

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
ÖZSU BALIK ÜRETİM SANAYİ A.Ş

17-11-2022

“ÖZSU BALIK ÜRETİM SANAYİ A.Ş.”
Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme Raporu

İş bu rapor, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı Özsu Balık Üretim Sanayi Anonim Şirketi'nin Fiyat Tespit Raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu (Rapor)'unda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

A- ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN BİLGİLER

1. Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Halka Arz Fiyatı	7,69 TL
İşlem Kodu	OZSUB
İhraççı	Özsu Balık Üretim Sanayi A.Ş
Halka Arz Edilme Şekli	Sermaye Artırımı
Halka Arz Eden Kurum	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Talep Toplama Tarihleri	22-23 Kasım 2022
Halka Arz Büyüklüğü	153.800.000 TL
Lot Sayısı	20.000.000 TL

Kaynak: Özsu Balık Üretim Sanayi A.Ş Fiyat Tespit Raporu

Halka Arz Gelirinin Kullanım Alanı

Özsu Balık Üretim Sanayi A.Ş.'nin sermaye artırımı suretiyle ihraç edilecek payların ilk halka arzından elde etmeyi planladığı net halka arz gelirini

- Bağlı ortaklık Unifeed bünyesinde yapılacak sermaye arttırımı finansmanı (%20-25)
- İşletme Sermayesinin İhtiyacının Karşılınması (%20-25)
- Finansal Borçların Ödenmesi (% 50-55)

Şirket Hakkında Genel Bilgiler

Özsu hali hazırda sahip olduğu Tarım ve Orman Bakanlığı'ndan alınmış olan 4 adet su ürünleri yetiştiriciliği belgesi ile tedarik ettiği yavru balıkların üretimi ve satışı faaliyetinde

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
ÖZSU BALIK ÜRETİM SANAYİ A.Ş

bulunmaktadır. Şirket, "Demircili Köyü Sığacık Körfezi Urla, İzmir" adresinde deniz üzerinde kurduğu ağ kafeslerde çipura ve levrek balığı yetiştiriciliği faaliyetinin yanı sıra balık yemi yapımında kullanılan balık unu ve balık yağı ile balık yemi katkı maddesi (balık yemlerine karıştırılan tavuk unu, çinko, magnezyum gibi mineraller) ticareti de yapmaktadır.

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirketin halka arz öncesi ve halka arz sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir.

Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay Tutarı (TL)	(%)	Pay Tutarı (TL)	(%)
Şemsettin Kavalar	36.000.000	90,00	36.000.000	60,00
Hasan Taygan	4.000.000	10,00	4.000.000	6,67
Halka Arz Edilecek Paylar	-	-	20.000.000	33,33
Toplam	40.000.000	100,00	60.000.000	100,00

Kaynak: Özsu Balık Üretim Sanayi A.Ş Fiyat Tespit Raporu

2. Finansal Tablolar

Şirket'in 2020 ve 2021 ve 2022 altı aylık kapsamlı gelir tabloları aşağıda paylaşılmıştır.

Gelir Tablosu (TL)	30.06.2022	30.06.2021	31.12.2020
Hasılat	379.715.713	185.275.725	437.944.341
Satışların Maliyeti	-277.601.090	-139.300.771	-325.333.393
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar/Zarar	102.114.623	45.974.954	112.610.948
Canlı Varlıklar Gerçeğe Uygun Değer Farkları	25.502.400	660.837	10.230.648
Brüt Kar Zarar	127.617.023	46.635.791	122.841.596
Genel Yönetim Gelirleri	-9.111.428	-3.375.879	-9.443.313
Pazarlama Gideri	-22.241.010	-9.701.256	-22.518.395
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	75.716.033	21.198.406	50.429.704
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-106.474.026	-36.293.057	-96.069.046
Esas Faaliyet Karı	65.506.592	18.464.005	45.240.546
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	2.142.311	519.469	528.769
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-	-
Finansman Geliri/(Gideri) öncesi Faaliyet Karı	67.989.179	18.983.474	45.769.315
Finansal Gelirler	4.652.632	1.930.746	5.250.831
Finansal Giderler	-25.840.699	-12.577.944	-32.032.669
Vergi Öncesi Kar	46.801.112	8.336.276	18.987.477
Vergi Gideri	6.462	-3.987.904	-10.296.500
Net Dönem Karı	35.974.650	4.348.372	8.690.977

Kaynak: Özsu Balık Üretim Sanayi A.Ş Fiyat Tespit Raporu

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
ÖZSU BALIK ÜRETİM SANAYİ A.Ş

Şirket’in 2020 ve 2021 ve 2022 altı aylık dönemine ait Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş finansal tablolarına aşağıdaki linkten ulaşılabilir.

