	- 10.423	- 43.669
Vergi Öncesi Kar	41.388	149.532	717.666	402.256	455.197
Vergi Gideri	- 7.326	- 1.164	- 149.602	- 88.457	29.266
-Dönem Vergi Gideri	-	- 5.196	- 150.000	- 97.133	- 25.735
-Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	- 7.326	4.032	398	8.675	55.000
Dönem Karı	34.061	148.367	568.064	313.798	484.463

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Gelir tablolarının genel olarak karşılaştırılması

Aşağıda, Şirket’in 31 Mart 2021, 31 Mart 2022, 31 Mart 2023 ve 30 Eylül 2022 ile 30 Eylül 2023 tarihinde sona eren dönemlerdeki gelir tabloları, her kalem hasılatın bir yüzdesi olarak ifade edilerek gösterilmiştir.

Gelir Tablosu (Bin TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş						Özel Sınırlı Denetimden Geçmiş			
	31.03.2021	Hasılat	31.03.2022	Hasılat	31.03.2023	Hasılat	30.09.2022	Hasılat	30.09.2023	Hasılat
Hasılat	516.660	100,0%	559.902	100,0%	1.636.386	100,0%	686.606	100,0%	1.268.556	100,0%
Satışların Maliyeti	-433.104	-83,8%	-351.900	-62,9%	-867.433	-53,0%	-276.483	-40,3%	-803.543	-63,3%
Brüt Kar	83.556	16,2%	208.002	37,1%	768.953	47,0%	410.123	59,7%	465.012	36,7%
Pazarlama Giderleri	-7.596	-1,5%	-11.812	-2,1%	-36.681	-2,2%	-15.204	-2,2%	-22.271	-1,8%
Genel Yönetim Giderleri	-10.167	-2,0%	-14.115	-2,5%	-28.803	-1,8%	-10.960	-1,6%	-27.696	-2,1%
Esas Faaliyetlerden Diğer	2.593	0,5%	22.534	4,0%	35.623	2,2%	24.589	3,6%	56.133	4,4%

Gedik Yatırım
Menkul Değerler

Gelirler										
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-2.812	-0,5%	-34.081	-6,1%	-19.250	-1,2%	-8.420	-1,2%	-16.669	-1,3%
Faaliyet Karı	65.574	12,7%	170.528	30,5%	719.842	44,0%	400.127	58,3%	454.508	35,8%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	654	0,1%	1.537	0,3%	24.443	1,5%	12.551	1,8%	44.357	3,5%
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	0,0%	-614	-0,1%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Finansal Gelir/Gider Öncesi Faaliyet Karı	66.228	12,8%	171.451	30,6%	744.285	45,5%	412.678	60,1%	498.866	39,3%
Finansman Giderleri	-24.841	-4,8%	-21.919	-3,9%	-26.620	-1,6%	-10.423	-1,5%	-43.669	-3,4%
Vergi Öncesi Kar	41.387	8,0%	149.531	26,7%	717.665	43,9%	402.255	58,6%	455.197	35,9%
Vergi Gideri	-7.326	-1,4%	-1.164	-0,2%	-149.601	-9,1%	-88.457	-12,9%	29.265	2,3%
-Dönem Vergi Gideri	0	0,0%	-5.196	-0,9%	-150.000	-9,2%	-97.132	-14,1%	-25.734	-2,0%
-Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	-7.326	-1,4%	4.032	0,7%	398	0,0%	8.675	1,3%	55.000	4,3%
Dönem Karı	34.061	6,6%	148.367	26,5%	568.063	34,7%	313.798	45,7%	484.463	38,2%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Satış Gelirleri

Şirket'in toplam net satışları 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 ve 30.09.2022 ile 30.09.2023 itibarıyla sırasıyla 516.660.947 TL, 559.902.701 TL, 1.636.386.411 TL, 686.606.655 TL ve 1.268.556.045 TL olarak gerçekleşmiştir. Hesap temel olarak şeker satışları, melas satışları, küspe satışları ile diğer satışlar kalemlerinden oluşmaktadır. Diğer satışlar esas olarak gübre, tohum, zirai ilaç ve market satış gelirlerinden oluşmaktadır. Aşağıdaki tabloda Şirket'in ilgili dönemlerdeki söz konusu satış kalemleri karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir.

Net Satışlar (Bin TL)	31.03.2021	31.03.2022	Yıllık Değişim	31.03.2023	Yıllık Değişim	30.09.2022	30.09.2023	Yıllık Değişim
Şeker satışları	420.693	475.827	13,1%	1.396.532	193,5%	565.437	1.100.011	94,5%
Küspe satışları	42.189	41.004	-2,8%	85.294	108,0%	19.760	70.807	258,3%
Melas satışları	38.850	46.891	20,7%	85.097	81,5%	28.231	22.076	-21,8%
Diğer	17.205	1.728	-90,0%	86.108	4883,1%	81.826	84.529	3,3%
Brüt satışlar	518.939	565.451	8,96%	1.653.033	192,34%	695.255	1.277.425	83,73%
Satış İskontoları	-1.554	-2.882	85,4%	-8.461	193,5%	-3.900	-5.883	50,8%
Satıştan İadeler	-723	-2.666	268,6%	-8.185	207,0%	-4.747	-2.985	-37,1%
Toplam	516.660	559.902	8,37%	1.636.386	192,26%	686.606	1.268.556	84,8%

Kaynak: Şirket Verileri

Yıllar itibarıyla Şirket'in satış gelirleri önceki dönemlerle karşılaştırıldığında artış eğilimindedir. 31.03.2023 yılsonu itibarıyla Şirket önceki döneme göre hasılatını %192,3 oranında artırmıştır ve bu artışta şeker satış fiyatlarının artması ve önceki yıldan devrolan şeker stokunun daha yüksek fiyatla satılması önemli etkenlerdir.

Net Satışlar (Bin TL)	31.03.2021	Pay	31.03.2022	Pay	31.03.2023	Pay	30.09.2022	Pay	30.09.2023	Pay
Şeker satışları	420.693	81,1%	475.827	84,2%	1.396.532	84,5%	565.437	81,3%	1.100.011	86,1%
Küspe satışları	42.189	8,1%	41.004	7,3%	85.294	5,2%	19.760	2,8%	70.807	5,5%
Melas satışları	38.850	7,5%	46.891	8,3%	85.097	5,1%	28.231	4,1%	22.076	1,7%
Diğer	17.205	3,3%	1.728	0,3%	86.108	5,2%	81.826	11,8%	84.529	6,6%
Brüt satışlar	518.939	100,0%	565.451	100,0%	1.653.033	100,0%	695.255	100,0%	1.277.425	100,0%
Satış İskontoları	-1.554	-0,3%	-2.882	-0,5%	-8.461	-0,5%	-3.900	-0,6%	-5.883	-0,5%
Satıştan İadeler	-723	-0,1%	-2.666	-0,5%	-8.185	-0,5%	-4.747	-0,7%	-2.985	-0,2%
Toplam	516.660	99,6%	559.902	99,0%	1.636.386	99,0%	686.606	98,8%	1.268.556	99,3%

Kaynak: Şirket Verileri

31.03.2023 tarihi itibarıyla biten hesap döneminde şeker satış tutarı 1,4 milyar TL olup bu satışın tamamı A kotası şeker satışından kaynaklanmaktadır. 31.03.2022 tarihi itibarıyla biten hesap döneminde şeker satış tutarı 476 milyon

Gedik Yatırım
Menkul Değerler

TL (2020 yılı: 421 milyon TL) olup bu satışın 422.829.462 TL'lik (2020 yılı: 389.331.000 TL) kısmı A Kotası Şeker, 52.998.000 TL'lik (2020 yılı: 31.669.000 TL) kısmı C Şekeri satışından kaynaklanmaktadır.

İzahnamede, incelenen finansal dönemler itibarıyla yurt içi satışların bölgeler bazında dağılımı aşağıda verilmiştir.

Satış Kırılımı (Bin TL)	31.03.2021	Pay	31.03.2022	Pay	31.03.2023	Pay	30.09.2022	Pay	30.09.2023	Pay
Marmara	55.284	13,1%	83.789	19,8%	369.783	26,5%	146.082	25,8%	187.917	17,1%
Ege	0	0,0%	21.473	5,1%	178.397	12,8%	93.353	16,5%	127.098	11,6%
İç Anadolu	295.639	70,3%	216.710	51,3%	430.608	30,8%	120.026	21,2%	494.500	45,0%
Akdeniz	41.168	9,8%	64.089	15,2%	205.998	14,8%	109.262	19,3%	160.132	14,6%
Doğu Anadolu	204	0,0%	4.635	1,1%	61.297	4,4%	33.540	5,9%	12.485	1,1%
Güneydoğu Anadolu	28.291	6,7%	21.875	5,2%	66.243	4,7%	34.171	6,0%	40.349	3,7%
Karadeniz	103	0,0%	10.255	2,4%	84.203	6,0%	28.998	5,1%	77.528	7,0%
Toplam A Şekeri Satışı	420.693	100,0%	422.829	100,0%	1.396.532	100,0%	565.437	100,0%	1.100.011	100,0%

Kaynak: Şirket Verileri

Satılan Malın Maliyeti

Şirket'in satışlarının maliyeti, 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 ve 30.09.2022 ile 30.09.2023 itibarıyla sırasıyla 433.104.380 TL, 351.900.286 TL, 867.433.010 TL, 277.423.011 TL ve 803.543.388 TL olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda Şirket'in ilgili dönemlerdeki maliyet kalemleri satışlar içindeki payı da gösterilmek suretiyle karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir.

Satışların Maliyeti (Bin TL)	31.03.2021	Pay	31.03.2022	Pay	31.03.2023	Pay	30.09.2022	Pay	30.09.2023	Pay
İlk madde ve malzeme giderleri	270.327	52,1%	321.932	56,9%	1.257.226	76,1%	41.835	6,0%	74.100	5,8%
Direkt işçilik giderleri	9.087	1,8%	14.844	2,6%	44.263	2,7%	15.633	2,2%	52.715	4,1%
Genel üretim giderleri	19.005	3,7%	36.571	6,5%	67.555	4,1%	32.721	4,7%	34.164	2,7%
Amortisman ve itfa payları	12.492	2,4%	13.753	2,4%	14.110	0,9%	6.701	1,0%	7.999	0,6%
Mamullerdeki Değişim										
Dönem başı stok	182.405	35,1%	85.353	15,1%	151.037	9,1%	151.037	21,7%	737.855	57,8%
Dönem sonu stok	-85.353	-16,4%	-151.037	-26,7%	-737.855	-44,6%	-38.803	-5,6%	-203.192	-15,9%
Satılan Mamul Maliyeti	407.964	78,6%	321.416	56,8%	796.337	48,2%	209.125	30,1%	703.642	55,1%
Satılan Ticari Malın Maliyeti	25.139	4,8%	30.483	5,4%	71.095	4,3%	68.297	9,8%	99.900	7,8%
Toplam Satışların Maliyeti	433.104	83,5%	351.900	62,2%	867.433	52,5%	277.423	39,9%	803.543	62,9%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Satılan mamul maliyeti içerisindeki en büyük pay ilk madde ve malzeme giderlerine ait olup tutar pancar, kömür, ambalaj malzemesi ve diğer hammadde giderlerinden oluşmaktadır. Üretim sürecinin mevsimlik yapısı, şeker pancarının çürümeye uğramadan şeker fabrikalarında hızlı bir şekilde işlenmesi gerekliliği nedeniyle üretim yapılan döneme kampanya dönemi adı verilmektedir. Şirket'in izahnamede incelenen finansal dönemler itibarıyla satışların maliyeti kaleminde meydana gelen farklar aşağıdaki tabloda yüzde olarak gösterilmiştir.

Satışların Maliyeti (Bin TL)	31.03.2021	31.03.2022	Yıllık Değişim	31.03.2023	Yıllık Değişim	30.09.2022	30.09.2023	Yıllık Değişim
İlk madde ve malzeme giderleri	270.327	321.932	19,1%	1.257.226	290,5%	41.835	74.100	77,1%
Direkt işçilik giderleri	9.087	14.844	63,3%	44.263	198,2%	15.633	52.715	237,2%
Genel üretim giderleri	19.005	36.571	92,4%	67.555	84,7%	32.721	34.164	4,4%
Amortisman ve itfa payları	12.492	13.753	10,1%	14.110	2,6%	6.701	7.999	19,4%
Mamullerdeki Değişim								
Dönem başı stok	182.405	85.353	-53,2%	151.037	77,0%	151.037	737.855	388,5%
Dönem sonu stok	-85.353	-151.037	77,0%	-737.855	388,5%	-38.803	-203.192	423,6%
Satılan Mamul Maliyeti	407.964	321.416	-21,2%	796.337	147,8%	209.125	703.642	236,5%
Satılan Ticari Malın Maliyeti	25.139	30.483	21,3%	71.095	133,2%	68.297	99.900	46,3%
Toplam Satışların Maliyeti	433.104	351.900	-18,7%	867.433	146,5%	277.423	803.543	189,6%

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Brüt Kar ve Brüt Kar Marjı

Şirket'in brüt karı 31.03.2021-31.03.2022-31.03.2023 ile 30.09.2022 ve 30.09.2023 itibarıyla sırasıyla 83.556.567 TL, 208.002.415 TL, 768.953.401 TL, 409.183.644 TL ve 465.012.657 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in izahnamede incelenen finansal dönemler itibarıyla brüt kar gelişmesi aşağıdaki tabloda yüzde olarak gösterilmiştir.

Brüt Kar (Bin TL)	31.03.2021	31.03.2022	Yıllık Değişim	31.03.2023	Yıllık Değişim	30.09.2022	30.09.2023	Yıllık Değişim
Net Satışlar	516.660	559.902	8,4	1.636.386	192,3	686.606	1.268.556	84,8
Satışların Maliyeti (-)	-433.104	-351.900	-18,7	-867.433	146,5	-277.423	-803.543	189,6
Toplam	83.556	208.002	148,9%	768.953	269,68%	409.183	465.012	13,6%
Brüt kâr marjı (%)	16,2	37,1		47,0		59,6	36,7	

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

İzahnamede incelenen yılsonu dönemleri itibarıyla (31.03.2021-31.03.2022-31.03.2023) Şirket'in brüt kâr marjı %16,2 ile %47,0 arasında değişmektedir. Artışın en temel nedeni şeker fiyatlarındaki yükseliş ve Şirket'in artan randıman oranıdır. 2020/21 kampanya döneminde %14,46 olan randıman oranı 2021/22 ve 2022/23 kampanya dönemlerinde %15,12-%15,19 bandına çıkmıştır. 2023'ün yılı altı aylık döneminde (01.04.2023 – 30.09.2023 dönemi) satışlar, önceki yılın aynı çeyreğine göre %84,8 artmış olup brüt kâr marjı %59,6'dan %36,7'ye düşmüştür. 2022 yılında şeker zamları öncesinde stokta düşük maliyetli (4,38 TL/kg) şeker olup ortalama 18 TL/kg'dan satışı yapılırken, 2022/2023 kampanya döneminde birim şeker maliyeti 13,02 TL/kg ve 2023 yılı ikinci çeyreğinde ortalama satış fiyatı 20,43 TL/kg olmuştur. 2023 yılının ilk çeyreğinde sektörde şeker fiyatlarında genel bir düşüş olmuş ancak takip eden aylarda fiyatlar tekrar yükselmiştir. Eylül 2023'te ortalama şeker satış fiyatı 26,72 TL/kg olmuştur.

