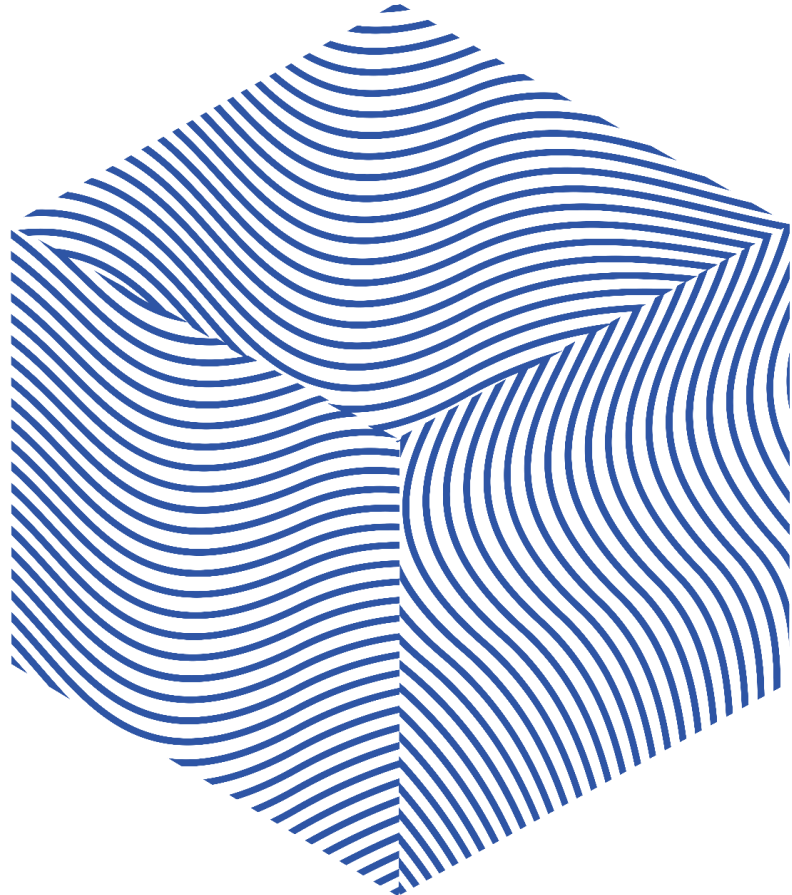




Bor Şeker A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

6 Şubat 2024



İçindekiler

1	Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2	Şirket Hakkında	5
2.1	Üretim Faaliyetlerine ilişkin Genel Bilgi	5
2.1.1	Kristal Şeker	5
2.1.2	Küp Şeker	5
2.1.3	Melas	5
2.1.4	Pancar Küşesi (Posası).....	5
2.2	Satışlara İlişkin Genel Bilgi.....	5
3	Finansal Durum	6
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi.....	7
4.1	Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	7
4.1.1	Yurt Dışındaki Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri	7
4.1.2	Yurt İçindeki Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri	8
4.2	Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi)	9
5	Değerleme Sonucu	10
6	Görüş	11
6.1	Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)	11
6.2	Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)	11
6.3	Sonuç.....	11

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Gedik Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Bor Şeker A.Ş. ("Bor Şeker" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 29 Ocak 2024 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar ve Çaişanlardan ve Çiftçilerde Oluşan Yatırımcılar için Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	200.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%29,17
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı: %57,14 Ortak Satışı: %42,86
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	70.000.000 TL
Ek Satış	-
Satmama Taahhüdü	İhraççı ve Ortaklar için 1 yıl
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: %59 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %30 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: %10 Çalışanlardan ve Çiftçilerden Oluşan Yatırımcılar: %1
Fiyat İstikrarı	Brüt Halka Arz Gelirinin %10'u ile 30 Gün
Halka Arz Büyüklüğü	1.857.800.000 TL
Talep Toplama	7-8-9 Şubat 2024
Halka Arz Fiyatı	26,54 TL
Bağımsız Denetçi	Yedi Tepe Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Arz Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. İkinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	B	85.000.000	42,50%	85.000.000	35,42%
	C	15.000.000	7,50%	-	-
Emir Haktan Dışlı	A	11.000.000	5,50%	11.000.000	4,58%
	C	15.000.000	7,50%	-	-
Sadık Enes Dışlı	A	26.000.000	13,00%	26.000.000	10,83%
Eren Ali Dışlı	A	26.000.000	13,00%	26.000.000	10,83%
Handan Dışlı	A	22.000.000	11,00%	22.000.000	9,17%
Halka Açık Kısım	C	-	-	70.000.000	29,17%
TOPLAM		200.000.000	100%	240.000.000	100%

Kaynak: İzahname

Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Fon Kullanım Oranı
Yatırımlar: GES yatırımı, entegrasyon ve modernizasyon yatırımı, gübre tesisi yatırımları	%50
İşletme Sermayesi	%45
AR-GE Faaliyetleri: Sönmemiş kireç ve CO2 gazı üretimi projesi, melastan asetik asit üretim projesi	%5

Kaynak: İzahname



2 Şirket Hakkında

2.1 Üretim Faaliyetlerine ilişkin 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.

