



**Bor Şeker A.Ş.
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin
Analist Raporu**

TACİRLER
YATIRIM

06/02/2024

İÇİNDEKİLER

1. Raporun Amacı.....	1
2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi.....	1
3. Şirket Hakkında.....	2
4. Ortaklık Yapısı.....	3
5. Finansal Tablolar.....	3
6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri.....	6
7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri.....	7
8. Görüş.....	12

1. Raporun Amacı

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Tacirler Yatırım") tarafından, yetkili kuruluş Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Gedik Yatırım")'nin, Bor Şeker A.Ş. (Kısaca "İhraççı", "Bor Şeker" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında, hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. **Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararına halka arz izahnamesini inceleyerek karar vermelidir.** Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Tacirler Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	Bor Şeker A.Ş.
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Talep Toplama Tarihleri	7-8-9 Şubat 2024
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Satış Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	200.000.000 TL
Sermaye Artırımı (Nominal)	40.000.000 TL
Ortak Satışı	30.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	240.000.000 TL
Toplam Halka Arz Büyüklüğü	1.857.800.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%29,17
Tahsisat	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: %59
	Çalışanlardan ve Çiftçilerden Oluşan Yatırımcılar: %1
	Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %30
	Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: %10
Halka Arz İskontosu	%20
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	26,54 TL
Fiyat İstikrarı	30 gün süreyle Gedik Yatırım tarafından yapılacaktır
Taahhütler	İhraççı ve Ortaklar için 1 yıl süreyle satmama taahhüdü

Kaynak: Bor Şeker İzahnamesi

3. Şirket Hakkında

Bor Şeker Fabrikası, 1983 yılında Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş. tarafından kurulmuş ve 2018 yılında özelleştirme kapsamın alınarak 04.05.2018 tarih 2018/49 sayılı ÖİB kararı uyarınca Doğu Yıyecek ve İçecek Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.'ye ("Doğu Yıyecek ve İçecek") devredilmiştir. 13.09.20218 tarihi itibarıyla Bor Şeker A.Ş. unvanını almış olan Şirket'in %49 hissesi DSL Yatırım'a geçmiştir. 10.12.20218 tarihi itibarıyla da Doğu Yıyecek ve İçecek paylarını DSL Yatırım'a devretmiş ve Şirket'in %100 payı DSL Yatırım'a geçmiştir. 2019 yılında Arz Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi – ikinci girişim sermayesi yatırım fonu ("Fon"), sermaye artırımı yolu ile Şirket'in %50 pay sahibi olmuştur. 17.09.2020 tarihinde DSL Yatırım, Şirket'teki paylarını Davut Dişi ve Emir Haktan Dişli'ye devretmiştir. Bugün itibarıyla da Şirket'in %50'si Fon'a kalan %50'si de Dişli Ailesine aittir.

Şirket'in ana faaliyeti; kristal, toz ve küp şeker üretimi ve ticareti, şeker sanayinin yan ürünü olan yaş küspe, kuru küspe, melas, melaslı kuru küspe, kireç taşı, elektrik üretimi ile tohum ve gübre ticareti yapmaktadır. Kota ile belirlenmiş olan şeker üretim miktarını gerçekleştirmek için Şirket şeker pancarı işlemektedir. Ülkemizde şeker üretimi "yıllık yurt içi şeker ihtiyacı ve güvenlik stoku" esasına göre yapılmaktadır. Şeker Kanunu uyarınca şeker üretimi ve arzında istikrarı sağlamak amacıyla pazarlanacak şeker miktarı, şeker türlerine göre gerektiğinde dönemsel olarak kotalar ile belirlenir. Ülkemizin yıllık şeker ihtiyacının %97,5'i pancar şekeri, %2,5'i ise nişasta bazlı şeker (NBS) ile karşılamak üzere programlanmaktadır. Şeker Kanunu kapsamında A Kotası Şeker, B Kotası Şeker ve C Kotası Şeker şeklinde üç tür şeker belirlemesi yapılmıştır. 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 işlemek üzere ihraç kaydıyla temin edilen ham ve beyaz şekeri belirtir.