Genel yönetim, satış, pazarlama ve dağıtım, araştırma ve geliştirme giderleri

Şirket'in faaliyet giderleri genel yönetim giderleri ve satış, pazarlama ve dağıtım giderleri hesaplarından oluşmaktadır. Şirket'in söz konusu giderlerin toplamı 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 ve 30.09.2022 ile 30.09.2023 tarihinde sona eren dönemler için sırasıyla 17.763.260 TL, 25.927.202 TL, 65.484.567 TL, 25.225.601 TL ve 49.967 TL olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda Şirket'in ilgili dönemlerdeki gider kalemleri satışlar içindeki payı da gösterilmek suretiyle karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir.

Faaliyet Giderleri (Bin TL)	31.03.2021	Pay	31.03.2022	Pay	31.03.2023	Pay	30.09.2022	Pay	30.09.2023	Pay
Personel giderleri	7.048	1,36%	8.861	1,57%	17.584	1,06%	6.614	0,95%	18.256	1,43%
Yakıt giderleri	660	0,13%	1.441	0,25%	2.146	0,13%	631	0,09%	2.177	0,17%
Danışmanlık giderleri	550	0,11%	660	0,12%	1.221	0,07%	551	0,08%	1.423	0,11%
Ofis giderleri	534	0,10%	1.266	0,22%	2.798	0,17%	975	0,14%	893	0,07%
Vergi, resim ve harçlar	452	0,09%	500	0,09%	2.606	0,16%	547	0,08%	1.959	0,15%
Amortisman ve itfa payları giderleri	328	0,06%	323	0,06%	878	0,05%	341	0,05%	543	0,04%
Temsil ve ağırlama giderleri	219	0,04%	139	0,02%	208	0,01%	34	0,01%	283	0,02%
Bakım onarım giderleri	148	0,03%	264	0,05%	714	0,04%	84	0,01%	1.339	0,10%
Diğer	223	0,04%	657	0,12%	644	0,04%	240	0,03%	818	0,06%
Genel Yönetim Giderleri	10.167	1,96%	14.115	2,50%	28.803	1,74%	10.020	1,44%	27.696	2,17%
Nakliye giderleri	4.137	0,80%	7.404	1,31%	26.405	1,60%	11.470	1,65%	16.096	1,26%
Personel giderleri	2.289	0,44%	2.681	0,47%	6.182	0,37%	1.899	0,27%	4.882	0,38%
Vergi, resim ve harçlar	365	0,07%	388	0,07%	776	0,05%	314	0,05%	253	0,02%
Amortisman ve itfa payları giderleri	337	0,07%	344	0,06%	1.065	0,06%	528	0,08%	583	0,05%
Diğer	466	0,09%	993	0,18%	2.251	0,14%	991	0,14%	454	0,04%
Satış, Pazarlama ve Dağıtım Giderleri	7.596	1,46%	11.812	2,09%	36.681	2,22%	15.204	2,19%	22.271	1,74%
Faaliyet Giderleri, toplam	17.763	3,42%	25.927	4,59%	65.484	3,96%	25.225	3,63%	49.967	3,91%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in izahnamede incelenen finansal dönemler itibarıyla faaliyet giderleri kalemlerinde meydana gelen farklar aşağıdaki tabloda yüzde olarak gösterilmiştir.

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Faaliyet Giderleri (Bin TL)	31.03.2021	31.03.2022	Yıllık Değişim	31.03.2023	Yıllık Değişim	30.09.2022	30.09.2023	Yıllık Değişim
Personel giderleri	7.048	8.861	26%	17.584	98%	6.614	18.256	176%
Yakıt giderleri	660	1.441	118%	2.146	49%	631	2.177	245%
Danışmanlık giderleri	550	660	20%	1.221	85%	551	1.423	158%
Ofis giderleri	534	1.266	137%	2.798	121%	975	893	-8%
Vergi, resim ve harçlar	452	500	11%	2.606	421%	547	1.959	258%
Amortisman ve itfa payları giderleri	328	323	-1%	878	172%	341	543	59%
Temsil ve ağırlama giderleri	219	139	-37%	208	50%	34	283	711%
Bakım onarım giderleri	148	264	78%	714	170%	84	1.339	1491%
Diğer	223	657	194%	644	-2%	240	818	241%
Genel Yönetim Giderleri	10.167	14.115	39%	28.803	104%	10.020	27.696	176%
Nakliye giderleri	4.137	7.404	79%	26.405	257%	11.470	16.096	40%
Personel giderleri	2.289	2.681	17%	6.182	131%	1.899	4.882	157%
Vergi, resim ve harçlar	365	388	6%	776	100%	314	253	-19%
Amortisman ve itfa payları giderleri	337	344	2%	1.065	209%	528	583	10%
Diğer	466	993	56%	2.251	211%	991	454	-54%
Satış, Pazarlama ve Dağıtım Giderleri	7.596	11.812	46%	36.681	153%	15.204	22.271	40%
Faaliyet Giderleri, toplam	17.763	25.927	79%	65.484	257%	25.225	49.967	98%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Esas faaliyetlerden diğer gelirler

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirler hesabı 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 ve 30.09.2022 ile 30.09.2023 itibarıyla sırasıyla 2.593.456 TL, 22.534.459 TL, 35.623.893 TL, 24.589.563 TL ve 56.133.836 TL olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda Şirket'in ilgili dönemlerdeki gelir kalemleri satışlar içindeki payı da gösterilmek suretiyle karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler (Bin TL)	31.03.2021	Pay	31.03.2022	Pay	31.03.2023	Pay	30.09.2022	Pay	30.09.2023	Pay
Kur farkı gelirleri	1.250	0,24%	15.939	2,82%	25.507	1,54%	21.747	3,13%	45.360	3,55%
Teşvik gelirleri	0	0,00%	0	0,00%	1.972	0,12%	0	0,00%	3.243	0,25%
Sigorta tazminat gelirleri	0	0,00%	0	0,00%	1.000	0,06%	0	0,00%		0,00%
Ertelenmiş finansman gelirleri	921	0,18%	1.019	0,18%	1.636	0,10%	2.680	0,39%	7.465	0,58%
Kota ceza gelirleri	213	0,04%	4.840	0,86%	4.660	0,28%	0	0,00%		0,00%
Diğer Gelirler	208	0,04%	734	0,13%	847	0,05%	161	0,02%	63	0,00%
Toplam	2.593	0,50%	22.534	3,99%	35.623	2,16%	24.589	3,54%	56.133	4,39%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirler hesabı 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 ve 30.09.2022 ile 30.09.2023 itibarıyla sırasıyla 2.593.456 TL, 22.534.459 TL, 35.623.893 TL, 24.589.563 TL ve 56.133.836 TL olarak gerçekleşmiştir. Esas faaliyetlerden diğer gelirler hesabı kur farkı geliri, teşvik gelirleri, sigorta tazminat gelirleri, ertelenmiş finansman gelirleri, kota ceza gelirleri ile diğer gelirler kalemlerinden oluşmaktadır. Kur farkı gelirleri esas olarak döviz bakiyeli avans ve tedarikçi bakiyelerinin kur farkı değerlemesinden; kota ceza gelirleri, çiftçilerin kotalarını tutturamadıkları durumda kendilerine kesilen ceza faturasından oluşmaktadır. Şirket'in İzahnamede incelenen finansal dönemler itibarıyla esas faaliyetlerden diğer gelirler kaleminde meydana gelen farklar aşağıdaki tabloda yüzde olarak gösterilmiştir.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler (Bin TL)	31.03.2021	31.03.2022	Yıllık Değişim	31.03.2023	Yıllık Değişim	30.09.2022	30.09.2023	Yıllık Değişim
Kur farkı gelirleri	1.250	15.939	1175%	25.507	60%	21.747	45.360	109%
Teşvik gelirleri	0	0	A.D.	1.972	A.D.	0	3.243	100%
Sigorta tazminat gelirleri	0	0	A.D.	1.000	A.D.	0	0	A.D.

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Ertelenmiş finansman gelirleri	921	1.019	11%	1.636	60%	2.680	7.465	179%
Kota ceza gelirleri	213	4.840	2170%	4.660	-4%	0	0	A.D.
Diğer Gelirler	208	734	253%	847	15%	161	63	-60%
Toplam	2.593	22.534	769%	35.623	58%	24.589	56.133	128%
Net Satış Oranı	0,5%	4,0%		2,2%		3,6%	4,4%	

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Esas faaliyetlerden diğer giderler

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer giderler hesabı 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 ve 30.09.2022 ile 30.09.2023 itibarıyla sırasıyla 2.812.530 TL, 34.081.303 TL, 19.250.571 TL, 8.420.178 TL, 16.669.890 TL olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda Şirket'in ilgili dönemlerdeki gider kalemleri satışlar içindeki payı da gösterilmek suretiyle karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir.

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (Bin TL)	31.03.2021	Pay	31.03.2022	Pay	31.03.2023	Pay	30.09.2022	Pay	30.09.2023	Pay
Kur farkı giderleri	1.091	0,21%	32.242	5,70%	9.856	0,60%	6.818	0,98%	9.905	0,78%
Bağış ve yardımlar	0	0,00%	0	0,00%	6.377	0,39%	124	0,02%	70	0,01%
Ertelenmiş finansman giderleri	686	0,13%	1.561	0,28%	1.932	0,12%	1.178	0,17%	6.065	0,47%
Şüpheli ticari alacak karşılıkları	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	387	0,03%
Dava karşılık giderleri	157	0,03%	0	0,00%	0	0,00%	52	0,01%	36	0,00%
Diğer	877	0,17%	277	0,05%	1.084	0,07%	246	0,04%	204	0,02%
Toplam	2.812	0,54%	34.081	6,03%	19.251	1,16%	8.420	1,21%	16.670	1,30%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Esas faaliyetlerden diğer giderler hesabı ağırlıklı olarak kur farkı giderleri, ertelenmiş finansman giderleri ve bağış ve yardımlar kaleminden oluşmaktadır. Kur farkı giderleri esas olarak döviz bakiyeli avans ve tedarikçi bakiyelerinin kur farkı değerlemesinden; 31.03.2023 tarihi itibarıyla oluşan 6,4 milyon TL'lik bağış ve yardım Kahramanmaraş depreminden dolayı bağışlanan şekerden oluşmaktadır.

Şirket'in izahnamede incelenen finansal dönemler itibarıyla esas faaliyetlerden diğer giderler kaleminde meydana gelen farklar aşağıdaki tabloda yüzde olarak gösterilmiştir.

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (Bin TL)	31.03.2021	31.03.2022	Yıllık Değişim	31.03.2023	Yıllık Değişim	30.09.2022	30.09.2023	Yıllık Değişim
Kur farkı giderleri	1.091	32.242	2855%	9.856	-69%	6.818	9.905	45%
Bağış ve yardımlar	0	0	A.D.	6.377	A.D.	124	70	-43%
Ertelenmiş finansman giderleri	686	1.561	128%	1.932	24%	1.178	6.065	415%
Şüpheli ticari alacak karşılıkları	0	0	A.D.	0	A.D.	0	387	100%
Dava karşılık giderleri	157	0	A.D.	0	A.D.	52	36	-32%
Diğer	877	277	-68%	1.084	291%	246	204	-17%
Toplam	2.812	34.081	1112%	19.251	-44%	8.420	16.670	98%
Net Satış Oranı	0,5%	6,1%		1,2%		1,2%	1,3%	

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Yatırım faaliyetlerinden gelirler

Şirket'in yatırım faaliyetlerinden gelirler hesabı 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 ve 30.09.2022 ile 30.09.2023 itibarıyla sırasıyla 654.615 TL, 1.537.047 TL, 24.443.729 TL, 12.551.531 TL ve 44.357.819 TL olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda Şirket'in ilgili dönemlerdeki gelir kalemleri satışlar içindeki payı da gösterilmek suretiyle karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir.

Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler (Bin TL)	31.03.2021	Pay	31.03.2022	Pay	31.03.2023	Pay	30.09.2022	Pay	30.09.2023	Pay
Faiz geliri	654	0,13%	1.537	0,27%	21.398	1,29%	12.551	1,81%	3.328	0,26%
Menkul kıymet satış karı	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	8.090	0,63%
Finansal yatırımların gerçeğe uygun değer artışları	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	32.938	2,58%
Sabit kıymet satış karı	0	0,00%	0	0,00%	3.045	0,18%	0	0,00%	0	0,00%
Toplam	654	0,13%	1.537	0,27%	24.443	1,48%	12.551	1,81%	44.357	3,47%

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Yatırım faaliyetlerinden gelirler hesabı esas olarak faiz gelirleri, menkul kıymet satış karı, sabit kıymet satış karı ve finansal yatırımların gerçeğe uygun değer artışından oluşmaktadır. Menkul kıymet satış karı elde tutulan finansal yatırımların satışından elde edilen kardan oluşmaktadır.

Şirket'in ilgili finansal tablo dönemlerinde yatırım faaliyetlerinden gelirler kaleminde meydana gelen farklar aşağıdaki tabloda yüzde olarak gösterilmiştir.

Yatırım faaliyetlerinden gelirler (Bin TL)	31.03.2021	31.03.2022	Yıllık Değişim	31.03.2023	Yıllık Değişim	30.09.2022	30.09.2023	Yıllık Değişim
Faiz geliri	654	1.537	135%	21.398	1292%	12.551	3.328	-73%
Menkul kıymet satış karı	0	0	A.D.	0	A.D.	0	32.938	100%
Finansal yatırımların gerçeğe uygun değer artışları	0	0	A.D.	0	A.D.	0	8.090	100%
Sabit kıymet satış karı	0	0	A.D.	3.045	100%	0	0	A.D.
Toplam	654	1.537	134,80%	24.443	1490,30%	12.551	44.357	253,41%
Net Satış Oranı	0,1%	0,3%		1,5%		1,8%	3,5%	

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Finansman giderleri

Şirket'in finansman giderleri hesabı 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 ve 30.09.2022 ile 30.09.2023 itibarıyla sırasıyla 24.841.102 TL, 21.919.395 TL, 26.620.145 TL, 10.423.395 TL ve 43.669.305 TL olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda Şirket'in ilgili dönemlerdeki gider kalemleri satışlar içindeki payı da gösterilmek suretiyle karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir.