2.1.1 Kristal Şeker

Bir glukoz molekülü ile bir fruktoz molekülünden oluşan bir disakkarittir 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.

2.1.2 Küp Şeker

Toz şeker oluşturan şeker kristallerinin sıkıştırılarak bir araya getirilmesiyle yapılır. Küp şeker üretilen fabrikalarda bu iş, 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 şeklinde kalıplara dökülüp sıkıştırılır. Böylece şeker taneciklerinin birbirine tutunması sağlanır. Daha sonra kalıplardaki küp şekerler fırından geçirilerek kurutulur. İçlerindeki su buharlaştırıldıktan sonra da küp şekerler paketlenir.

2.1.3 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.

2.1.4 Pancar Küspesi (Posası)

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

2.2 Satışlara İlişkin 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	Hasılat'ın Yüzdesi (%)	31.03.2022	Hasılat'ın Yüzdesi (%)	31.03.2023	Hasılat'ın Yüzdesi (%)	30.09.2023	Hasılat'ın Yüzdesi (%)
Kristal Şeker Satışları	420.693	81%	475.827	84%	1.396.532	84%	1.100.011	86%
Küspe Satışları	42.189	8%	41.004	7%	85.294	5%	70.807	6%
Melas Satışları	38.850	7%	46.891	8%	85.097	5%	22.076	2%
Diğer	17.205	3%	1.728	0%	86.108	5%	84.529	7%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

3 Finansal Durum

Tablo 4: Bilanço

BİLANÇO				
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2023
Nakit ve Nakit Benzerleri	286.992	716.055	80.197.343	77.139.014
Finansal Yatırımlar	-	-	-	316.033.743
Ticari Alacaklar	17.382.489	76.519.495	101.132.584	139.609.036
Diğer Alacaklar	17.329	78.268	39.336	929.309
Stoklar	109.518.981	202.067.728	831.295.921	398.992.728
Peşin Ödenmiş Giderler	14.058.965	17.381.959	83.894.116	558.938.726
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	56.247	-	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	3.908	510.304	50.452.431	73.860.346
Toplam Dönen Varlıklar	141.324.911	297.273.809	1.147.011.731	1.565.502.902
Maddi Duran Varlıklar	215.324.794	205.912.432	209.745.487	461.373.347
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	-	1.616.036	1.429.619
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	110.685.526	110.676.442	110.786.120	110.740.012
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	-	-	50.132.783
Toplam Duran Varlıklar	326.010.320	316.588.874	322.147.643	623.675.761
Toplam Varlıklar	467.335.231	613.862.683	1.469.159.374	2.189.178.663
Kısa Vadeli Borçlanmalar	37.990	96.682	162.750	4.607
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	72.404.216	119.915.580	265.887.364	248.898.928
Ticari Borçlar	23.456.653	21.027.467	61.745.615	352.729.875
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.742.914	2.943.277	7.444.033	23.357.627
Diğer Borçlar	16.674.450	5.346.803	516.803	516.803
Ertelenmiş Gelirler	29.422.155	16.171.654	17.793.046	24.330.560
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	5.126.509	25.628.547	4.838.732
Kısa Vadeli Karşılıklar	642.904	869.255	2.163.573	3.801.453
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.897.429	878.235	1.217.288	5.781.715
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	146.278.711	172.375.462	382.559.019	664.260.300
Uzun Vadeli Borçlanmalar	62.630.361	41.728.229	125.126.706	226.876.523
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.588.322	3.259.959	7.826.539	11.369.667
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	10.130.354	5.963.495	5.061.697	-
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	74.349.037	50.951.683	138.014.942	238.246.190
Ödenmiş Sermaye	196.000.000	200.000.000	200.000.000	200.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	(101.863)	(641.105)	(2.655.217)	(3.431.535)
Ödenen Kar Payı Avansları	-	(8.000.000)	-	-
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	16.747.994	50.809.346	183.176.643	605.640.630
Net Dönem Karı veya Zararı	34.061.352	148.367.297	568.063.987	484.463.078
Toplam Özkaynaklar	246.707.483	390.535.538	948.585.413	1.286.672.173
Toplam Kaynaklar	467.335.231	613.862.683	1.469.159.374	2.189.178.663