Şirket'in ürettiği ürünler Kristal Beyaz Şeker ürünlerinde toz grubu ve küp şeker grubu olarak ikiye ayrılmaktadır. Toz şeker grubunda 1 kg, 2kg, 3 kg, 5 kg, 50 kg, 1000 kg ve toz stick şeker ürünleri yer almaktadır. Küp şeker grubunda ise 1 kg'lık küp şeker, 5 kg'lık dökme küp şeker ve tek sargılı küp şeker ürünleri yer almaktadır. Şirket, "Bor Şeker" markası adı altında ve ulusal tüm marketlere ise kendi markaları adı altında fason üretimler de gerçekleştirmektedir Bor Şeker Fabrikası'nın kapasite raporlarına göre günlük pancar işleme kapasitesi 5.500 ton/gün'dür. 24.09.2023 tarihinde başlayan üretim faaliyetlerinin 29.01.2024 tarihine kadar 128 gün sürmesi planlanan üretim sezonunda 706.000 ton pancar işlenerek 104.000 ton şeker ve 300.000 ton melas üretilmesi hedeflemektedir. Şirket; Niğde, Kayseri, Nevşehir, Aksaray ve Konya illerine bağlı köylerde yaklaşık olarak 1.300 çiftçi ile üçlü münavebe¹ esaslarına göre şeker pancarı üretim sözleşmesi yapmaktadır. Sözleşme yapılan üreticilere üretim için gerekli olan tohum, kimyasal gübre aynı avans olarak verilerek. Nisan, Mayıs aylarında sözleşme yapılan miktara karşılık ekim yaptırılmaktadır. Bor Şeker'in yıllık hasılatının %81-86'sını şeker satışları oluşturmaktadır. Şirket, ürettiği şekerin büyük kısmını zincir mağaza kanalına satmaktadır.

Dönemsel olarak satışlardaki TL bazındaki değişimlerin sebebi şeker fiyatlarındaki artış ve ilgili dönemdeki devreden stoklara bağlıdır. Yan ürün olan melas ve küspe satışları da üretim kotasına bağlı olduğu için söz konusu ürünlerdeki satış tutarlarındaki dalgalanmalarda devreden stok ve satış fiyatlarındaki değişime bağlıdır. 2023-2024 pazarlama yılı için 7450 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı ile Bor Şeker'e tahsis edilen A Kotası Şeker 70.560 tona yükseltildiği için önümüzdeki dönemlerde

¹ Ekim nöbeti, bir tarlaya aynı ürünlerin arka arkaya ekilmemesi, farklı bitkilerin bir düzen içinde birbirinin peşi sıra ekilmesini ifade eden tarım yöntemidir.

Şirket'in satış gelirlerinde artış söz konusu olacaktır. Şirket'in 2020-2021, 2021-2022 ve 2022-2023 dönemlerine ilişkin A Kotası Şeker tahsisat kotası 62.000 ton olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in 30.09.2023 itibarıyla 667 adet çalışanı bulunmaktadır.

4. Ortaklık Yapısı

İhraççı tarafından 24.01.2024 tarihinde gerçekleştirilen son genel kurul toplantısı ve İzahname tarihi itibarıyla, İhraççı'nın sermayesinde veya toplam oy hakkı içinde payları doğrudan ve dolaylı olan gerçek ve tüzel kişiler aşağıda gösterilmiştir:

Ortağın 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 Dışli	26.000.000	13,0	11.000.000	4,6
Sadık Enes Dışli	26.000.000	13,0	26.000.000	10,8
Eren Ali Dışli	26.000.000	13,0	26.000.000	10,8
Handan Dışli	22.000.000	11,0	22.000.000	9,2
Halka Açık Kısım	-	-	70.000.000	29,2
Toplam sermayesi	200.000.000	100	240.000.000	100

Kaynak: Bor Şeker İzahnamesi

5. Finansal Tablolar

Şirket'in üretim kampanya sezonu her yılın Eylül ayında başlamakta olması sebebiyle finansal tablo dönemlerini 1 Nisan – 31 Mart olarak belirlemiştir.