Finansman giderleri (Bin TL)	31.03.2021	Pay	31.03.2022	Pay	31.03.2023	Pay	30.09.2022	Pay	30.09.2023	Pay
Faiz Gideri	21.569	4,16%	19.183	3,39%	19.480	1,18%	9.966	1,43%	39.518	3,09%
Banka komisyon giderleri	3.271	0,63%	2.735	0,48%	7.139	0,43%	456	0,07%	4.150	0,32%
Toplam	24.841	4,79%	21.919	3,88%	26.620	1,61%	10.423	1,50%	43.669	3,42%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Finansman giderleri hesabı esas olarak finansal borçlar için ödenen faiz giderleri ile banka komisyon giderleri kalemlerinden oluşmaktadır. Faiz giderleri kalemi, Şirket'in banka kredisi faiz ödemelerinden ve geçmiş dönemde ÖİB'ye yapılan ödemelerin finansman maliyetinden meydana gelmekte olup, ilgili dönemdeki borçlanma yoğunluğuna göre hesap içindeki ağırlığı değişmektedir. ÖİB'den alınan varlıklarda, ödenen tutar ve kayda alınan değerler arasındaki fark Şerefiye olarak muhasebeleştirilmektedir. Resmi kayıtlarda kayda alınan şerefiye 5 yılda amortiye tabi tutulmaktadır. IFRS raporlamada ise şerefiye tutarı kota hakkı olarak değerlendirilmiştir ve amortismanına tabi tutulmamaktadır.

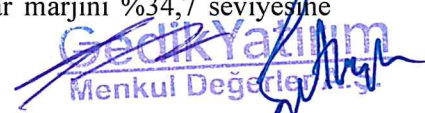
Şirket'in ilgili finansal tablo dönemlerinde finansman giderleri kaleminde meydana gelen farklar aşağıdaki tabloda yüzde olarak gösterilmiştir.

Finansman giderleri (Bin TL)	31.03.2021	31.03.2022	Yıllık Değişim	31.03.2023	Yıllık Değişim	30.09.2022	30.09.2023	Yıllık Değişim
Faiz Gideri	21.569	19.183	-11%	19.480	2%	9.966	39.518	297%
Banka komisyon giderleri	3.271	2.735	-16%	7.139	161%	456	4.150	809%
Toplam	24.841	21.919	-11,76%	26.620	21,45%	10.423	43.669	318,95%
Net Satış Oranı	4,8%	3,9%		1,6%		1,5%	3,4%	

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Net Dönem Karı ve Marjı

Şirket, 31.03.2021 ve 31.03.2022 12 aylık finansal dönemler itibarıyla sırasıyla %6,6 ve %26,5 net kâr marjı (FAVÖK marjı: %15,3 ve %35,1) ile 34.061.352 TL ve 148.367.297 TL net dönem karı (FAVÖK: 78.950.988 TL ve 196.496.845 TL) elde etmiştir. Şeker fiyatlarındaki artış nedeniyle 31.03.2023 itibarıyla yıllık bazda %47,0 olarak gerçekleşen brüt kâr marjı ile 568.063.987 TL net dönem karı elde etmiş olup net kâr marjını %34,7 seviyesine


Menkul Değerler A.Ş.

yükseltmiştir. 30.09.2022 itibarıyla altı aylık dönemde net kâr marjı %45,7 seviyesindeyken 30.09.2023 itibarıyla altı aylık dönemde net kâr marjı %38,2'ye düşmüştür. Karlılıktaki azalışın en temel nedeni şeker fiyatlarında yaşanan geçici düşüştür.

Karlılık Oran Analizleri

2021, 2022 ve 2023 hesap dönemleri ile 2022 ve 2023 yıllarının ilk altı aylık ara hesap dönemleri itibarıyla Şirket'in karlılık oranları aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

Karlılık Oranları	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2022	30.09.2023
Brüt Kar Marjı	16,2%	37,1%	47,0%	59,6%	36,7%
Faaliyet Kar Marjı	12,7%	30,5%	44,0%	58,3%	36,7%
FAVÖK Marjı	15,3%	35,1%	44,0%	57,0%	33,4%
Net Kar Marjı	6,6%	26,5%	34,7%	45,7%	38,2%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

2.4.2 Bilanço

31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 ve 30.09.2023 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilanço aşağıdadır.

Finansal Durum Tablosu (Bin TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş			
	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2023
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	286	716	80.197	77.139
Finansal Yatırımlar	0	0	0	316.033
Ticari Alacaklar	17.382	76.519	101.132	139.609
Diğer Alacaklar	17	78	39	929
Stoklar	109.518	202.067	831.295	398.992
Peşin Ödenmiş Giderler	14.058	17.381	83.894	558.938
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	56	0	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	3	510	50.452	73.860
Toplam Dönen Varlıklar	141.324	297.273	1.147.011	1.565.502
Duran Varlıklar				
Maddi Duran Varlıklar	215.324	205.912	209.745	461.373
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	0	1.616	1.429
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	110.685	110.676	110.786	110.740
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	0	0	50.132
Toplam Duran Varlıklar	326.010	316.588	322.147	623.675
TOPLAM VARLIKLAR	467.335	613.862	1.469.159	2.189.178
KAYNAKLAR	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2023
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	38	96	162	4
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	72.404	119.915	265.887	248.898
Ticari Borçlar	23.456	21.027	61.745	352.729
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.742	2.943	7.444	23.357
Diğer Borçlar	16.674	5.346	516	516
Ertelenmiş Gelirler	29.422	16.171	17.793	24.330
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	5.126	25.628	4.838
Kısa Vadeli Karşılıklar	642	869	2.163	3.801
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.897	878	1.217	5.781
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	146.278	172.375	382.559	664.260
Uzun Vadeli Borçlanmalar	62.630	41.728	125.126	226.876
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.588	3.259	7.826	11.369
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	10.130	5.963	5.061	0

Gedik Yatırım
Menkul Değerler

Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	74.349	50.951	138.014	238.246
Toplam Yükümlülükler	220.627	223.327	520.573	902.506
Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	196.000	200.000	200.000	200.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	-101	-641	-2.655	-3.431
Ödenen Kar Payı Avansları	0	-8.000	0	0
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	16.747	50.809	183.176	605.640
Net Dönem Karı veya Zararı	34.061	148.367	568.063	484.463
Toplam Özkaynaklar	246.707	390.535	948.585	1.286.672
TOPLAM KAYNAKLAR	467.335	613.862	1.469.159	2.189.178

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Ana Hesap Kalemleri (Bin TL)	31.03.2021	Pay	31.03.2022	Pay	31.03.2023	Pay	30.09.2023	Pay
Toplam Varlıklar	467.335	100,00%	613.862	100,00%	1.469.159	100,00%	2.189.178	100,00%
Dönen Varlıklar	141.324	30,24%	297.273	48,43%	1.147.011	78,07%	1.565.502	71,51%
Duran Varlıklar	326.010	69,76%	316.588	51,57%	322.147	21,93%	623.675	28,49%
Toplam Kaynaklar	467.335	100,00%	613.862	100,00%	1.469.159	100,00%	2.189.178	100,00%
Kısa Vadeli Kaynaklar	146.278	31,30%	172.375	28,08%	382.559	26,04%	664.260	30,34%
Uzun Vadeli Kaynaklar	74.349	15,91%	50.951	8,30%	138.014	9,39%	238.246	10,88%
Özkaynaklar	246.707	52,79%	390.535	63,62%	948.585	64,57%	1.286.672	58,77%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Bilanço Oran Analizleri

Likidite Oranları: Şirket'in likiditesi açısından dönen varlıkların ne seviyede güvenli olduğunu gösteren oranlardır. İşletmenin likidite durumunu, vadesi gelen borçları ödeme gücünü, beklenmedik piyasa şartlarında ve ekonomik durumlarda işletmenin faaliyetlerini sürdürebilme yetisinin de göstergeleridir.

Mali Yapı Oranları: Şirket'in kaynak yapısını gösteren ve Şirket'in varlıklarının hangi kaynaklarla ne oranlarda karşılandığını gösteren oranlardır.

Şirket'in likidite oranları ve mali yapı oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Likidite Oranları	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2023
Cari Oran	0,97	1,72	3,00	2,36
Likidite Oranı	0,22	0,55	0,83	1,76
Nakit Oran	0,002	0,004	0,21	0,12
Mali Yapı Oranları	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2023
Kaldıraç Oranı	47,2%	36,4%	35,4%	41,2%
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplam	31,3%	28,1%	26,0%	30,3%
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplam	15,9%	8,3%	9,4%	10,9%
Özkaynaklar/Aktif Toplam	52,8%	63,6%	64,6%	58,8%
Toplam Yükümlülükler/Özkaynaklar	89,4%	57,2%	54,9%	70,1%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Net Finansal Borç veya Net Nakit Pozisyonu

Şirket'in 30.09.2023 tarihi itibarıyla kısa vadeli finansal borcu 248.903.535 TL ve uzun vadeli finansal borcu 226.876.523 TL olmak üzere toplam finansal borcu 475.780.058 TL'dir. Şirket'in nakit ve nakit benzerleri 393.172.757 TL olup kısa vadeli finansal yatırımları 316.033.743 TL'dir. Buna göre, Şirket'in net finansal borcu 82.607.301 TL'dir.

Borçluluk (Bin TL)	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2023
Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar	286	716	80.197	393.172
Toplam Finansal Borçlar	145.958	166.570	391.176	475.780

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Net Finansal Borç veya (Net Nakit)	145.671	165.854	310.979	82.607
------------------------------------	---------	---------	---------	--------

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Net İşletme Sermayesi

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 yılsonları ve 30.09.2023 6 aylık mali tablolarına göre hesaplanan net işletme sermayesi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

İşletme Sermayesi Tablosu (Bin TL)	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2023
Ticari Alacaklar	17.382	76.519	101.132	139.609
Stoklar	109.518	202.067	831.295	398.992
Ticari Borçlar	23.456	21.027	61.745	352.729
Net İşletme Sermayesi	103.444	257.559	870.682	185.871

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

Dönen varlıklar, 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 ile 30.09.2023 itibarıyla sona eren dönemlerde sırasıyla 141.324.911 TL, 297.273.809 TL, 1.147.011.731 TL ve 1.565.502.902 TL tutarındadır. 31.03.2021, 31.03.2022 yılsonları itibarıyla dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki ağırlığı sırasıyla %30,2 ve %48,4 olarak seyrederken, 31.03.2023 ile 30.09.2023 itibarıyla sırasıyla bir önceki döneme göre %78,1 ve %71,5'e yükselmiştir. Artış temel olarak Şirket'in artan karlılığı nedeniyle oluşan yükselen nakit ve nakit benzerleri ile finansal yatırım kalemlerinden; şeker fiyatlarının ve maliyetinin artması nedeniyle meydana gelen stok kalemindeki artıştan ve tedarikçilere yatırım harcamaları ve çiftçilere pancar avansı için verilen ve peşin ödenmiş giderler kalemi altında takip edilen avanslardaki artıştan kaynaklanmaktadır.

31.03.2021-31.03.2022-31.03.2023 ile 30.09.2023 itibarıyla bilançoda önemli kalemlerden olan stok kaleminin toplam aktif içindeki payı sırasıyla %23,4, %32,9, %56,6 ve %18,2; maddi duran varlıkların payı ise sırasıyla %46,1, %33,5, %14,3 ve %21,1'dir. Peşin ödenen giderlerin 31.03.2021-31.03.2022-31.03.2023 yılsonları itibarıyla aktifteki payı %2,8-%5,7 bandındayken 30.09.2023 tarihi itibarıyla yapılmakta olan yatırım nedeniyle verilen avanslar ve çiftçilere verilen pancar avanslarından dolayı %25,5 seviyesine yükselmiştir.

Öte yandan, izahnamede yer alan dönemler itibarıyla özkaynakların payı %52,8-%64,4 bandındadır. Toplam yükümlülüklerin içinde toplam borçlanmaların payı %52,7-%75,1; uzun vadeli yükümlülüklerin payı %22,8-%33,7 bandındadır.

İzahnamede yer alan dönemler itibarıyla ana hesap kalemlerine ilişkin önemli değişimler aşağıda açıklanmaktadır.

Dönen Varlıklar

Şirket'in dönen varlıkları esas olarak nakit ve nakit benzerleri, finansal yatırımlar, ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar, peşin ödenmiş giderler, ertelenmiş vergi varlıkları ve diğer dönen varlıklardan oluşmaktadır.

Nakit ve nakit benzerleri, 31.03.2021-31.03.2022-31.03.2023 ile 30.09.2023 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 286.992 TL, 716.055 TL, 80.197.343 TL ve 77.139.014 TL tutarındadır. Nakit ve nakit benzerleri esas olarak kasa, vadeli ve vadesiz mevduatlar ile kredi kartları alacaklarından oluşmaktadır. Şirket artan operasyonel karlılıkla birlikte nakit üretebilmiş ve nakit ve nakit benzeri bakiyesi izahnamede incelenen finansal tablo dönemleri itibarıyla bir önceki döneme göre sırasıyla %149,5, %11.099,9 artış ve %3,8 oranında azalma göstermiştir. 30.09.2023 tarihi itibarıyla banka bakiyesinde 54.334.220 TL'lik bloke bulunmakta olup söz konusu bloke yatırım amaçlı alınan ve bilanço tarihi itibarıyla henüz ödemesi yapılmayan krediden kaynaklanmaktadır.

Finansal yatırımlar, 30.09.2023 tarihi itibarıyla 316.033.743 TL'lik serbest fon hesaplarından (ZPF, KDL ve KTT) oluşmaktadır.

Ticari alacaklar, 31.03.2021-31.03.2022-31.03.2023 ile 30.09.2023 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 17.382.489 TL, 76.519.495 TL, 101.132.584 TL ve 139.609.036 TL tutarındadır. Ticari alacaklar kalemi, ilgili finansal dönemlerde

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

esas olarak, ilişkili olmayan taraflardan kısa vadeli ticari alacaklardan (31.03.2021 ve 30.09.2023: %99,9; 31.03.2022 ve 31.03.2023: %100,0) oluşmaktadır. 31.03.2022-31.03.2023 ile 30.09.2023 finansal dönemleri itibarıyla detaylı incelendiğinde ticari alacaklar bir önceki döneme göre sırasıyla %340,2, %32,2 ve %37,7 artış göstermiştir. Müşteri vadeleri 20-30 gündür; toptan kanalda nakit, zincir mağaza kanalında vadeli çalışılmaktadır. Ticari alacaklardaki artışın temel nedeni Şirket'in toptan kanal ağırlıklı satış yapısını zincir mağaza ağırlıklı satışa çevirmesinden ve artan satış hacminden kaynaklanmaktadır. 30.09.2023 itibarıyla ticari alacaklarda takip edilen 690.395 TL'lik çiftçilerden olan alacak ve 387.614 TL'lik hareket görmeyen alacak bakiyeleri şüpheli alacak niteliğinde olup tamamı için karşılık ayrılmıştır. Söz konusu alacakların sebebi Şirket tarafından pancar tedarikçisi olan çiftçilere verilen avanslardır. Söz konusu avanslar pancar teslimleri sonrası kesilen müstahsil makbuzlarla oluşan bakiyeden mahsup edilmektedir. Çiftçinin kotasını dolduramaması ve verilen avanstaki daha az pancar teslimi yapması durumunda Şirket alacaklı durumda kalabilmektedir.

