

06 Şubat 2024 Salı

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

Bor Şeker A.Ş. halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

Şirket'in Genel Bilgileri

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

2018 yılının ilk çeyreğinde 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.

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 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 artırılmıştır. Yıl sonunda elde edilen büyük gelişimle birlikte önceki yıllara kıyasla fabrikanın kapasitesi, kalitesi ve üretim potansiyelinde belirgin bir artış sağlanmıştır.

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 verimliliğini artırmaktır.

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in detaylı ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Sermaye (%)	Sermaye (TL)	Sermaye (%)
Arz Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. İkinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	100.000.000	50,0	85.000.000	35,4
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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Araştırma ve Strateji Müdürlüğü

Şirketin Faaliyetleri

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. Üretim miktarı işlenen pancar miktarı ile paralellik göstermekte olup, genellikle işlenen pancarın %30'u oranında posa elde edilmektedir. %50 şeker içeren melas; fermantasyon hammadresi 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 molekülünde oluşan bir disakarittir ve doğada başlıca şeker kamışı ve şeker pancarından elde edilir. Meyve sebzelerin çoğunda da serbest olarak bulunur. Sakarozun en yaygın kullanılan şekli sofr şeker olarak da bilinen kristal halidir.

Küp Şeker: Toz Şekerini oluşturan şeker kristallerinin sıkıştırılarak bir araya getirilmesiyle yapılır Küp şeker üretilen fabrikalarda bu işi yapmak için özel makineler bulunur. Bu makinelerde ilk olarak toz şekerin üzerinde bir miktar su püskürtülür. Bunun sonucunda şeker taneciklerinin bir bölümü çözünür ve yapışkan hale gelir. Kısmen çözülmüş olan şeker tanecikleri küp şeklindeki kalıplara dökülüp sıkıştırılır. Böylece şeker taneciklerinin birbirine tutunması sağlanır. Daha sonar 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.

Değerleme Analizi

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 imkanı 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 edilememiştir.

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 bedellerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

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

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

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

2.1. Yurt Dışındaki Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri

Seçilmiş yurt dışı benzer şirketler aşağıdaki tabloda sıralanmıştır. Şirket'in faaliyet gösterdiğine 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 hakim olan muhafazakar yaklaşımla aykırı değer olarak değerlendirilmiştir ve medyan hesaplamasında dikkat 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	Ülke	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
SUEDZUCKER AG	Almanya	1,06	4,69	4,72	0,66
COSUMAR	Fas	3,56	23,79	11,89	1,82
DELTA SUGAR	Mısır	3,54	8,57	4,44	0,8
Nippon Beet Sugar Manufacturing Co Ltd	Japonya	0,36	16,88	6,2	0,3
BAOTOU HUAZIA	Çin	1,97	M.D	M.D	4,82
Triveni Engineering & Industries Ltd	Hindistan	2,78	4,54	13,42	1,21
Dangote Sugar Refinery PLC	Nijerya	6,4	270,35	6,16	1,17
Mitsui DM Sugar Holdings Co Ltd	Japonya	0,86	7,4	13,84	0,67
Nissin Sugar Co Ltd	Japonya	0,98	17,59	13,17	0,9
Khon Kaen Sugar Industry PCL	Tayland	0,56	13,2	10,43	1,48
Thanh Thanh Cong-Bien Hoa JSG	Vietnam	1,04	24,76	8,39	0,72
Kaset Thai International Sugar Corp PCL	Tayland	1,87	7,55	7,53	0,98
Guangxi Rural Investment Sugar Industry Group Co Ltd	Çin	39,77	M.D	M.D	2,29
Bannari Amman Sugars LTD	Hindistan	2,09	22,65	10,75	1,57
Dalmania Bharat Sugar&Industry	Hindistan	1,22	13,3	M.D	0,93
MSM Malaysia Holdings Bhd	Malezya	0,87	M.D	M.D	0,67
Rogers Sugar Inc.	Kanada	M.D	M.D	M.D	0,91
KWS SAAT SE	Almanya	1,41	14,84	9,24	1,39
BF SPA	İtalya	1,47	90,01	47	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 küsuratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

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

Yurt dışındaki 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)