Şirket'in 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 ve 30.09.2029 tarihlerinde sona eren dönemlere ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal durum tabloları aşağıda sunulmuştur;

Finansal Durum Tablosu (Bin TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş			
	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2023
Varlıklar				
Dönen Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzeri	286	716	80.197	77.139
Finansal Yatırımlar	-	-	-	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	-	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	3	510	50.452	73.860
Toplam Dönen Varlıklar	141.320	297.271	1.147.009	1.565.500
Duran Varlıklar				
Maddi Duran Varlıklar	215.324	205.912	209.745	461.373
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	-	1.616	1.429
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	110.685	110.676	110.786	110.740
Ertelemiş Vergi Varlığı	-	-	-	50.132
Toplam Duran Varlıklar	326.009	316.588	322.147	623.674
TOPLAM VARLIKLAR	467.329	613.859	1.469.156	2.189.174
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	38	96	162	4

Finansal Durum Tablosu (Bin TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş			
	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2023
Varlıklar				
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
Ertelemiş Gelirler	29.422	16.171	17.793	24.330
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	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	146.275	172.371	382.555	664.254
Uzun Vadeli Borçlanmalar	62.630	41.728	125.126	226.876
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.588	3.259	7.826	11.369
Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü	10.130	5.963	5.061	-
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	74.348	50.950	138.013	238.245
Toplam Yükümlülükler	220.623	223.321	520.568	902.499
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	-	- 8.000	-	-
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	948.584	1.286.672
Toplam Kaynaklar	467.330	613.856	1.469.152	2.189.171

Kaynak: Bor Şeker İzahnamesi

Dönen Varlıklar, 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 ve 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 ve 31.03.2022 yıl sonları itibarıyla dönen varlıkların toplan 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 maliyetlerinin 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.

Şirket artan operasyonel karlılıkla birlikte nakit üretebilmiş ve nakit ve nakit benzeri bakiyesi 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 oluşmaktadır.

Stoklardaki, 31.03.2022 ve 31.03.2023 itibarıyla 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.

Diğer dönen varlıklar kalemi, 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.

Maddi duran varlıklar, 31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 ve 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 makine 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 kaleminde 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 kalemine transfer 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 ise izahnamede yer alan dönemler itibarıyla 111 milyon TL olup bakiyenin 110,6 milyon TL'si kota hakkından oluşmaktadır. Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'ndan ("ÖİB") satın alınan varlıkların maliyet değeri ile satın alma bedeli arasındaki fark kota hakkı olarak muhasebeleştirilmiştir ve kota hakkının ömrü olmadığı için amortismanına tabi tutulmamaktadır.

Şirket'in kısa vadeli yükümlülükler 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, Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'na ("ÖİB") borçlarından ve finansal kiralama borçlarından oluşmaktadır. 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. Diğer taraftan, geçmiş yıl bakiyeler içerisinde ÖİB olan borç da yer almaktadır. ÖİB'ye yapılan ödeme peşinat ve 4 taksitten oluşmaktadır.

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 kar veya zarar tablosu aşağıda sunulmuştur;

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	208.003	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

Gelir Tablosu (Bin TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş Yılı Sonu 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
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	- 2.813	- 34.081	- 19.251	- 8.420	- 16.670
Faaliyet Karı	65.574	170.529	719.842	400.128	454.510
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	655	1.537	24.444	12.552	44.358
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	- 614	-	-	-
Finansman Gelir/Gider Öncesi Faaliyet Karı	66.229	171.452	744.286	412.680	498.868
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
<i>Dönem Vergi Gideri</i>	-	- 5.196	- 150.000	- 97.133	- 25.735
<i>Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri</i>	- 7.326	4.032	398	8.675	55.000
Dönem Karı	34.062	148.368	568.064	313.799	484.463

Kaynak: Bor Şeker İzahnamesi

6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Fonun Yatırım Konusu	Halka Arz Gelirine Oranı
İşletme Sermayesi	%45
Ar-Ge Faaliyetleri	%5
Yatırım Harcamaları	%50

Kaynak: İzahname ve Fon Kullanım Raporu

Şirket, artan gelirler ile büyüyen yükümlülüklerini yerine getirmek, operasyonlarını kesintisiz bir şekilde sürdürmek ve Şirket'in hammaddesi olan şeker pancarı üretiminde sürekliliğin sağlanması amacıyla, çiftçilere verdiği avans ödemelerinde halka arz gelirlerinin %45'ine kadar olan kısmını kullanmayı planlamaktadır.