Diğer alacaklar, 31.03.2021-31.03.2022-31.03.2023 ile 30.09.2023 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 17.329 TL, 78.268 TL, 39.336 TL ve 929.309 TL olup son bilanço tarihi itibarıyla bakiyenin 639.322 TL'lik kısmı vergi dairesinden ve 274.242 TL'lik kısmı personelden alacaklardan oluşmaktadır.

Diğer dönen varlıklar hesabı, devreden KDV hesabından oluşmakta olup son bilanço tarihi itibarıyla yapılan hammadde ve malzeme alımlardan dolayı bakiyede %46,4 artış gerçekleşmiştir. Şirket devreden KDV alacaklarıyla ilgili periyodik olarak vergi dairesine başvurmakta ve vergi ödemelerinden mahsup ettirmektedir.

Stoklar, 31.03.2021-31.03.2022-31.03.2023 ile 30.09.2023 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 109.518.981 TL, 202.067.728 TL, 831.295.921 TL ve 398.992.728 TL tutarındadır. İzahnamede yer alan dönemler itibarıyla stokların toplam aktif içindeki payı sırasıyla %23,4, %32,9, %56,6 ve %18,2'dir. Stoklar hesabının izahnamede yer alan dönemler itibarıyla sırasıyla 85,4 milyon TL, 151 milyon TL, 737,9 milyon TL ve 203,2 milyon TL'lik kısmı mamul stokundan oluşmaktadır; mamul stoku şeker, melas ve küspeden oluşmaktadır. Ayrıca stok hesabında gübre, tohum, zirai ilaçlar ve yedek malzeme stokları takip edilmektedir. 31.03.2022 ve 31.03.2023 itibarıyla stoklar hesabı önceki bilanço dönemlerine göre sırasıyla %84,5 ve %311,4 artmış olup bu artışın ana nedeni, şeker birim maliyetlerinin ve şeker stokunun artmasıdır. 31.03.2023 tarihi itibarıyla şeker stoku 49,7 bin ton, 31.03.2022 tarihi itibarıyla şeker stoku 28,1 bin ton ve 31.03.2021 tarihi itibarıyla şeker stoku 21 bin tondur. 30.09.2023 tarihi itibarıyla yapılan satışlardan dolayı stok tutarında azalış meydana gelmiştir. 30.09.2023 tarihi itibarıyla şeker stok miktarı 9,6 bin tondur.

Peşin ödenmiş giderler, 31.03.2021-31.03.2022-31.03.2023 ile 30.09.2023 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 14.058.965 TL, 17.381.959 TL, 83.894.116 TL ve 558.938.726 TL tutarındadır. Söz konusu hesap esas olarak sabit kıymet yatırımları için tedarikçilere (İzahnamede yer alan dönemler itibarıyla peşin ödenmiş giderler tutarının sırasıyla %0,5, %0, %53,2 ve %30,6) ve çiftçilere gübre, mazot ve pancar alımı için verilen sipariş avanslarından (izahnamede yer alan dönemler itibarıyla peşin ödenmiş giderler tutarının sırasıyla %95,3, %94,6, %42,7 ve %68,7) oluşmaktadır.

Duran Varlıklar, Şirket'in duran varlıkları maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar ve kullanım varlıklarından oluşmaktadır.

Maddi duran varlıklar, 31.03.2021-31.03.2022-31.03.2023 ile 30.09.2023 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 215.324.794 TL, 205.912.432 TL, 209.745.487 TL ve 461.373.347 TL tutarındadır. Şirket'in maddi duran varlıkları, arsa-arazi, yeraltı ve yerüstü düzenleri, binalar, tesis makina ve cihazlar, taşıtlar, demirbaşlar, özel maliyetler ile yapılmakta olan yatırımlardan oluşmaktadır. İzahnamede yer alan dönemler itibarıyla toplam varlık içindeki maddi duran varlıkların payı sırasıyla %46,1, %33,5, %14,3 ve %21,1'dir. Son bilanço tarihi itibarıyla maddi duran varlıklar hesabında temel olarak yapılmakta olan yatırımlardan kaynaklanan %120'lik bir artış olmuştur. 241 milyon TL'lik yatırım henüz operasyonel hale geçmediği için yapılmakta olan yatırımlar hesabında muhasebeleştirilmiş; operasyonel hale geçtiğinde makine, tesis ve cihazlar hesabına transferi gerçekleştirilecektir. Yapılmakta olan yatırımların yanı sıra 1 Nisan 2023-30 Eylül 2023 tarihleri arasında 19,5 milyon TL'lik taşıt, makine, demirbaş alımı gerçekleştirilmiştir.

Maddi olmayan duran varlıklar, izahnamede yer alan dönemler itibarıyla 111 milyon TL olup bakiyenin 110,6 milyon TL'si kota hakkından oluşmaktadır. Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'ndan satın alınan varlıkların maliyet değeri


Gedik Yatırım
Menkul Değerler

ile satın alma bedeli arasındaki fark kota hakkı olarak muhasebeleştirilmiştir ve kota hakkının ömrü olmadığı için amortismanına tabi tutulmamaktadır.

Kısa Vadeli Yükümlülükler

Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, ticari borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, diğer borçlar, ertelenmiş gelirler, dönem karı vergi yükümlülüğü, kısa vadeli karşılıklar ve diğer kısa vadeli yükümlülükler kalemlerinden oluşmaktadır.

Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısmı, 31.03.2021-31.03.2022-31.03.2023 ile 30.09.2023 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 72.404.216 TL, 119.915.580 TL, 265.887.364 TL ve 248.898.928 TL tutarındadır. Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları hesabı, banka kredilerinden, ÖİB borçlarından ve finansal kiralama borçlarından oluşmaktadır. Tüm borçlanma TL cinsinden olup izahnameye konu dönemler itibarıyla faiz oranları %15-%16 aralığındadır. Banka kredileri Şirket'in yatırım yapmak ve geçmiş dönemdeki kısa süreli işletme sermayesi ihtiyacı için kullandığı kredilerden oluşmaktadır. Toplam kredilerin 31.03.2023 ve 30.09.2023 dönemleri itibarıyla önceki ilgili döneme göre sırasıyla %141,9 ve %21,6 artış göstermesi 2023-2024 finansal yılı içinde tamamlanması planlanan yatırımdan kaynaklanmaktadır. Öte yandan, geçmiş yıl bakiyeler içerisinde ÖİB'ye olan borç da yer almaktadır. ÖİB'ye yapılan ödeme peşinat ve 4 taksitten oluşmaktadır ve son taksit 20.09.2022 tarihinde ödenmiştir.

Ticari borçlar, 31.03.2021-31.03.2022-31.03.2023 ile 30.09.2023 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 23.456.653 TL, 21.027.467 TL, 61.745.615 TL, 352.729.875 TL tutarındadır. İşbu İzahnamede yer alan dönemler itibarıyla ticari borçların %99,2-%99,9 aralığında kısmı ilişkili olmayan taraflara ticari borç olup esas olarak gübre, tohum, ambalaj ve nakliye tedarikçilerine olan borçlardan oluşmaktadır. Gerek yapılmakta olan yatırımla ilgili olan tedarikçi bakiyeleri gerekse kampanya dönemi başlamış olması nedeniyle oluşan kömür vb. malzeme tedarikçi bakiyelerinden dolayı son bilanço döneminde bakiyede önemli bir artış gerçekleşmiştir.

Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, 31.03.2021-31.03.2022-31.03.2023 ile 30.09.2023 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 1.742.914 TL, 2.943.277 TL, 7.444.033 TL ve 23.357.627 TL tutarındadır. 30.09.2023 tarihi itibarıyla bakiyedeki artışın nedeni artan personel sayısı ve maaş zamlarının yanı sıra son bilanço tarihinde iki aylık SGK ödeme tutarının yer almasıdır. Ağustos ayı SGK ödemeleri yapılan uzatma nedeniyle Eylül ayı başında ödenmiştir.

Diğer borçlar, 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 ile 30.09.2023 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 16.674.450 TL, 5.346.803 TL, 516.803 TL ve 516.803 TL tutarındadır. Hesap esas olarak ilişkili taraflara ve ilişkili olmayan taraflara borçlar kalemlerinden oluşmaktadır. İlişkili taraflara borçlar hesabında 30.09.2023 ve 31.03.2023 tarihi itibarıyla bakiye bulunmamakta olup, 31.03.2022 ve 31.03.2021 tarihi itibarıyla sırasıyla 4.830.000 TL ve 10.886.000 TL tutarındadır. Söz konusu borçlar, geçtiğimiz dönemlerde Şirket'in net işletme sermayesine ihtiyaç duyduğu durumlarda Şirket ortaklarından finansman desteği sağlanması amacıyla gerçekleşen tutarlardır. Şirket'in güçlenen nakit akışının etkisiyle ortaklara olan borçlar azalarak sıfırlanmıştır.

Ertelenmiş gelirler, 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 ile 30.09.2023 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 29.422.155 TL, 16.171.654 TL, 17.793.046 TL ve 24.330.560 TL tutarındadır. Söz konusu kalem temel olarak muhtelif müşterilere avans usulü şeker ve melas satışından kaynaklanan alınan sipariş avansları kalemlerinden oluşmaktadır.

Diğer kısa vadeli yükümlülükler, 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 ile 30.09.2023 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 1.897.429 TL, 878.235 TL, 1.217.288 TL ve 5.781.715 TL tutarındadır. Söz konusu kalem esas olarak ödenecek vergi ve fonlardan oluşmakta olup 30.09.2023 tarihi itibarıyla bir önceki döneme göre %375,0 oranındaki artış 2. dönem geçici vergi beyannamesinde tahakkuk eden geçici kurumlar vergisinden (5,8 milyon TL) kaynaklanmaktadır.

Uzun Vadeli Yükümlülükler

Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri uzun vadeli borçlanmalar, ertelenmiş vergi yükümlülüğü ve uzun vadeli

Gedik Yatırım
Menkul Değerler

karşılıklar kalemlerinden oluşmaktadır.

Uzun vadeli borçlanmalar, 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 ile 30.09.2023 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 62.630.361 TL, 41.728.229 TL, 125.126.706 TL ve 226.876.523 TL tutarındadır. Uzun vadeli borçlanmalar hesabı, banka kredilerinden, ÖİB borçlarından ve finansal kiralama borçlarından oluşmaktadır. Tüm borçlanma TL cinsinden olup izahnameye konu dönemler itibarıyla faiz oranları %15-%16 aralığındadır. Banka kredileri Şirket'in yatırım yapmak ve geçmiş dönemdeki kısa süreli işletme sermayesi ihtiyacı için kullandığı kredilerden oluşmaktadır. Toplam kredilerin 31.03.2023 ve 30.09.2023 dönemleri itibarıyla önceki ilgili döneme göre sırasıyla %141,9 ve %21,6 artış göstermesi 2023-2024 finansal yılı içinde tamamlanması planlanan yatırımdan kaynaklanmaktadır. Ayrıca geçmiş yıl bakiyeleri içerisinde ÖİB'ye olan borç da yer almaktadır.

Ertelenmiş vergi yükümlülüğü, 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 10.130.354 TL, 5.963.495 TL ve 5.061.697 TL tutarındadır. 30.09.2023 tarihi itibarıyla Şirket'te 50,1 milyon TL ertelenmiş vergi varlığı muhasebeleştirilmiştir ve bu tutarın 37,6 milyon TL'si yatırım teşvik indirimi etkisinden kaynaklanmaktadır. Ertelenmiş vergi varlığı ve yükümlülüğü, TFRS'ye göre hazırlanan mali tablolar ile vergi mevzuatına göre hazırlanan mali tablolar arasındaki geçici farklar üzerinden hesaplanmaktadır. Bu farklar, TFRS'ye göre ve vergi mevzuatına göre hazırlanan mali tablolarda bazı gelirlerin ve giderlerin değişik raporlama dönemlerinde vergiye tabi olmasından kaynaklanmaktadır. Ertelenmiş vergi, finansal durum tablosu tarihi itibarıyla, geçici farkların geri çevrileceği tarihlerde yürürlükte olacak veya yürürlüğe girmesi kesine yakın olan vergi oranları kullanılarak hesaplanmaktadır.

Uzun vadeli karşılıklar, 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 ile 30.09.2023 itibarıyla finansal tablolarda sırasıyla 1.588.322 TL, 3.259.959 TL, 7.826.539 TL ve 11.369.667 TL tutarındadır. Söz konusu kalem çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli kıdem tazminatı karşılıklarından oluşmaktadır. Artan çalışan sayısı ve yapılan maaş artışlarından dolayı tazminat tutarında artış gerçekleşmektedir.

Özkaynaklar

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

Şirket'in ödenmiş sermayesi 31.03.2022, 31.03.2023 ile 30.09.2023 itibarıyla finansal tablolarda 200.000.000 TL'dir. Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelir/giderler hesabı aktüeryal kayıp/kazançtan kaynaklanmaktadır.

Şirket, izahnamede yer alan dönemler itibarıyla toplam 166.000.000 TL kâr dağıtımı gerçekleştirmiştir. (2021: 8.000.000 TL, 2022: 8.000.000 TL, 2023: 150.000.000 TL).

Dönem net karı 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 ile 30.09.2023 itibarıyla 34.061.352 TL, 148.367.297 TL, 568.063.987 TL ve 484.463.078 TL olarak gerçekleşmiştir.

3. Sektör Hakkında Bilgi

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

Türkiye'de sakaroz kökenli ve nişasta kökenli olmak üzere iki tür şeker üretimi bulunmaktadır. Sakaroz kökenli olarak



pancar şekeri üretimi yapılırken, nişasta kökenli olarak glukoz şurubu, izoglukoz, (yüksek fruktozlu mısır şurupları-HFCS) ve kristal fruktoz üretimi yapılmaktadır.

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

Ülkemizde şeker üretimi “yıllık yurtiçi şeker ihtiyacı ve güvenlik stoku” esasına göre yapılmaktadır. Türkiye'de şeker sektörü 1925 yılından itibaren kanunlarla düzenlenmiş olup, şeker sanayii ile ilgili yayımlanmış tüm mevzuatı bünyesinde toplayan 6747 sayılı Şeker Kanunu 1956-2001 yılları arasında yürürlükte kalmış, 19.04.2001 tarihinde ise Şeker Kanunu yürürlüğe girmiştir. Türkiye'de şeker üretimi 2001/2002 pazarlama yılından bu yana, Şeker Kanunu ve bu kanuna dayalı olarak çıkarılan yönetmelikler çerçevesinde düzenlenmektedir. Şirket de Şeker Kanunu kapsamında faaliyet göstermektedir. 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.