2.2. Yurt İçindeki Gıda, İçecek Endeksi Şirketlerinin Çarpan Değerleri

Yurt içindeki benzer şirketlerin değerlendirme 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 hakim olan muhafazakar 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	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
AEFES	2,1	5,7	3,5	0,7
ATAKP	3,5	14,3	8,9	3,6
AVOD	1,9	8,8	12,5	1,3
BANVT	3,5	M.D.	6,2	0,7
COLLA	3,9	15,1	8,2	1,7
DARDL	4,5	66,8	9	4
DMRGD	4,7	43,7	20,4	3,3
EKSUN	2,8	13,3	11,6	4
ELITE	44,8	29,7	23,4	40
ERSU	7,2	M.D.	1.582,30	5
FADE	2	5	64,5	5,8
FRIGO	2,3	15,3	6,7	1,6
GOKNR	2,7	8,3	13,6	1,7
KAYSE	4,7	4,9	9,8	2,3
KERVİT	1,9	7,7	4,7	0,6
KRVGD	2,5	12,3	7,3	1,1
KNFRT	5,5	17,9	8,8	1,1
KRSTL	5,5	27,8	24,9	2
KTSKR	4,8	6,4	10,6	2,8
MERKO	2,4	22	5,6	1,2
OFSYM	5,2	18,7	13,5	0,9
ORCAY	2,9	11,3	7,5	2,2
OYLUM	2,1	6,5	8,3	1,7
PENGİD	0,7	24,9	44,4	1,4
PETUN	4	9,5	10,9	1
PINSU	3,3	M.D.	10,7	1,7
PNSUT	0,8	9,6	45,2	0,7
SELGD	5,5	28,7	M.D.	42,2
SELVA	4,8	11	11,4	1,2
SOKE	3,7	18,2	49,4	1,7
TATGD	3,8	17,5	12,5	1,6
TETMT	4.242,60	M.D.	M.D.	427,4
TUKAS	3,3	7,7	8,2	2,1
ULUUN	1,3	2.172,2	9,1	0,3
ULKER	3,5	12	5,7	1,2
VANGİD	4,7	11,3	M.D.	5,7
YYLGD	3,9	9,5	44,3	1,4
Seçilmiş Medyan	2,8	12,3	10,8	1,6

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

Yurt İçindeki 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%	1.814.787
FD/FAVÖK*	10,7	752,165	8.329.705	50%	3.964.559
FD/Satışlar*	1,6	2.218.336,000	3.643.601	30%	1.039.849
Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri					6.819.195

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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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

2.3. Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Yurt dışı benzer ve yurt içi BİST 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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

3. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Varsayımlar

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.

Mali Dönem (Bin TL)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Operasyon Dönemi	202 Nisan - 2021 Mart	2021 Nisan - 2022 Mart	2022 Nisan - 2023 Mart	2023 Nisan - 2023 Mart	2024 Nisan - 2023 Mart	2025 Nisan - 2023 Mart	2026 Nisan - 2023 Mart	2027 Nisan - 2023 Mart	2028 Nisan - 2023 Mart	2029 Nisan - 2023 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%	25%	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
FAVÖK	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
FAVÖK 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	864.774	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				-						
Özkaynak Değeri				6.640.941						
Sermaye				200.000						
Pay Değeri				33,20						

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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 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 Satış 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.

Görüşümüz

- Bor Şeker A.Ş.'nin halka arzına yönelik hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, şirkete ve sektöre yönelik verilen bilgilerin yeterli olduğu görüşündeyiz.
- Halka arz fiyatına ulaşılırken kullanılan İndirgenmiş Nakit Akışları ve Piyasa Çarpanları yöntemlerinin kullanılmasının doğru bir yaklaşım olduğu görüşündeyiz. Nakit akımları hesaplanırken kullanılan değerlendirme metriklerinin makul olduğunu düşünüyoruz. Bununla birlikte, projeksiyonların farklılaşması halinde farklı pay başı değerlere ulaşılabilceği göz ardı edilmemelidir.
- İNA ve çarpan analizlerinin eşit ağırlıklandırılarak ulaşılan özkaynak değerinin ve halka arz iskontosunun makul olduğu görüşündeyiz. Sonuç olarak da, %20 halka arz iskontosu uygulanarak ulaşılan 26,54 TL'lik halka arz fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.

Bilanço

Finansal Durum Tablosu (Bin TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş			
VARLIKLAR	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2023
Dönen Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	286	716	80.197	77.139
Finansal Yatırımlar	-	-	-	316.033
Ticari Alacaklar	17.382	46.519	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	-	-	-
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 Varlıklar	-	-	1.616	1.429
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	110.685	110.676	110.786	110.740
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	-	-	50.132
Toplam Duran Varlıklar	32.610	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 Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	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
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

Gelir Tablosu

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	-813	-34.081	-19.251	-8.420	-16.670
Faaliyet Karı	65.574	17.528	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

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, yatırım ve kalkınma bankaları ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde ve yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan, manevi zararlardan ve her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.