Enerji maliyetlerini düşürmek amacıyla 3MWe GES yatırımı, üretim hatlarında verimliliği artırmak ve sürekliliği sağlanmak amacıyla entegrasyon ve modernizasyon yatırımları ile kompoze gübre üretim tesisi kurularak ülke çapında her alanda tarımsal faaliyette bulunan çiftçilere kaliteli ve uygun maliyetlerde gübre sunmak ve bundan karlılık sağlamak amacıyla gübre tesisi yatırımlarında halka arz gelirlerinin %50'lik kısmını kullanmayı hedeflemektedir.

Ayrıca Şirket, halka arz gelirinin %5'lik kısmıyla sönmemiş kireç ve CO₂ gazı üretilmesi ile melastan asetik asit üretilmesi alanlarında AR-GE çalışmaları kapsamında fiili pilot tesislerde üretim yapılarak fabrikasyon üretimler için çalışmalar yapılması hedeflemektedir.

7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında “Piyasa Çarpanları” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemleri kullanılmıştır.

7.1. “Çarpan Analizi” Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Çarpan Analizi yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında; Fiyat/Kazanç (“F/K”), Firma Değeri/FAVÖK (“FD/FAVÖK”) ve Firma Değeri/Satışlar (“FD/Satışlar”) çarpanları kullanılmıştır. Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda yurt içi benzer şirketlerin piyasa çarpanları ve yurt dışı benzer şirketlerin piyasa çarpanları kullanılmıştır. 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.

Özet Veriler (Bin TL)	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2023 Yıllıklandırılmış
Net Satışlar	516.660	559.902	1.636.386	2.218.335
Net Borç	145.671	165.854	310.979	82.607
Net Kar	34.061	148.367	568.063	738.728
FAVÖK*	196.497	735.697	824.816	752.165

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*FAVÖK=Brüt Kar – Faaliyet Giderleri + Amortisman

Faaliyet Giderleri = Genel Yönetim Giderleri + Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri + AR-GE Giderleri

7.1.1. Yurt Dışı Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri

Yurt dışı benzer şirketlerin çarpan analizinde F/K, FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarının medyanı alınmış olup söz konusu çarpanlara sırasıyla %20, %50 ve %30 ağırlık verilerek Şirket için adil özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Şirket Adı	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
Suedzucker AG	1,06	4,69	4,72	0,66
Cosumar	3,56	23,79	11,89	1,82
Deta Sugar	3,51	8,57	4,44	0,8
Nippon Beet Sugar Manufacturing Co Ltd	0,36	16,88	6,2	0,3
Batou Huazia	1,97	M.D	M.D	4,82
Triveni Engineering&Industries Ltd	2,78	4,54	13,42	1,21
Dangote Sugar Refinery	6,1	270,35	6,16	1,17
Mitsui DM Sugar Holdings Co Ltd	0,86	7,1	13,84	0,67
Nissin Sugar Co Ltd	0,98	17,59	13,17	0,9
Khon Kaen sugar Industry PCL	0,56	13,2	10,43	1,48
Thanh Tanh Cong Bien Hoa JSC	1,04	24,76	8,39	0,72
Kaset Tahi International Sugar Corp PCL	1,87	7,55	7,53	0,98
Guangxi Rural Investment Sugar Industry Group Co Ltd	39,77	M.D	M.D	2,29
Bannari Amman Sugars LTD	2,09	22,65	10,75	1,57
Dalmia Bharat Sugar & Industry	1,22	13,3	M.D	0,93