Türkiye'de pancar şekeri ve nişasta bazlı şeker (NBŞ) olmak üzere iki tür şeker üretimi yapılmaktadır. Nişasta bazlı şekerin iki türü olan glukoz şurubu ve izoglukozun (HFCS) her ikisi de ülkemizde üretilmektedir. Bor Şeker pancar şekeri üretimi gerçekleştirmektedir. Ülkemizin yıllık şeker ihtiyacının %97,5'i pancar şekeri, %2,5'i ise nişasta bazlı şeker ile karşılanmak üzere programlanmaktadır. 2019/2020, 2020/21, 2021/22, 2022/23, 2023/24 pazarlama yıllarında Cumhurbaşkanı Kararı ile NBŞ kotası ülke toplam A kotasının %2,5'i oranında belirlenmiştir.

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

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

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

Türkiye'de şeker sektörü bünyesinde 15 adet pancar şekeri üreticisi ve 5 adet NBŞ üreticisi olmak üzere toplam 20 şirket faaliyet göstermektedir. Sektörde ayrıca kota hakkı bulunmayan, sadece ihraç amaçlı üretim yapan ve toplam üretim kapasitesi 350 bin ton olan 5 adet NBŞ üreten şirket daha bulunmaktadır. Bu 5 şirketin üretimlerinin tamamı ihraç edilmektedir.

2023/2024 pazarlama yılı için, 7450 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı ile, (i) ülke toplam A Kotası Şeker 2 milyon 910 bin ton, (ii) pancar şekeri A kotası 2 milyon 837 bin 250 ton, (iii) B Kotası Şeker A Kotası Şeker'in %5'i olarak 141 bin 863 ton, (iv) NBŞ için A Kotası Şeker'in %2,5'i olan 72 bin 750 ton olarak belirlenmiştir. Bor Şeker'e 70.560 ton A Kotası Şeker ve 3.528 ton B Kotası Şeker tahsis edilmiştir.

Bor Şeker'in 2020/2021 – 2023/24 pazarlama dönemlerinde ortalama A Kotası Şeker payı %2,4'dür. Yıllar itibarıyla şeker kotası aşağıdaki tabloda belirtildiği gibidir.

Pazarlama Yılı	Bor Şeker A Kotası Şeker Tahsisatı (Ton)	Türkiye A Kotası Şeker Tahsisatı (Ton)	Bor Şeker'in Payı
2020/2021	62.000	2.632.500	2,4%
2021/2022	62.000	2.632.500	2,4%
2022/2023	62.000	2.681.250	2,3%
2023/2024	70.560	2.837.250	2,5%

Kaynak: <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2023/08/20230802-2.pdf>

Sektörde faaliyet gösteren şeker fabrikaları ve her birine 2023/2024 pazarlama yılında tanınmış olan kota miktarları aşağıda sunulmuştur:

Şirket (Ton)	A Kotası Şeker	Pay	B Kotası Şeker	Pay
--------------	----------------	-----	----------------	-----

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş.	1.044.950	36,8%	52.248	36,8%
Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş.	474.870	16,7%	23.744	16,7%
Konya Şeker San. ve Tic. A.Ş.	457.280	16,1%	22.864	16,1%
Doğuş Yiyecek ve İçecek Üretim San. Tic. A.Ş.	130.510	4,6%	6.526	4,6%
Keskinkılıç Gıda San. ve Tic. A.Ş.	112.360	4,0%	5.618	4,0%
Çorum Şeker Fabrikası A.Ş.	103.240	3,6%	5.162	3,6%
Amasya Şeker Fabrikası A.Ş.	77.950	2,7%	3.898	2,7%
Tutgu Gıda Tur. İnş. İml. İth. İhr. San. ve Tic. Ltd. Şti.	75.600	2,7%	3.780	2,7%
Sukkar Şeker Üretim A.Ş.	71.230	2,5%	3.562	2,5%
Bor Şeker A.Ş.	70.560	2,5%	3.528	2,5%
Adapazarı Şeker Fabrikası A.Ş.	63.210	2,2%	3.161	2,2%
Mutlucan Şeker Üretim Gıda San. ve Tic. A.Ş.	47.690	1,7%	2.385	1,7%
Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.	47.670	1,7%	2.384	1,7%
Muş Şeker Üretim Sanayi A.Ş.	37.870	1,3%	1.894	1,3%
Binbirgıda Tarım Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	22.260	0,8%	1.113	0,8%
Toplam	2.837.250	100%	141.863	100%

Kaynak: <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2023/08/20230802-2.pdf>

2023/2024 pazarlama yılı NBŞ A Kotası Şeker şirketler bazında;

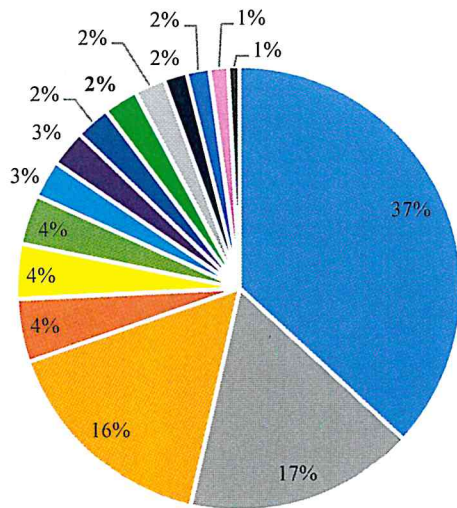
Şirket (Ton)	A Kotası Şeker	Pay
Cargill Tarım ve Gıda San. Tic. A.Ş.	31.893	43,9%
ADM Besin ve Tarım A.Ş.	22.633	31,1%
PNS Pendik Nişasta San. A.Ş.	10.330	14,2%
Tat Nişasta İnş. San. ve Tic. A.Ş.	4.658	6,4%
Sunar Mısır Ent. Tes. San. ve Tic. A.Ş.	3.209	4,4%
Toplam	72.723	100,0%

Kaynak: <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2023/08/20230802-2.pdf>

2023/2024 pazarlama yılında NBŞ şirketlerince kendilerine tahsis edilen kotanın en az %50'si glukoz olarak kullanılır.

Türkiye'de faaliyet gösteren pancar şekeri şirketlerine ait 2023/2024 pazarlama yılı pazar payları aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.

A KOTASI



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

Kaynak: <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2023/08/20230802-2.pdf>

3.1 Bor Şeker'in Faaliyet Gösterdiği Sektördeki Avantajları/Dezavantajları

Avantajlar

Nüfus artışı nedeniyle şeker tüketiminin artmaya devam etmesi

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

Regülasyonlar Nedeniyle Şirketin Sektörde Belirleyici Konumda Olması

Türkiye’de şeker sektörü, başta Şeker Kanunu olmak üzere çeşitli yasal düzenlemeler ve idari izinlerle regüle edilen bir sektördür. Şeker üretimi, üretim miktarları, hangi şeker türlerinin üretileceği ve şeker fabrikalarının kurulması konularında kararlar idare tarafından alınmaktadır. Cumhurbaşkanı izniyle şeker fabrikası kurma iznine sahip olan şirketler, A ve B şeker kotaları için her yıl takip eden pazarlama yılında belirlenen kotaları yine Cumhurbaşkanı tarafından tahsis edilen miktarlarda kullanabilirler. Bu çerçevede, Şirket de bu kotalara sahip olup söz konusu regülasyonlar nedeniyle öne çıkan bir konumda bulunmaktadır ve bu durum şirketi sektörde belirleyici bir role taşımaktadır.

Tedarikçilere Yakınlığın Sağladığı Stratejik Avantaj

Şirket, ürün tesislerinin stratejik konumu sayesinde ana tedarikçilere yakın bir konumda bulunmaktadır. Bu yakınlık, malzeme ve hammadde temin süreçlerinde hız, verimlilik ve maliyet avantajı sağlamaktadır. Tedarik zinciri yönetimindeki bu avantaj, üretim süreçlerinin kesintisiz ve etkin bir şekilde sürdürülmesine olanak tanımaktadır. Aynı zamanda, tedarikçilerle olan ilişkileri daha dinamik ve esnek tutmasına yardımcı olup potansiyel tedarik sıkıntılarına karşı hızla tepki verebilme kapasitesini artırmaktadır. Bu durum, Şirket’in sektördeki rekabetçilik seviyesini yükseltmekte ve piyasada daha istikrarlı bir konumda olmasını sağlamaktadır.

C Şekeri Üretimi ve İhracat Fırsatları

C Şekeri üretimine ilişkin belirli bir kota bulunmaması birlikte, üretim tamamen şirketlerin inisiyatifindedir. A kotasının bir kısmı satılamazsa, satılamayan miktar bir sonraki yıla devredilir ve takip eden yılın A kotası bu miktarla azaltılır. Öte yandan, şirketlerin talebi ve Cumhurbaşkanlığı’nın onayıyla, satılamayan A kotasının tamamı veya bir kısmı, o yıl içerisinde ihraç edilmek üzere C Şekeri kotasına dahil edilebilir. Şirket, sahip olabileceği ihracat izniyle C Şekeri üretimi yaparak bu şeker türünü yurtdışı pazarlarda satma hakkına sahiptir. Bu durum, şirkete ek gelir ve pazarda daha geniş bir etkinlik fırsatı sunmaktadır.

Dezavantajlar

Şekerin Bölgesel Sevkiyatı

Her ne kadar fabrikası hammaddeye yakın olsa da üretilen şekerin büyük çoğunluğu bölgede tüketilmemekte ve Batı, Marmara ve Güney bölgelere şeker sevk edilmektedir. Dolayısıyla pazara daha yakın fabrikalarla zaman zaman rekabet etme durumunda kalınmaktadır.

Türk Şeker’in Fiyat Politikaları



Görev zararı hazine tarafından karşılanan ve bir kamu kuruluşu olan Türk Şeker'in fiyat politikaları (iskonto, vade, satış kampanyaları vb.) Bor Şeker'i de etkilemektedir. Her ne kadar oligopol bir pazar gibi olsa da Türk Şeker'in fiyat yapısı piyasayı etkilemektedir.

Şeker Üretiminin Mevsimselliği

Şeker pancarının doğası gereği şeker üretiminin tamamı yılın sadece dört ayında (Eylül-Ocak) tamamlanmaktadır. Halbuki şeker tüketimi ve satışı yıl bazına dağılmaktadır. Dolayısıyla şeker fabrikaları stok maliyetine katlanmak zorunda kalmaktadır.

B Kotası Şeker Stoku

Ülkemizde şirket üreticileri yurt içi A Kotası Şeker'in %5'i kadar güvenlik stoku olarak B Kotası Şeker bulundurmamak zorundadır. Bu da fabrikalar için ek stok maliyetine sebep olmaktadır. B Kotası Şeker'in sadece Tarım ve Orman Bakanlığı'nın izni ile satışı mümkündür.

Dünya Sağlık Örgütü ve Şeker Tüketimi

Dünya genelinde, Dünya Sağlık Örgütü'nün de tavsiyeleri ile şeker tüketimini azaltmaya yönelik çeşitli faaliyetler yapılmaktadır. Ülkemizde de benzer şekilde şeker tüketimini azaltmaya yönelik medyada tavsiyeler yapılmaktadır. Ancak her ne kadar insanlar şeker tüketiminde azaltma eğiliminde olsa da nüfus artışı şeker ihtiyacına olan talebi artırmaktadır.

Nişasta Bazlı Şekerler ve Tüketici Bilinci

Pancar şekerine ikame olarak kullanılan nişasta bazlı şekerin ülkemizde ciddi miktarda kotası düşürülmesine rağmen bu kotanın tekrar yükseltile olasılığı risk teşkil etmektedir. Son yıllarda tüketiciler nişasta bazlı şekerle ilgili bilinçlenmeye başlamış ve mümkün olduğu kadar NBS'nin girdiği ürünlerin tüketimini azaltmaya çalışmaktadırlar.

4. Değerleme Çalışması

4.1. Değerleme Çalışmasına İlişkin Beyan

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

Etik ilkeler:

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


Menkul Değerler

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

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

Veri Kaynakları

Değerlemede kullanılan veriler, Şirket adına Yeditepe Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından 31 Mart 2021, 31 Mart 2022, 31 Mart 2023 için hazırlanan finansal tablolar ve bağımsız denetim raporu ve 30 Eylül 2022 ile 30 Eylül 2023 ara dönemler için hazırlanan özel sınırlı bağımsız denetim raporları, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin 2023 – 2029 yılları için proforma finansal tahminleri ve Gedik Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Genel Varsayımlar

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

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

Sınırlayıcı Şartlar

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

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

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

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

Bu raporda varılmış sonuçlar, ekonomik koşullar, piyasa koşulları ve raporun hazırlanmış olduğu tarih itibarıyla geçerli olan fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından Gedik Yatırım'a sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması ve/veya işbu Rapor tarihi sonrasında meydana gelebilecek olan gelişmeler, bu rapor içinde yer alan projeksiyon, tahmin ve değerleme sonuçlarını maddi olarak etkileyebilecektir.

Yatırımcıların nihai yatırım kararlarını vermeden önce mutlaka SPK tarafından onaylanan İzahname'yi okumaları ve özellikle 5 numaralı Risk Faktörleri bölümüne dikkat etmeleri tavsiye edilmektedir.


Gedik Yatırım
Menkul Değerler

4.3. Değerleme Proje Ekibi

Proje Ekibi: Konusunda uzman çalışma ekibi, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman Direktörü Dr. Emre Akyol, CFA tarafından yönetilmiştir.

Dr. Emre Akyol, CFA, Gedik Yatırım Kurumsal Finansman Direktörü, bankaların ve aracı kurumların Hazine, Araştırma ve Kurumsal Finansman departmanlarında çalışmıştır ve 27 yıllık iş tecrübesine sahiptir. Dr. Akyol, aynı zamanda 15 yıldır da İstanbul Bilgi Üniversitesi İşletme Fakültesi'nde öğretim görevlisi olarak çalışmaktadır ve kurumsal finansman, varlık değerlendirme ve portföy yönetimi yüksek lisans dersleri vermektedir. Dr. Akyol, Boğaziçi Üniversitesi Ekonomi Bölümü'nden lisans, London City Business School İşletme Bölümü'nden yüksek lisans ve İstanbul Üniversitesi Finans Bölümü'nden doktora derecelerine sahiptir ve ayrıca CFA unvanı taşımaktadır. (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.201472)

5. Değerleme Analizi

5.1 Değerlemede Kullanılan Yöntemler

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

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

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

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

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

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

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

Yukarıda da belirtildiği üzere bu iki yaklaşım haricinde Uluslararası Değerleme Standartları içinde Maliyet Yaklaşımı yöntemi de mevcut olup, bu yöntem bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değeri belirlemektedir. Bu yaklaşım, Bor Şeker'in faaliyet gösterdiği sektörün yapısı göz önüne alındığında Şirket'in mevcut varlıklarının ikame veya yeniden üretim maliyetlerinin piyasadaki verilerle hesaplanma zorluğundan ve şirketin değerini doğru şekilde yansıtamayacağından kaynaklı olarak değerlendirme yöntemi olarak tercih edilmemiştir.