Kaynak: Onaylı İzahname

Tablo 5: Gelir Tablosu

Gelir Tablosu					
(TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş				
	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2022	30.09.2023
Hasılat	516.660.947	559.902.701	1.636.386.411	686.606.655	1.268.556.045
Satışların Maliyeti	(433.104.380)	(351.900.286)	(867.433.010)	(277.423.011)	(803.543.388)
Brüt Kar	83.556.567	208.002.415	768.953.401	409.183.644	465.012.657
Pazarlama Giderleri	(7.596.041)	(11.812.185)	(36.681.287)	(15.204.724)	(22.271.415)
Genel Yönetim Giderleri	(10.167.219)	(14.115.017)	(28.803.280)	(10.020.877)	(27.696.480)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.593.456	22.534.459	35.623.893	24.589.563	56.133.836
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(2.812.530)	(34.081.303)	(19.250.571)	(8.420.178)	(16.669.890)
Esas Faaliyet Kar / Zarar	65.574.233	170.528.369	719.842.156	400.127.428	454.508.708
Finansal Gelirler	654.615	1.537.047	24.443.729	12.551.531	44.357.819
Finansal Giderler	-	(614.325)	-	-	-



Gelir Tablosu					
(TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş				
	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2022	30.09.2023
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	66.228.848	171.451.091	744.285.885	412.678.959	498.866.527
Finansman Giderleri	(24.841.102)	(21.919.395)	(26.620.145)	(10.423.395)	(43.669.305)
Vergi Öncesi Kar	41.387.746	149.531.696	717.665.740	402.255.564	455.197.222
Dönem Vergi Gideri	-	(5.196.448)	(150.000.023)	(97.132.655)	(25.734.545)
Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	(7.326.394)	4.032.049	398.270	8.675.203	55.000.401
Dönem Karı / Zararı	34.061.352	148.367.297	568.063.987	313.798.112	484.463.078

Kaynak: Onaylı İzahname

Tablo 6: Net Borçluluk Durumu

Net Borçluluk Durumu (TL)	30.09.2023
A. Nakit	77.139.014
B. Nakit Benzerleri	-
C. Alım Satım Amaçlı Finansal Varlıklar	316.033.743
D. Likidite (A+B+C)	393.172.757
E. Kısa Vadeli Finansal Alacaklar	-
F. Kısa Vadeli Banka Kredileri	4.607
G. Uzun Vadeli Banka Kredilerinin Kısa Vadeli Kısım	248.898.928
H. Diğer Kısa Vadeli Finansal Borçlar	-
I. Türev Finansal Yükümlülükler	-
J. Kısa Vadeli Finansal Borçlar (F+G+H+I)	248.903.535
K. Kısa Vadeli Net Finansal Borçluluk (I-E-D)	(144.269.222)
L. Uzun Vadeli Banka Kredileri	226.876.523
M. Tahviller	-
N. Diğer Uzun Vadeli Finansal Borçlar	-
O. Uzun Vadeli Finansal Borçluluk (L+M+N)	226.876.523
P. Net Finansal Borçluluk (K+O)	82.607.301

Kaynak: Onaylı İzahname

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 29 Ocak 2024 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi) dikkate alınmıştır.

4.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

Pazar Yaklaşımı kapsamında Borsa'da işlem görüp Bor Şeker ile benzer özellikler gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak Firma Değeri'nin saptanması için "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır.

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 olarak belirtilmiştir. Ayrıca yurt dışındaki seçilmiş benzer şirketlerin 02.01.2024 tarihli verileri üzerinden hesaplanan değerleme çarpanları dikkate alınmıştır. Kaynak, Bloomberg olarak belirtilmiştir.