Şirket Adı	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
MSM Malaysia Holdings BHD	0,87	M.D	M.D	0,67
Rogers Sugar Inc	M.D	M.D	M.D	0,91
KWS Saat SE	1,41	14,84	9,24	1,39
BF SPA	1,47	90,01	17	0,85
Seçilmiş Medyan	1,41	14,84	9,83	0,92

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı Benzer Şirketlerin Çarpanlarına Göre Hesaplanan Özkaynak Değeri

Şirket'in piyasa değerinin tespit edilebilmesi için yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan çarpan analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir:

Yurtdışındaki Benzer Şirket Çarpanları	Medyan Değerleme Çarpanları	Seçilmiş Finansallar (Bin TL)	Adil Özkaynak Değeri (Bin TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri (Bin TL)
F/K	14,8	738.729	10.965.569	20%	2.193.113,9
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					6.437.449,0

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.1.2. Yurt İçi Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri

Yurt içi benzer şirketler için BIST Gıda, İçecek Endeksinde faaliyet gösteren firmalardan içecek üretimi grubunda yer alan su, süt üretimi yapan ve et üretimi yapan firmalar elimine edilerek kalan firmaların tamamından yararlanılarak çarpan analizi yapılmıştır. F/K, FD/FAVÖK ve 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	1,5	66,8	9	1
DMRGD	1,7	43,7	20,1	3,3
EKSUN	2,8	13,3	11,6	1
ELITE	11,8	29,7	23,4	10
ERSU	7,2	M.D	1.582,3	5
FADE	2	5	61,5	5,8
FRIGO	2,3	15,3	6,7	1,6
GOKNR	2,7	8,3	13,6	1,7
KAYSE	1,7	4,9	9,8	2,3
KERVT	1,9	7,7	4,7	0,6
KRVGD	2,5	12,3	7,3	1,1

Kod	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
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	4,7
PENGD	0,7	21,9	14,1	1,4
PETUN	4	9,5	10,9	1
PINSU	3,3	M.D	10,7	1,7
PINSUT	0,8	9,6	15,2	0,7
SELGD	5,5	28,7	M.D	12,2
SELVA	4,8	11	11,4	1,2
SOKE	3,7	18,2	19,1	1,7
TATGD	3,8	17,5	12,5	1,6
TETMT	1212,6	M.D	M.D	127,4
TUKAS	3,3	7,7	8,2	2,1
ULUUN	4,3	2172,2	9,1	0,3
ULKER	3,5	12	5,7	1,2
VANGD	4,7	11,3	M.D	5,7
YYLGD	3,9	9,5	14,3	1,4
Seçilmiş Medyan	2,8	11,3	10,8	1,6

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt İçi Benzer Şirketlerin Çarpanlarına Göre Hesaplanan Özkaynak Değeri

Şirket'in piyasa değerinin tespit edilebilmesi için yurt içinde faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan çarpan analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir:

Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları	Medyan Değerleme Çarpanları	Seçilmiş Finansallar (Bin TL)	Adil Özkaynak Değeri (Bin TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri (Bin TL)
F/K	12,3	738.729	9.527.631	20%	1.814.786,8
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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizi Nihai Değer Tablosu

Çarpan Analizi (Bin TL)	Ağırlık	Sonuç
Yurt İçi Benzer Şirket Medyanı	50%	6.819.195
Yurt Dışı Benzer Şirket Medyanı	50%	6.437.449
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		6.628.322

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.2. “İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi” Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Gedik Yatırım tarafından yapılan INA Analizinde 2024-2029 yılları için bir nakit akım projeksiyonu yapılmıştır. Bu çerçevede hesaplanan AOSM tablosu aşağıda verilmektedir.

AOSM	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
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%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
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%	22,84%	21,87%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Risksiz getiri oranı, Türkiye'nin TRT051033T12 kodlu en uzun vadeli TL bazlı tahvilini son 1 aylık ortalaması olan %26,65 kullanılmıştır. TÜFE'nin 2029'da %9'a yakınsaması beklenmekte olup konservatif bir yaklaşımla, projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranında yıllık olarak sadece %1,5 civarında gerileme olabileceği varsayılmıştır.