5.2 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

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


Gedik Yatırım
Menkul Değerler

Yurt içindeki benzer şirketler olarak BIST Gıda, İçecek endeksinde faaliyet gösteren şirketlerin 02.01.2024 tarihli kapanış verileri üzerinden hesaplanan değerleme çarpanları dikkate alınmıştır. (Kaynak: Finnet)

Ayrıca, yurt dışındaki seçilmiş benzer şirketlerin 02.01.2024 tarihli verileri üzerinden hesaplanan değerleme çarpanları dikkate alınmıştır. (Kaynak: Bloomberg)

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında değerleme için uygun olduğu değerlendirilen temel değerleme çarpanlarından olan, F/K (Fiyat/Kazanç), FD/FAVÖK (Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar), FD/Satışlar (Firma Değeri/Satış Gelirleri), uç değerler elenerek medyan olarak dikkate alınmıştır.

Sonuç olarak yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler ile yapılan çarpan analizinde F/K, FD/FAVÖK, FD/Satışlar değerleme çarpanlarının kullanılması uygun bulunmuştur. Buna göre, belirlenen halka açık şirketlerin 02.01.2024 tarihi itibarıyla kapanış verileri hesaplamaya dahil edilmiştir.

- Şirket'in kısa vadeli ve uzun vadeli finansal borçlarından nakit ve nakit ve benzerleri çıkarıldığında 30.09.2023 itibarıyla net finansal borcu 82.607.301 TL olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in 30.09.2022 – 30.09.2023 dönemi için son 12 aylık FAVÖK'ü 752.165.458 TL olarak hesaplanmıştır. (FAVÖK = Brüt Kar – Faaliyet Giderleri* + Amortisman).
- Şirket'in 30.09.2023 dönemi için Özkaynakları 1.286.672.173 TL olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in 30.09.2022-30.09.2023 dönemi için Satış Gelirleri 2.218.335.801 TL olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in 30.09.2022-30.09.2023 dönemi için Net Karı 738.728.953 TL olarak hesaplanmıştır.

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

5.2.1 Yurt Dışındaki Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri

Seçilmiş yurt dışı benzer şirketler aşağıdaki tabloda sıralanmıştır. Şirket'in faaliyet gösterdiği benzer sektörlerde faaliyetleri olan ve anlamlı sonuç verdiği değerlendirilen şirketler seçilmiştir. Dikkate alınan çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar ($\leq 0x$) ile en yüksek dörtte bir (quartile) ve en düşük dörtte bir dilimlerinde olan veriler çalışmanın geneline hâkim olan muhafazakâr yaklaşımla aykırı değer olarak değerlendirilmiştir ve medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Daha önce izah edildiği üzere, yurt dışı benzer şirketlerin 30.09.2023 son 12 aylık verileri üzerinden hesaplanan çarpanlar dahil edilmiştir. Aşağıda detayları verilen söz konusu şirketlerin F/K, FD/FAVÖK, FD/Satışlar çarpanlarının medyanı alınmış olup söz konusu çarpanlara sırasıyla %20, %50 ve %30 ağırlık verilerek Şirket için adil özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Şirket Adı	Şirket Kodu	Faaliyet Alanına İlişkin Özet Bilgi	Ülke	PD / DD	F / K	FD / FAVÖK	FD / Satışlar
SUEDZUCKER AG	SZU GR Equity	Suedzucker AG, Doğu ve Batı Avrupa'da geleneksel şeker endüstrisinde faaliyet göstermektedir. Şirket, bağlı ortaklıkları aracılığıyla fonksiyonel gıda, soğutulmuş dondurulmuş ve nişasta ve meyve konsantreleri üretmektedir. Sudzucker'ın diğer işi, biyoetanol faaliyetlerini içermektedir.	Almanya	1,06	4,69	4,72	0,66
COSUMAR	CSR MC Equity	Compagnie Sucriere Marocaine et de Raffinage (Cosumar), faaliyet konusu şeker üretimi ve rafine edilmesidir. Şirketin merkezi Kazablanka'da olup Rabat, Tanger, Fes, Oujda, Meknes, Marakeş, Khemiss Zemanara ve Agadir'de şubeleri bulunmaktadır.	Fas	3,56	23,79	11,89	1,82
DELTA SUGAR	SUGR EY Equity	Delta Sugar Co. Şeker rafine sektöründe faaliyet göstermektedir.	Mısır	3,51	8,57	4,44	0,80
Nippon Beet Sugar Manufacturing Co Ltd	2108 JP Equity	Nippon Beet Sugar Manufacturing Co. Ltd., bir rafineri ve şeker üreticisidir. Şirket pancar şekerini, rafine şeker, ithal şeker ve yem satışı yapmaktadır ve Meiji Seika grubuna bağlıdır.	Japonya	0,36	16,88	6,20	0,30
BAOTOU HUAZI-A	600191 CH Equity	Baotou Huazi Industry Co., Ltd. pancar şekerini ve elektronik ürünler üretmekte ve pazarlamaktadır. Şirketin ürünleri arasında pancar şekerini, yemeklik alkol, kuvars-kristal rezonatörler, bilgisayarlar ve diğer elektronik bileşenler bulunmaktadır. Şirket ayrıca kuvars kristal rezonatörlerini de satmaktadır.	Çin	1,97	M.D	M.D	4,82
Triveni Engineering & Industries Ltd	TRE IN Equity	Triveni Engineering and Industries Limited, imalat ve mühendislik çözümleri sunar. Şirket, şeker üretimi, kojenerasyon, damıtma, endüstriyel dişi ve su arıtma çözümleri sunmaktadır. Triveni	Hindistan	2,78	4,54	13,42	1,21

Gedik Yatırım
Menkul Değerler

		Engineering & Industries, Hindistan'daki müşterilere hizmet vermektedir.					
Dangote Sugar Refinery PLC	DANGSUGA NL Equity	Dangote Sugar Refinery PLC, ham beyaz şeker üretmekte, rafine edip, paketleyip Afrika'da satmaktadır.	Nijerya	6,10	270,35	6,16	1,17
Mitsui DM Sugar Holdings Co Ltd	2109 JP Equity	Mitsui DM Sugar Holdings Co., Ltd., tatlandırıcı ve şurup dahil olmak üzere şeker ve ilgili işlenmiş ürünleri üretir ve satar. Şirket, ürünlerini ticari kullanım ve ev kullanımı için üretmektedir. Mitsui DM Sugar Holdings, işini grup yönetimi ve idaresi olarak değiştirmeyi planlamaktadır.	Japonya	0,86	7,10	13,84	0,67
Nissin Sugar Co Ltd	2117 JP Equity	WELLNEO SUGAR Co., Ltd. şeker ürünleri üretir ve dağıtır. Şirket, rafine şeker ve işlenmiş gıdaların üretim ve satışını yapmaktadır. WELLNEO SUGAR ayrıca sağlık hizmetleri ve spor kulübü yönetimi işletmeleri de yürütmektedir.	Japonya	0,98	17,59	13,17	0,90
Khon Kaen Sugar Industry PCL	KSL TB Equity	Khon Kaen Sugar Industry Public Company Limited, şeker üreten bir şirket olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, ham, çok yüksek polarizasyonlu, beyaz ve rafine şeker ile melas ve melastan araba yakıtı olarak yağa karıştırılarak elde edilen etanol işini yapmaktadır. Khon Kaen Sugar Industry, Tayland'daki müşterilere hizmet vermektedir.	Tayland	0,56	13,20	10,43	1,48
Thanh Thanh Cong – Bien Hoa JSC	SBT VN Equity	Thanh Thanh Cong – Bien Hoa Joint Stock Company şekerini üretmekte ve işlemektedir. Şirket gübre, elektrik ve tarım malzemeleri ticareti yapmaktadır. Thanh Thanh Cong – Bien Hoa aynı zamanda endüstriyel park altyapısı ve inşaat işleri de yapmaktadır. Thanh Thanh Cong – Bien Hoa, Vietnam'daki müşterilere hizmet vermektedir.	Vietnam	1,04	24,76	8,39	0,72
Kaset Thai International Sugar Corp PCL	KTIS TB Equity	Kaset Thai International Sugar Corp PCL, yerel ve uluslararası müşterilere şeker üretir ve dağıtır. Şirket ayrıca küspeden kâğıt hamuru, melastan etanol ve biyokütleden elektrik enerjisi gibi şeker üretimi yan ürünlerini hammadde olarak kullanan biyöürünler de üretmektedir.	Tayland	1,87	7,55	7,53	0,98
Guangxi Rural Investment Sugar Industry Group Co., Ltd	000911: CNE Equity	Guangxi Rural Investment Sugar Industry Group Co., Ltd şeker ürünleri üreten ve pazarlayan bir şirkettir. Şirket, mekanizma şekerleri, kamış posaları, kamış melası, ham şekerler ve diğer ürünleri üretmekte olup ayrıca bileşik gübreler, alkol, kâğıt ve diğer ürünler de üretmektedir.	Çin	39,77	M.D	M.D	2,29
Bannari Amman Sugars LTD	BNRI IN Equity	Bannari Amman Sugars Limited, şeker ve pekmez üretmektedir. Şirket ayrıca elektrik enerjisi üretimi ve dağıtımını yapmaktadır.	Hindistan	2,09	22,65	10,75	1,57
Dalmia Bharat Sugar & Industry	DCB IN Equity	Dalmia Bharat Sugar and Industries Ltd. şeker üretmektedir. Şirket, Uttar Pradesh'te şeker kamışı kırma tesisleri işletmektedir.	Hindistan	1,22	13,30	M.D	0,93
MSM Malaysia Holdings Bhd	5202: MY Equity	MSM Malezya şeker ürünleri üretmektedir. Şirket, beyaz rafine şekerden kahverengi şeker kadar geniş bir yelpazede şeker üretir, pazarlar ve satışını yapar ve aynı zamanda Prai, Penang ve Chuping, Perlis'te rafineriler işletmektedir.	Malezya	0,87	M.D	M.D	0,67
Rogers Sugar Inc.	RSGUF US Equity	Rogers Sugar Inc. Şeker ve akçaağaç şurubu üretmekte ve dağıtmaktadır. Şirket, şeker kamışı rafinerileri, şeker pancarı işleme tesisi ve akçaağaç şurubu işleme tesisleri işletmektedir. Rogers Sugar, granül, krema, küp, sarı ve kahverengi şekerler, sıvı şekerler, akçaağaç şurubu, akçaağaç şekerleri ve diğer özel şuruplar üretmektedir.	Kanada	M.D	M.D	M.D	0,91
KWS SAAT SE	KWS GR Equity	KWS SAAT SE & Co. KGaA şeker pancarı, mısır, hububat, yem, yağ ve protein bitkileri, sebze ve patates tohum ekimi ve ilgili faaliyetler sağlar. Şirket'in Almanya, İsviçre, Amerika Birleşik Devletleri, Fransa, İtalya, Avusturya, Türkiye, Şili ve Belçika'da iştirakleri bulunmaktadır.	Almanya	1,41	14,84	9,24	1,39
BF SPA	BFG IM Equity	B.F.S.P.A. tarım hizmetleri vermektedir. Şirket, pirinç, mısır, durum buğdayı ve yumuşak buğday, arpa, şeker pancarı, yonca, ayçiçeği, soya fasulyesi, bahçe bitkileri ve meyve gibi tarım ürünlerinin ekimi ve pazarlamasını yapmaktadır. B.F., İtalya'daki müşterilere hizmet vermektedir.	İtalya	1,47	90,01	17,00	0,85
Seçilmiş Medyan				1,41	14,84	9,83	0,92

Kaynak: Bloomberg (02.01.2024)

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

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

Buna göre, Şirket'in adil özkaynak değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Yurtdışındaki Benzer Şirket Çarpanları	Medyan Değerleme Çarpanları	Seçilmiş Finansallar (Bin TL) (2023/09 Yıllıklandırılmış)	Adil Özkaynak Değeri (Bin TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri (Bin TL)
F / K	14,8	738.729	10.965.569	20%	2.193.113,9
FD / FAVÖK*	9,8	752.165	7.314.833	50%	3.657.416,6
FD / Satışlar*	0,9	2.218.336	1.956.395	30%	586.918,4
Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri					6.437.449

Kaynak: Bloomberg Terminali (02.01.2024)

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

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

5.2.2 Yurt İçindeki Gıda, İçecek Endeksi Şirketlerinin Çarpan Değerleri

Yurt içindeki benzer şirketlerin değerleme çarpanları hesaplamasında BİST Gıda, İçecek Endeksinde faaliyet gösteren firmalardan içecek üretimi grubunda yer alan su, süt üretimi yapan ve et üretimi yapan firmalar elimine edilerek kalan firmaların tamamının verilerinden yararlanılmıştır. Dikkate alınan çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar (≤ 0) ile en yüksek dörtte bir (quartile) ve en düşük dörtte bir dilimlerinde olan veriler çalışmanın geneline hâkim olan muhafazakâr yaklaşımla aykırı değer olarak değerlendirilmiştir ve medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Aşağıda detayları verilen söz konusu şirketlerin F/K, FD/FAVÖK, FD/Satışlar çarpanlarının medyanı alınmış olup söz konusu çarpanlara sırasıyla %20, %50 ve %30 ağırlık verilerek Şirket için adil özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Kod	Şirket	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satış
AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.	2,1	5,7	3,5	0,7
ATAKP	ATAKEY PATATES GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3,5	14,3	8,9	3,6
AVOD	A.V.O.D. KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş.	1,9	8,8	12,5	1,3
BANVT	BANVİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SANAYİİ A.Ş.	3,5	M.D.	6,2	0,7
CCOLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.	3,9	15,1	8,2	1,7
DARDL	DARDANEL ÖNENTAŞ GIDA SANAYİ A.Ş.	1,5	66,8	9,0	1,0
DMRGD	DMR UNLU MAMULLER ÜRETİM GIDA TOPTAN PERAKENDE İHRACAT A.Ş.	1,7	43,7	20,1	3,3
EKSUN	EKSUN GIDA TARIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2,8	13,3	11,6	1,0
ELITE	ELİTE NATUREL ORGANİK GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	11,8	29,7	23,4	10,0
ERSU	ERSU MEYVE VE GIDA SANAYİ A.Ş.	7,2	M.D.	1.582,3	5,0
FADE	FADE GIDA YATIRIM SANAYİ TİCARET A.Ş.	2,0	5,0	61,5	5,8
FRIGO	FRİGO-PAK GIDA MADDELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2,3	15,3	6,7	1,6
GOKNR	GÖKNUR GIDA MADDELERİ ENERJİ İMALAT İTHALAT İHRACAT TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	2,7	8,3	13,6	1,7
KAYSE	KAYSERİ ŞEKER FABRİKASI A.Ş.	1,7	4,9	9,8	2,3
KERTV	KEREVİTAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1,9	7,7	4,7	0,6
KRVGD	KERVAN GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2,5	12,3	7,3	1,1
KNFRT	KONFRUT GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	5,5	17,9	8,8	1,1
KRSTL	KRİSTAL KOLA VE MEŞRUBAT SANAYİ TİCARET A.Ş.	5,5	27,8	24,9	2,0
KTSKR	KÜTAHYA ŞEKER FABRİKASI A.Ş.	1,8	6,1	10,6	2,8
MERKO	MERKO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2,4	22,0	5,6	1,2
OFSYM	OFİS YEM GIDA SANAYİ TİCARET A.Ş.	5,2	18,7	13,5	0,9
ORCAY	ORÇAY ORTAKÖY ÇAY SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2,9	11,3	7,5	2,2
OYLUM	OYLUM SİNAİ YATIRIMLAR A.Ş.	2,1	6,5	8,3	1,7
PENGD	PENGÜEN GIDA SANAYİ A.Ş.	0,7	21,9	14,1	1,4
PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş.	1,0	9,5	10,9	1,0
PINSU	PINAR SU VE İÇECEK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3,3	M.D.	10,7	1,7
PNSUT	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.	0,8	9,6	15,2	0,7
SELGD	SELÇUK GIDA ENDÜSTRİ İHRACAT İTHALAT A.Ş.	5,5	28,7	M.D.	12,2
SELVA	SELVA GIDA SANAYİ A.Ş.	1,8	11,0	11,4	1,2
SOKE	SÖKE DEĞİRMENCİLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3,7	18,2	19,1	1,7
TATGD	TAT GIDA SANAYİ A.Ş.	3,8	17,5	12,5	1,6
TETMT	TETAMAT GIDA YATIRIMLARI A.Ş.	1.212,6	M.D.	M.D.	127,1
TUKAS	TUKAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3,3	7,7	8,2	2,1
ULUUN	ULUSOY UN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	1,3	2.172,2	9,1	0,3
ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.	3,5	12,0	5,7	1,2