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

4.1.1 Yurt Dışındaki Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri

Yurt Dışı Benzer Şirket	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	3,51	8,57	4,44	0,80



Yurt Dışı Benzer Şirket	Ülke	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
Nippon Beet Sugar Manufacturing Co Ltd	Japonya	0,36	16,88	6,20	0,30
Baotou Huazi	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	6,10	270,35	6,16	1,17
Mitsui DM Sugar Holdings Co Ltd	Japonya	0,86	7,10	13,84	0,67
Nissin Sugar Co Ltd	Japonya	0,98	17,59	13,17	0,90
Khon Kaen Sugar Industry PCL	Tayland	0,56	13,20	10,43	1,48
Thanh Thanh Cong-Bien Hoa JSC	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	Çin	39,77	m.d.	m.d.	2,29
BannariAmman Sugars LTD	Hindistan	2,09	22,65	10,75	1,57
Dalmia Bharat Sugar & Industry	Hindistan	1,22	13,30	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	17,00	0,85
Seçilmiş Medyan		1,41	14,84	9,83	0,92

m.d.: Mevcut değil, anlamlı değil, hesaplanamamıştır.

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışındaki Benzer Şirket Çarpanları	Medyan Değerleme Çarpanı	Seçilmiş Finansallar (2023/09 Yıllıklandırılmış, bin TL)	Adil Özkaynak Değeri (bin TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri (bin TL)
F/K	14,8	738.729	10.965.569	20%	2.193.114
FD/FAVÖK	9,8	752.165	7.314.833	50%	3.657.417
FD/Satışlar	0,9	2.218.336	1.956.395	30%	586.918
Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri					6.437.449

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1.2 Yurt İçindeki Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri

Yurt İçi Benzer Şirket	Kod	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
Anadolu Efes	AEFES	2,1	5,7	3,5	0,7
Atakey Patates	ATAKP	3,5	14,3	8,9	3,6
Avod Kurutulmuş Gıda	AVOD	1,9	8,8	12,5	1,3
Banvit	BANVT	3,5	m.d.	6,2	0,7
Coca-Cola İçecek A.Ş.	CCOLA	3,9	15,1	8,2	1,7
Dardanel	DARDL	1,5	66,8	9,0	1,0
DMR Unlu Mamüller	DMRGD	1,7	43,7	20,1	3,3
Eksun Gıda	EKSUN	2,8	13,3	11,6	1,0
Elite Organik Gıda	ELITE	11,8	29,7	23,4	10,0
Ersu Gıda	ERSU	7,2	m.d.	1582,3	5,0
Fade Gıda Yatırım	FADE	2,0	5,0	61,5	5,8
Frigo Pak Gıda	FRIGO	2,3	15,3	6,7	1,6
Göknur Gıda	GOKNR	2,7	8,3	13,6	1,7
Kayseri Şeker	KAYSE	1,7	4,9	9,8	2,3
Kereviş	KERVT	1,9	7,7	4,7	0,6
Kervan Gıda	KRVGD	2,5	12,3	7,3	1,1
Konfrut Gıda	KNFRT	5,5	17,9	8,8	1,1
Kristal Kola	KRSTL	5,5	27,8	24,9	2,0
Kütahya Şeker	KTSKR	1,8	6,1	10,6	2,8
Merko Gıda	MERKO	2,4	22,0	5,6	1,2
Ofis Yem	OFSYM	5,2	18,7	13,5	0,9
Ortaköy Çay Sanayi	ORCAY	2,9	11,3	7,5	2,2
Oylum Sınai Yatırımlar	OYLUM	2,1	6,5	8,3	1,7
Penguen Gıda	PENGD	0,7	21,9	14,1	1,4
Pınar Et ve Un	PETUN	1,0	9,5	10,9	1,0
Pınar Su	PINSU	3,3	m.d.	10,7	1,7



Yurt İçi Benzer Şirket	Kod	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
Pınar Süt	PNSUT	0,8	9,6	15,2	0,7
Selçuk Gıda	SELGD	5,5	28,7	m.d.	12,2
Selva Gıda	SELVA	1,8	11,0	11,4	1,2
Söke Değirmencilik	SOKE	3,7	18,2	19,1	1,7
Tat Gıda	TATGD	3,8	17,5	12,5	1,6
Tetamat Gıda	TETMT	1212,6	m.d.	m.d.	127,1
Tukaş	TUKAS	3,3	7,7	8,2	2,1
Ulusoy Un	ULUUN	1,3	2172,2	9,1	0,3
Ülker Bisküvi	ULKER	3,5	12,0	5,7	1,2
Vanet Gıda Sanayi	VANGD	4,7	11,3	m.d.	5,7
Yayla Agro Gıda	YYLGD	3,9	9,5	14,3	1,4
	Seçilmiş Medyan	2,8	11,3	10,8	1,6

m.d.: Mevcut değil, anlamlı değil, hesaplanamamıştır.