Hazırlanan projeksiyonlara göre nakit akışı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

INA	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Satış Gelirleri	3.075.633	4.775.441	6.220.226	7.282.597	8.116.147	8.906.924	9.721.532
Büyüme Oranı	88%	55%	30%	17%	11%	10%	9%
Brüt Kar Marjı	29%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
Brüt Kar	885.568	1.477.162	1.933.335	2.267.119	2.528.437	2.774.397	3.027.280
Faaliyet Kar Marjı	25,3%	27,5%	27,7%	27,7%	27,8%	27,8%	27,7%
Faaliyet Karı	777.738	1.313.793	1.721.845	2.020.014	2.253.306	2.472.404	2.697.547
Amortisman	47.078	50.831	55.638	61.051	65.953	72.827	80.465
FAVÖK	824.816	1.364.624	1.777.483	2.081.065	2.319.259	2.545.231	2.778.012
FAVÖK Marjı	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	29,84%	28,44%	27,04%	25,64%	24,24%	22,84%	21,87%
Baz Yıl	-	1	2	3	4	5	6
İskonto Faktörü	1,00	0,78	0,62	0,50	0,42	0,36	0,31

İNA	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışı	386.237	396.493	535.804	587.292	591.512	566.863	533.192
Toplam İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışı	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						

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA analizine göre hesaplanan özsermaye değeri 6.640.941 TL'dir.

7.3. Değerleme Sonucu

Bu raporun değerlendirme yöntemleri başlığı altında açıklandığı üzere, Şirket değerlemesinde Çarpan analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Çarpan analizinde F/K, FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarına sırasıyla %20, %50 ve %30 ağırlık verilerek Şirket'in yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlere göre hesaplanan özkaynak değerleri eşit ağırlıklandırılarak ulaşılan değer 6.628.322 TL'dir.

Şirket'in Gedik Yatırım tarafından hesaplanan İNA değeri 6.723.548 TL tutarından düzeltilmiş 475.780 TL tutarındaki net borcun eklenmesiyle düzeltilmiş özkaynak değeri 6.640.941 TL olarak bulunmuştur.

Yurt İçi Benzer ve Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanlarına %25-%25 ve İNA değerine %50 ağırlık verilerek ulaşılan şirket değeri 6.634.632 TL bulunmuştur.

Değerleme Sonucu (Bin TL)	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	50%	6.640.941
Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanı	25%	6.819.195
Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanı	25%	6.437.449
Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri	100%	6.634.632
Pay Adedi		200.000
Ağırlıklandırılmış Adil Pay Değeri		33,17
Halka Arz İskontosu		20%
Nihai Halka Arz Pay Başına Değer		26,54

Söz konusu ağırlıklandırılmış özsermaye değeri üzerinden halka arz iskontosu öncesi pay değeri 33,17 TL olarak hesaplanmıştır. Bu değere, halka arz iskontosu olarak %20 oranında bir iskonto uygulanarak pay başı değer 26,54 TL olarak belirlenmiştir.

8. Görüş

- Bor Şeker özelinde Gedik Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun açık, net ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.
- Değerleme yaklaşımları içinde Gelir Yaklaşımı için İNA Analizi ve Pazar Yaklaşımı için Yurtiçi/Yurtdışı Benzer Şirket Değerlemesi yöntemlerinin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde F/K, FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarının kullanılmasını makul bulmakla birlikte Yurt İçi Çarpanlar Analizine dahil edilen gıda şirketlerinin içinde yer alan ve bire bir benzer olan Kütahya Şeker ve Kayseri Şeker'in F/K çarpanlarının uç değer olarak örneklem dışında tutulduğuna dikkat çekmek isteriz.
- İNA Analizi için kullanılan ve 2024 yılı için %28,44 ve sonraki yıllar için kademeli olarak %21,18'e gerileyen AOSM varsayımlarının makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Şirket için hesaplanan değere %20 olarak uygulanan halka arz iskontosunun oldukça makul olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç olarak, Şirket için hesaplanan 26,54 TL pay başına değer in yukarıda belirtilen görüşlerimiz çerçevesinde makul olduğunu düşünmekteyiz.