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

VANGD	VANET GIDA SANAYİ İÇ VE DIŞ TİCARET A.Ş.	4,7	11,3	M.D.	5,7
YYLGD	YAYLA AGRO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3,9	9,5	14,3	1,4
Seçilmiş Medyan		2,8	11,3	10,8	1,6

Buna göre, Şirket'in adil özkaynak değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Yurt içindeki Benzer Şirket Çarpanları	Medyan Değerleme Çarpanları	Seçilmiş Finansallar (Bin TL) (2023/09 Yıllıklandırılmış)	Adil Özkaynak Değeri (Bin TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri (Bin TL)
F / K	12,3	738.729	9.527.631	20%	1.814.786,8
FD / FAVÖK*	10,7	752.165	8.329.705	50%	3.964.559,4
FD / Satışlar*	1,6	2.218.336	3.643.601	30%	1.039.848,8
Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri					6.819.195,0

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

Kaynak: Finnet (02.01.2024)

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

5.2.3 Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Yurt dışı benzer ve yurt içi BIST Gıda, İçecek endeksinde seçilmiş şirketlerin F/K, FD/FAVÖK, FD/Satışlar çarpanlarının medyanına göre Şirket için adil özsermaye değerleri %50-%50 ağırlıklandırmaya göre hesaplanmıştır. Sonuç olarak, Şirket için ağırlıklandırılmış adil özsermaye değeri çarpan analizine göre **6.628.321.921 TL** olarak hesaplanmıştır. Bu analize göre pay başına değer **33,14 TL**'ye tekabül etmektedir.

Çarpan Analizi (Bin TL)	Ağırlık	Sonuç
Yurt içi Benzer Şirket Medyanı		
Özsermaye Değeri		6.819.195
Pay Başına Değer	50%	34,10
Yurt dışı Benzer Şirket Medyanı		
Özsermaye Değeri		6.437.449
Pay Başına Değer	50%	32,19
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		6.628.322
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		33,14

5.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

5.3.1 Varsayımlar

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

İNA metodunda 7 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ve Gedik Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2023 – 2029 yılları için projekte edilmiştir.

Değerleme modelinde kullanılan Türkiye enflasyon ve USD/TL, EUR/TL kur tahminleri, aşağıdaki tabloda paylaşılan Gedik Yatırım Araştırma Bölümü verilerine dayanmaktadır.

Makro Veriler	2020	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
USD/TL Ortalama	7,02	8,89	16,62	23,77	34,37	41,93	49,08	55,51	60,96	66,09	70,53
EUR/TL Ortalama	8,04	10,47	17,40	25,71	36,81	45,39	53,00	59,95	65,84	71,38	76,17
TR TÜFE Yılsonu	14,60%	36,10%	64,30%	64,80%	42,00%	22,00%	13,00%	10,00%	9,50%	8,80%	8,00%
TR TÜFE Ortalama	12,30%	19,60%	72,30%	53,90%	55,50%	29,00%	16,70%	11,40%	9,70%	9,10%	8,40%

Gedik Yatırım
Menkul Değerler

Kaynak: TÜİK verileri, Gedik Yatırım Araştırma Bölümü tahminleri

5.3.2 Gelir Tablosu Projeksiyonu

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

A Kotası Şeker – Yurtiçi talebe göre üretilen ve pazarlama yılı içinde iç pazara verilebilen şeker miktarını,

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

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

Bor Şeker'in A kotası şeker tahsisatı 2022/2023 pazarlama yılında 62.000 bin/ton olup, bu miktar 2023/2024 pazarlama yılında 70.560 /ton seviyesine ulaşmıştır. 4634 sayılı Şeker Kanunu ile Türkiye'de şeker talebini karşılayacak düzeyde üretim planlaması yapılmakta olup, Ülke içinde pazarlanacak şeker miktarı, Cumhurbaşkanlığı tarafından tahsis edilen kotalar ile belirlenmektedir.

2022 yıl sonu itibarıyla Bor Şeker'in şeker üretim kapasitesi 83.358 ton olup 88.940 ton şeker üretilmiştir ve tamamı satılmıştır. 2022 yılı kapasite kullanım oranı %106,70 olarak hesaplanmaktadır. Şirket'in, İNA analizi için projeksiyon dönemi olan 2023-29 yılları arasında, konservatif bir yaklaşımla, ortalama olarak yıllık 100.000 ton şeker üreteceği ve satacağı varsayılmıştır. Şirketin, 260 milyon TL'sini 2023 finansal yılının ilk yarısında tamamlamış olduğu toplam 360 milyon TL'lik modernizasyon ve kapasite yatırımının şirketin verimliliğine katkıda bulunacağı öngörülmektedir.

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

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

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

Kanunda şeker fiyatlarının serbestçe belirlenebildiği ifade edilmekle birlikte 15 adet şeker fabrikası olan, toplam şeker kotasının %37'sine sahip bulunan ve bir kamu kuruluşu olan Türk Şeker genellikle fiyatlaması açısından baz kabul edilmektedir. Şirket'in, projeksiyon dönemi olan 2023-29 yılları arasında, şeker fiyatlarını büyük ölçüde TÜFE enflasyonuna paralel olarak artıracığı varsayılmıştır.

Şirket şeker üretimi esnasında yan ürün olarak melas ve yaş pancar posası (küspe) da elde etmektedir. Yaş pancar posası doğrudan veya melas ile karıştırılarak hayvan yemi olarak değerlendirilmektedir. Üretim miktarı işlenen pancar miktarı ile paralellik göstermekte olup, genellikle işlenen pancarın %30'u oranında posa elde edilmektedir. %50 şeker içeren melas; fermantasyon hammaddesi olarak, etil alkol üretiminde, doğrudan hayvan yemi olarak, içilebilir kalitede direkt damıtılan içkilerde, içilemeyen kalitede endüstriyel tüketim ve ilaç sanayiinde, sirke, hamur mayası, briket kömür imalinde ve kozmetik sanayisinde kullanılmaktadır. Bunların dışında, Şirket'in gübre, tohum ve zirai ilaç satışları da bulunmaktadır.

Bor Şeker'in 2020-23 arasında yıllık hasılatının %81-86'sını şeker satışları oluşturmuştur. Şirket'in, projeksiyon dönemi olan 2023-29 arasında yıllık hasılatının %84'ünü şeker satışlarından %16'sını yan ürünlerden sağlayacağı



varsayılmıştır. 2020-23 arasında brüt satış gelirlerinin ortalama olarak %0,8'i seviyesinde satış iskontoları ve iadeler gerçekleşmiştir. Şirket'in, İNA değerlendirme analizi için projeksiyon dönemi olan 2023-29 yılları için öngörülen brüt satış gelirlerinden %0,8 seviyesinde satış iskontoları ve iadeler düşülerek net satış geliri tahminlerine ulaşılmıştır. Net satışlardaki yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO), 2020-22 yılları için %78 seviyesinde gerçekleşmişken, projeksiyon dönemi olan 2023-29 arasında, konservatif bir yaklaşımla, %29 olarak öngörülmüştür.

Mali Dönem	2020	2021	2022	2022/06	2023/06	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
(bin TL)	2020 Nisan - 2021 Mart	2021 Nisan - 2022 Mart	2022 Nisan - 2023 Mart	2022 Nisan - 2022 Eylül	2023 Nisan - 2023 Eylül	2023 Nisan - 2024 Mart	2024 Nisan - 2025 Mart	2025 Nisan - 2026 Mart	2026 Nisan - 2027 Mart	2027 Nisan - 2028 Mart	2028 Nisan - 2029 Mart	2029 Nisan - 2030 Mart
Brüt Satış Gelirleri	518.939	565.451	1.653.033	695.255	1.277.425	3.099.019	4.811.752	6.267.521	7.337.971	8.177.859	8.974.649	9.795.451
Yıllık Değişim		9%	192%		84%	87%	55%	30%	17%	11%	10%	9%
Net Satış Gelirleri	516.661	559.903	1.636.386	686.607	1.268.556	3.075.633	4.775.441	6.220.226	7.282.597	8.116.147	8.906.924	9.721.532
Yıllık Değişim		8%	192%		85%	88%	55%	30%	17%	11%	10%	9%
Net Satış Gelirleri/Brüt Satış Gelirleri	99,6%	99,0%	99,0%	98,8%	99,3%	99,2%	99,2%	99,2%	99,2%	99,2%	99,2%	99,2%
Satışların Maliyeti (-)	433.104	351.900	867.433	277.423	803.543	2.190.065	3.298.279	4.286.891	5.015.478	5.587.710	6.132.528	6.694.253
Yıllık Değişim		-19%	146%		190%	152%	51%	30%	17%	11%	10%	9%
Büt Kar	83.557	208.002	768.953	409.184	465.013	885.568	1.477.162	1.933.335	2.267.119	2.528.437	2.774.397	3.027.280
Yıllık Değişim		149%	270%		14%	15%	67%	31%	17%	12%	10%	9%
Brüt Kar Marjı	16%	37%	47%	60%	37%	29%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
Faaliyet Giderleri (-)	17.763	25.927	65.485	25.226	49.968	107.830	163.369	211.489	247.105	275.131	301.993	329.733
Yıllık Değişim		46%	153%		98%	65%	52%	29%	17%	11%	10%	9%
Satışlara Oranı	3%	5%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Pazarlama Giderleri	7.596	11.812	36.681	15.205	22.271	56.916	86.608	112.135	131.025	145.889	160.132	174.840
Yıllık Değişim		56%	211%		46%	55%	52%	29%	17%	11%	10%	9%
Satışlara Oranı	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Genel Yönetim Giderleri	10.167	14.115	28.803	10.021	27.696	50.914	76.761	99.354	116.080	129.242	141.861	154.894
Yıllık Değişim		39%	104%		176%	77%	51%	29%	17%	11%	10%	9%
Satışlara Oranı	2%	3%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Faaliyet Karı (Diğer Gelir ve Gider Hariç)	65.793	182.075	703.469	383.958	415.045	777.738	1.313.793	1.721.845	2.020.014	2.253.306	2.472.404	2.697.547
Yıllık Değişim		177%	286%		8%	11%	69%	31%	17%	12%	10%	9%
Faaliyet Kar Marjı	13%	33%	43%	56%	33%	25%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
Amortisman Giderleri	13.158	14.422	16.055	7.571	9.127	47.078	50.831	55.638	61.051	65.953	72.827	80.465
Yıllık Değişim		10%	11%		21%	193%	8%	9%	10%	8%	10%	10%
Satışlara Oranı	3%	3%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
FAVÖK	78.951	196.497	719.523	391.529	424.171	824.816	1.364.624	1.777.483	2.081.065	2.319.259	2.545.231	2.778.012
Yıllık Değişim		149%	266%		8%	15%	65%	30%	17%	11%	10%	9%
FAVÖK Marjı	15%	35%	44%	57%	33%	27%	29%	29%	29%	29%	29%	29%

2020, 2021 ve 2022 mali yıllarında Şirket'in brüt kâr marjı ortalama olarak %33 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in, İNA değerlendirme analizi için projeksiyon dönemi olan 2023-29 arasında yıllık ortalama brüt kâr marjı, konservatif bir yaklaşımla, %31 olarak hesaplanmıştır. Brüt kardaki yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO), 2020-22 yılları için %203 seviyesinde gerçekleşmişken, projeksiyon dönemi olan 2023-29 arasında, yine konservatif bir yaklaşımla, %22 olarak öngörülmüştür.

2020, 2021 ve 2022 mali yıllarında Şirket'in faaliyet kâr marjı ortalama olarak %29 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in, İNA değerlendirme analizi için projeksiyon dönemi olan 2023-29 arasında yıllık ortalama faaliyet kâr marjı, konservatif bir yaklaşımla, %27 olarak hesaplanmıştır. Faaliyet karındaki yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO), 2020-22 yılları için %227 seviyesinde gerçekleşmişken, projeksiyon dönemi olan 2023-29 arasında, yine konservatif bir yaklaşımla, %21 olarak öngörülmüştür.

2020, 2021 ve 2022 mali yıllarında Şirket'in faaliyet FAVÖK marjı ortalama olarak %31 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in, İNA değerlendirme analizi için projeksiyon dönemi olan 2023-29 arasında yıllık ortalama FAVÖK marjı, konservatif bir yaklaşımla, %28 olarak hesaplanmıştır. FAVÖK'teki yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO), 2020-22 yılları için %202 seviyesinde gerçekleşmişken, projeksiyon dönemi olan 2023-29 arasında, yine konservatif bir yaklaşımla, %21 olarak öngörülmüştür.