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt İçindeki Benzer Şirket Çarpanları	Medyan Değerleme Çarpanı	Seçilmiş Finansallar (2023/09 Yıllıklandırılmış, bin TL)	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	3.643.601	30%	1.039.849
Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri					6.819.195

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

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 özsermaye değeri çarpan analizine göre **6.628.322 TL** olarak hesaplanmıştır. Bu analize göre pay başına değer **33,14 TL**'ye tekabül etmektedir.

Çarpan Analizi (bin TL)	Ağırlık	Sonuç
Yurt İçi 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

4.2 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi)

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

Fiyat Tespit Raporu'nda İNA metodundan 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.

Operasyon Dönemi (bin TL)	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%	8%
Brüt Kar Marjı (%)		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 Kan Marjı (%)	13,0%	33,0%	44,0%	25,3%	27,5%	27,7%	27,7%	27,8%	27,8%	27,7%
Faaliyet Kan	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
(+) Sermaye Sermayesi Değişimi				144.145	521.610	461.281	339.819	266.847	253.903	261.742
(-) Sermaye Harcamaları				360.000	46.806	60.967	73.379	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				-	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00
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
Toplam İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları				3.404.274						
Uç Değer				10.873.089						
Firma Değeri				6.723.548						
(+) Nakit				393.173						
(-) Borç				475.780						
Özkaynak Değeri				6.640.941						
Sermaye				200.000						
Pay Değeri				33,20						

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İlgili projeksiyon sonucunda İNA analizinden özkaynak değeri **6.640.941 TL** olarak hesaplanmıştır. Bu analize göre pay başına değer **33,20 TL**'ye tekabül etmektedir.

5 Değerleme Sonucu

Çarpan analizi ve İNA analizleri sonucunda bulunan özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

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 Özkaynak Değeri		33,17

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yukarıdaki ağırlıklandırma ile Şirket'in ortalama halka arz öncesi özsermaye değeri **6.634.632 bin TL** olarak hesaplanmaktadır. Halka arz ilişkin özet tablo aşağıda verilmiştir.

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 Tutarı)	1.061.600,0
Ortak Satış Oranı	15,00%
Ortak Satış (Pay Adedi)	30.000
Ortak Satış (TL Tutarı)	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%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

%20 olarak belirtilen halka arz iskontosu sonrası özkaynak değeri **5.307.705 bin TL** olarak hesaplanmıştır. Bu özkaynak değerine göre pay başına değer **26,54 TL**'ye tekabül etmektedir.

6 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

6.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

- Sektör dinamiklerini yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin kullanılmasını ve ağırlıklandırmalarını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde F/K, FD/FAVÖK ve FD/Satış çarpanlarının kullanılmasını ve çarpanların ağırlıklandırmalarını makul buluyoruz.
- Şirket'e en benzer kabul edilebilecek Kayseri Şeker Fabrikası A.Ş.'nin F/K çarpanı, Kütahya Şeker Fabrikası A.Ş.'nin F/K ve FD/Satış çarpanları uç değer elemesi sırasında medyan çarpan hesaplamasına dahil edilmemiştir. Bu şirketlerin operasyonel olarak benzer şirket olmaları dolayısıyla bu şirketlere ait çarpanların çarpan analizi değerlendirme hesabında değerlendirilmiş olmalarının faydalı olacağı düşüncesindeyiz.
- Bir önceki görüşümüz haricinde çarpan analizinde uç değerlerin elenip, medyan çarpanın kullanılmasını makul buluyoruz.
- İNA ve çarpan yöntemlerinin ağırlıklandırmalarını makul buluyoruz.

6.2 Gelir Yaklaşımı (İNA Analizi)

- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- İşletme sermayesi varsayım dayanakları hakkındaki açıklamaların raporda yer alması gerektiği düşüncesindeyiz.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini, risksiz faiz oranlarını ve borçlanma maliyetlerini makul buluyoruz.
- Değerleme sonucuna etkisi olacağını düşünmemekle beraber serbest nakit akımlarının indirgendiği tarih ile özkaynak hesabına giderken kullanılan nakit ve borç tutarlarının bilanço tarihlerinin uyumlu olması gerektiği düşüncesindeyiz.
- AOSM hesaplamasında kullanılan vergi oranlarını makul buluyoruz.
- İNA ve çarpan yöntemlerinin ağırlıklandırmalarını makul buluyoruz.

6.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemi kullanılmıştır.

Gedik Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup, raporun kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yöntemle göre (pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı) Bor Şeker A.Ş.'nin Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, her iki yöntemle eşit ağırlık verilmesi makul bulunmuştur.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler Fiyat Tespit Raporu'nda açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK:

Gedik Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 26,54 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.