5.3.3 İşletme Sermayesi İhtiyacı

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

Mali Dönem	2020	2021	2022	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T
Operasyon Dönemi	2020 Nisan - 2021 Mart	2021 Nisan - 2022 Mart	2022 Nisan - 2023 Mart	2023 Nisan - 2024 Mart	2024 Nisan - 2025 Mart	2025 Nisan - 2026 Mart	2026 Nisan - 2027 Mart	2027 Nisan - 2028 Mart	2028 Nisan - 2029 Mart	2029 Nisan - 2030 Mart
Satış Gelirleri (bin TL)	516.661	559.903	1.636.386	3.075.633	4.775.441	6.220.226	7.282.597	8.116.147	8.906.924	9.721.532
SMM (bin TL)	433.104	351.900	867.433	2.190.065	3.298.279	4.286.891	5.015.478	5.587.710	6.132.528	6.694.253
% SMM / Satış Gelirleri	84%	63%	53%	71%	69%	69%	69%	69%	69%	69%

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Ticari Alacaklar	17.382	76.519	101.133	173.370	269.187	350.628	410.512	457.499	502.074	547.992
Alacak Devir Hızı	29,72	7,32	16,18	17,74	17,74	17,74	17,74	17,74	17,74	17,74
Alacak Gün Sayısı	12,28	49,88	22,56	20,57	20,57	20,57	20,57	20,57	20,57	20,57
Stoklar	109.519	202.068	831.296	974.868	1.468.170	1.908.232	2.232.550	2.487.269	2.729.785	2.979.826
Stok Devir Hızı	3,95	1,74	1,04	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Stok Gün Sayısı	92,30	209,59	349,79	162,47	162,47	162,47	162,47	162,47	162,47	162,47
Ticari Borçlar	23.457	21.027	61.746	133.411	200.919	261.142	305.525	340.383	373.572	407.790
Ticari Borç Devir Hızı	18,46	16,74	14,05	16,42	16,42	16,42	16,42	16,42	16,42	16,42
Ticari Borç Gün Sayısı	19,77	21,81	25,98	22,23	22,23	22,23	22,23	22,23	22,23	22,23
Ticari İşletme Sermayesi	103.445	257.560	870.683	1.014.827	1.536.437	1.997.718	2.337.537	2.604.384	2.858.287	3.120.029
Ticari İşletme Sermayesi Değişimi		154.115	613.123	144.145	521.610	461.281	339.819	266.847	253.903	261.742
Nakit Dönüşüm Süresi	85	238	346	161	161	161	161	161	161	161

İşletme Sermayesi 7 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket'in özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarına göre, son 3 yıllık (2020-2021-2022) nakit dönüşüm süresi 85 ile 346 gün arasında değişiklik göstermiştir. 2023 – 2029 yılları arası nakit dönüşüm süresi yaklaşık 161 gün üzerinden hesaplanmıştır.

5.3.4 Yatırım Harcamaları ve Amortisman

Amortisman Kırılımı (bin TL)	2021	2022	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T
Satılan Mal Maliyeti	13.753	14.110	41.264	44.553	48.766	53.511	57.807	63.832	70.527
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri içerisindeki payı	95%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	345	1.066	3.011	3.251	3.559	3.905	4.218	4.658	5.147
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri içerisindeki payı	2%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Genel Yönetim Giderleri	324	879	2.803	3.027	3.313	3.635	3.927	4.337	4.792
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri içerisindeki payı	2%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Toplam Amortisman	14.422	16.055	47.078	50.831	55.638	61.051	65.953	72.827	80.465
Sermaye Harcamaları Kırılımı (bin TL)	2021	2022	2023 T	2024 T	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T
MDV Sermaye Harcamaları	5.537	19.682	360.000	46.414	60.457	70.782	78.884	86.569	94.487
Toplam Sermaye Harcamaları içerisindeki payı	99%	99%	100%	99%	99%	99%	99%	99%	99%
MODV Sermaye Harcamaları	78	211	252	392	510	597	666	730	797
Toplam Sermaye Harcamaları içerisindeki payı	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Toplam Sermaye Harcamaları	5.615	19.893	360.252	46.806	60.967	71.379	79.549	87.300	95.284

Şirket'in mevcut maddi ve maddi olmayan varlıklarının, projeksiyon döneminde tükenecek yıllık amortismanlarına yeni yatırım harcamalarının projeksiyon döneminde mevcut amortisman oranı ile tükenmeye tabi yıllık amortismanları ilave edilerek projeksiyon dönemi boyunca yıllık amortisman giderleri hesaplanmıştır. Hesaplanan yıllık amortisman giderleri önceki yıllar gider kalemleri dağılımı oranı ile tutarlı olarak projeksiyonlara yansıtılmıştır. Şirket, 2023 finansal yılı için planlanan yaklaşık 360 milyon TL'lik MDV yatırımının 260 milyon TL'lik kısmını 30.09.2023 tarihine kadar tamamlamış ve yapılmış olan bu harcamalar son açıklanan mali tablolarda net borç hesabına yansımıştır. Yılın geri kalan bölümünde, MDV yatırımının yaklaşık 100 milyon TL'lik kısmı kalmıştır ve İNA analizinde de bu şekilde kullanılmıştır.

5.3.5 Net Finansal Borç veya Net Nakit

Şirket'in 30.09.2023 itibarıyla net finansal borcu 82.607.301 TL'dir.

Borçluluk (Bin TL)	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2023
Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar	286	716	80.197	393.172
Toplam Finansal Borçlar	145.958	166.570	391.176	475.780
Net Finansal Borç veya (Net Nakit)	145.671	165.854	310.979	82.607

Gedik Yatırım
Menkul Değerler

5.3.6 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

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

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Risksiz Getiri Oranı	26,65%	25,15%	23,65%	22,15%	20,65%	19,15%	18,10%
Beta	1	1	1	1	1	1	1
Piyasa Risk Primi	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Özkaynak Maliyeti	32,65%	31,15%	29,65%	28,15%	26,65%	25,15%	24,10%
Borçlanma Maliyeti	29,65%	28,15%	26,65%	25,15%	23,65%	22,15%	21,10%
Borçlanma Maliyeti (1 - Vergi)	22,24%	21,11%	19,99%	18,86%	17,74%	16,61%	15,83%
Borç / Özkaynak	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37
Hedef Borç Ağırlığı	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
Özkaynak Ağırlığı	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%
AOSM	29,84%	28,44%	27,04%	25,64%	24,24%	22,85%	21,87%

Kaynak: Gedik Yatırım varsayımları, Bloomberg Terminali

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında;

- 30.09.2023 tarihli bilançoda yer alan Finansal Borç / (Finansal Borç + Özkaynak) oranı %27 kullanılmıştır.
- Risksiz getiri oranı olarak, Türkiye'nin TRT051033T12 kodlu en uzun vadeli TL bazlı tahvilinin son 1 aylık ortalaması olan %26,65 kullanılmıştır. Tablo 5.3.1'de görülebileceği üzere değerlendirme çalışmasına baz olan enflasyon ile ilgili beklentiler, TÜFE'nin hızlı bir gerilemeyle birlikte 2029'da %9'a yakınsamasıdır. Dolayısıyla, İNA analizinde şirketle ilgili nakit akımı projeksiyonlarının da buna paralel olacağı öngörülmüştür. Buna karşın konservatif bir yaklaşımla, projeksiyon dönemi olan 2023-2029 dönemi boyunca risksiz getiri oranında yıllık olarak sadece %1,5 civarında gerileme olabileceği varsayılmıştır.
- Standart modelde kullanılan ve sistematik riski ölçtüğü varsayılan Beta, geçmiş belirli bir periyot için hisse senedi getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansının, borsa getirisinin varyansına bölünmesiyle istatistiki olarak hesaplanmaktadır. Borsa endeksinin oluşturan tüm hisse senetlerinin getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansı, borsa endeksinin varyansına eşit olduğundan, borsa endeksinin betası da Varyans/Varyans=1 olarak hesaplanmaktadır. Şirket'in payları henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan ve bu sebeple istatistiki olarak Şirket'e özgü standart Beta hesabı yapılamayacağından, değerlendirme çalışmasında Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- Pay piyasası risk primi olarak %6,0 kullanılmıştır.
- Bu varsayımlar altında özkaynak maliyetinin, projeksiyon dönemi boyunca %33 ile %24 arasında olacağı hesaplanmaktadır.
- Vergi kalkını öncesindeki uzun vadeli borçlanma maliyetinin, projeksiyon dönemi olan 2023-2029 arasında %30 ile %21 arasında olacağı öngörülmüştür.
- Böylelikle, Şirket'in ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin (AOSM), projeksiyon dönemi olan 2023-2029 arasında %30 ile %22 arasında olacağı hesaplanmaktadır.

5.3.7 İndirgenmiş Nakit Akımları

Projeksiyon dönemi olan 2023-29 için İNA analizinde kullanılan ve önceki bölümlerde detayları sunulmuş olan veriler ve finansal tahminler, aşağıda bir tablo halinde gösterilmektedir. 2029 sonrasındaki dönem için uç değer büyüme oranı olarak, enflasyon oranlarındaki düşüş beklentisi dikkate alınarak ve konservatif bir yaklaşımla %5 kullanılmıştır. 2023 için yıl sonuna kadar kalan serbest nakit akımları dikkate alınmıştır. Şirket'e ait toplam serbest nakit akımları ve uç değer,

Gedik Yatırım
Menkul Değerler

5.3.6'da açıklanmış olan AOSM ile değerlendirme tarihine indirgenmiş ve net finansal borç düşülerek adil öz sermaye değeri 6.640.941.258 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer ise 33,20 TL'ye tekabül etmektedir. İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı öz sermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir.

Mali Dönem (Bin TL)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Operasyon Dönemi	2020 Nisan - 2021 Mart	2021 Nisan - 2022 Mart	2022 Nisan - 2023 Mart	2023 Nisan - 2024 Mart	2024 Nisan - 2025 Mart	2025 Nisan - 2026 Mart	2026 Nisan - 2027 Mart	2027 Nisan - 2028 Mart	2028 Nisan - 2029 Mart	2029 Nisan - 2030 Mart
Satış Gelirleri	516.661	559.903	1.636.386	3.075.633	4.775.441	6.220.226	7.282.597	8.116.147	8.906.924	9.721.532
Büyüme Oranı		8%	192%	88%	55%	30%	17%	11%	10%	9%
Brüt Kar Marjı (%)	16%	37%	47%	29%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
Brüt Kar	83.557	208.002	768.953	885.568	1.477.162	1.933.335	2.267.119	2.528.437	2.774.397	3.027.280
Faaliyet Kar Marjı (%)	13%	33%	44,0%	25,3%	27,5%	27,7%	27,7%	27,8%	27,8%	27,7%
Faaliyet Karı	65.793	182.075	719.842	777.738	1.313.793	1.721.845	2.020.014	2.253.306	2.472.404	2.697.547
Amortisman	13.158	14.422	16.055	47.078	50.831	55.638	61.051	65.953	72.827	80.465
FAVOK	78.951	196.497	735.897	824.816	1.364.624	1.777.483	2.081.065	2.319.259	2.545.231	2.778.012
FAVOK Marjı (%)	15%	35%	45%	27%	29%	29%	29%	29%	29%	29%
-Vergi				94.434	286.948	390.461	505.003	563.327	618.101	674.387
+/- İşletme Sermayesi Değişimi				144.145	521.610	461.281	339.819	266.847	253.903	261.742
- Sermaye Harcamaları				360.000	46.806	60.967	71.379	79.549	87.300	95.284
Firma Serbest Nakit Akışları				386.237	509.260	664.774	1.164.863	1.409.537	1.585.927	1.746.599
AOSM				29,8%	28,4%	27,0%	25,6%	24,2%	22,8%	21,9%
Baz Yıl				0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0
İskonto Faktörü				1,00	0,78	0,62	0,50	0,42	0,36	0,31
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları				386.237	396.493	535.804	587.292	591.512	566.863	533.192
Σ İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları				3.404.274						
Uç Değer				10.873.089						
Firma Değeri				6.723.548						
+ Nakit				393.173						
- Borç				475.780						
İştirakler				0						
Özkaynak Değeri				6.640.941						
Sermaye				200.000						
Pay Değeri				33,20						

5.4 Sonuç

Şirket'in değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizi eşit ağırlıklandırılmış olup, 6.634.631.590 TL adil özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 200.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına adil değeri 33,17 TL olarak hesaplanmıştır. %20 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 5.307.705.272 TL, pay başına değer ise virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanarak 26,54 TL olarak hesaplanmıştır. Sermaye artırımı yoluyla halka arz edilecek nominal paylar 40.000.000 TL, ortak satışı yoluyla halka arz edilecek nominal paylar 30.000.000 TL'dir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 1.857.800.000 TL olup, halka açıklık oranı %29,17 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesi 240.000.000 TL, piyasa değeri ise 6.369.600.000 TL'ye tekabül etmektedir.

Değerleme Sonucu (Bin TL)	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	50%	6.640.941
Piyasa Yaklaşımı – Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları	25%	6.819.195
Piyasa Yaklaşımı – Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları	25%	6.437.449
Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri	100%	6.634.632
Pay Adedi		200.000
Ağırlıklandırılmış Adil Pay Değeri		33,17

Gedik Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Halka Arza İlişkin Bilgiler (bin TL)

Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	6.634.632
Halka Arz İskontosu	20%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri	5.307.705
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	200.000
Halka Arz Pay Başına Değer	26,54
Sermaye Artırım Oranı	20,00%
Sermaye Artırımı (Pay Adedi)	40.000
Sermaye Artırımı (TL Tutar)	1.061.600
Ortak Satışı Oranı	15,00%
Ortak Satışı (Pay Adedi)	30.000
Ortak Satışı (TL Tutar)	796.200
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	70.000
Halka Arz Büyüklüğü	1.857.800
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	6.369.600
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	240.000
Halka Açıklık Oranı	29,17%

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


Menkul Değerler

Ek-1: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU

BAŞKANLIĞI'NA

Eskişehir Yolu 8. Km No:156

06530 Ankara

29.01.2024

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

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

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahnamenin bir parçası olan 29.01.2024 tarihli Bor Şeker Anonim Şirketi için hazırlanan Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Ersan AKPINAR

Genel Müdür

Gökhan TOSUN

Yönetim Kurulu Üyesi



Ek-2: Fiyat Tespit Raporu Hazırlanabileceğine İlişkin Beyan**SERMAYE PİYASASI KURULU****BAŞKANLIĞI'NA****Eskişehir Yolu 8. Km No:156****06530 Ankara****29.01.2024****Fiyat Tespit Raporu Hazırlanabileceğine İlişkin Beyan**

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

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

Halka Açılan Ortaklığın Ticaret Unvanı	Aracı Kurumumuzca Hazırlanan Analist Raporunun KAP'ta Yayınlanma Tarihi
Avrupakent Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	12.12.2023 / 12:51
Mega Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş.	06.12.2023 / 18:07

Saygılarımızla,

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Ersan AKPINAR

Genel Müdür



Gökhan TOSUN

Yönetim Kurulu Üyesi