<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1080535>

B - DEĞERLEME HAKKINDA VERİLEN BİLGİLER

Değerleme Yöntemleri

Özsu Balık Üretim Sanayi A.Ş’ nin pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi
- Piyasa Çarpanları Analizi (FD/FAVÖK, F/K,PD/DD)

1) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplamasında kullanılan tablo aşağıda verilmiştir;

AOSM	2022T	2023 T+
Risksiz Getiri Oranı	16,8%	17,7%
Risk Primi	1%	2%
Beta	1	1
Piyasa Risk Primi	6%	6%
Özkaynak Maliyeti	23,8%	25,7%
Borç Maliyeti	27,3%	26,8%
Borç Maliyeti (1- Vergi)	23,5%	21,4%
Hedef Borç Ağırlığı	69%	55%
Özkaynak Ağırlığı	31%	45%
AOSM	23,6%	23,4%

Kaynak: Özsu Balık Üretim Sanayi A.Ş Fiyat Tespit Raporu

- Değerleme modelinde kullanılan Türkiye enflasyon ve USD/TL-EUR/TL kur tahminleri 2022-2026 yılları için aşağıdaki tabloda paylaşılan Gedik Yatırım Ekonomik Araştırmalar verilerine dayanmaktadır. 2027-2032 yılları için ise Türkiye Avrupa bölge enflasyon farkına göre EUR/TL ortalama kuru hesaplanmıştır.
- Şirket canlı hayvan yetiştiriciliği üzerine faaliyet göstermesinden kaynaklı olarak ek %2 risk primi hesaplamaya dahil edilmiştir.

Yıllık Olarak İndirgenmiş Serbest Nakit Akışı Tablosu

İndirgenmiş Nakit Akımları - TL	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Net Satışlar	841.225.256	1.305.145.788	1.409.483.422	1.580.086.684	1.743.183.262	1.879.453.549	2.026.453.549	2.185.042.092	2.355.969.444	2.540.267.779	2.738.938.056
Büyüme (%)	92,1%	55,1%	8%	12,1%	10,3%	10,3%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
Satışların Maliyeti	647.558.776	1.003.895.743	1.086.491.475	1.218.672.745	1.345.147.715	1.451.738.851	1.566.447.813	1.690.793.592	1.825.009.272	1.969.801.959	2.125.967.197
Brüt Kar	193.666.480	301.250.045	322.991.948	361.413.939	398.035.547	427.714.699	460.067.835	494.248.501	530.960.173	570.465.820	613.015.859
Brüt Kar Marjı (%)	23,00%	23,1%	22,9%	22,9%	22,8%	22,7%	22,7%	22,6%	22,5%	22,5%	22,4%
Faaliyet Karı	124.705.030	194.473.318	206.999.511	231.192.943	254.182.171	272.202.773	292.064.325	312.583.144	334.523.014	358.078.265	383.415.966
Faaliyet Kar Marjı (%)	14,8%	14,9%	14,7%	%14,6	14,6%	14,5%	14,4%	14,3%	14,2%	14,1%	14,0%
Amortisman	5.288.109	6.870.931	8.619.727	10.568.452	12.660.394	14.733.706	16.484.934	19.179.173	22.176.498	25.408.271	28.842.121
FAVÖK	129.993.139	201.344.249	215.619.238	241.761.394	266.842.566	286.936.479	308.762.337	331.762.337	356.699.513	383.486.535	412.258.087
FAVÖK Marjı (%)	15,5%	15,4%	15,3%	15,3%	15,3%	15,3%	15,2%	15,2%	15,1%	15,1%	15,1%
Efektif Vergi Oranı	23%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Vergi	28.682.157	38.894.664	41.399.902	46.238.589	50.836.434	54.440.555	58.412.865	62.516.629	66.904.603	71.615.653	76.683.193
Yatırım Harcamaları	15.345.264	23.807.900	25.711.181	28.823.252	31.798.388	34.284.171	36.966.814	39.858.584	42.976.566	46.338.456	49.963.193
Net İşletme Sermayesi Değişimi	87.771.568	156.253.917	83.711.973	51.564.858	58.622.207	51.622.207	50.583.453	54.612.055	59.020.936	63.675.344	68.677.423
Firma Serbest Nakit Akışları	(1.805.850)	(17.612.231)	64.796.182	115.134.697	125.865.266	146.589.547	162.586.127	174.775.069	187.797.407	201.857.082	216.934.137
AOSM	29,7%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,6%	23,4%	23,4%
İndirgenmiş Serbest Nakit Akışları	(1.671.924)	(13.414.641)	40.001.419	57.609.423	51.045.154	48.185.120	43.316.638	37.740.883	32.868.772	28.635.133	24.942.755

Kaynak: Özsu Balık Üretim Sanayi A.Ş Fiyat Tespit Raporu

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
ÖZSU BALIK ÜRETİM SANAYİ A.Ş

İNA Değerleme Sonucu

İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	349.258.733
Uç değer Büyüme Oranı (%)	4%
İndirgenmiş Uç Değer	133.140.124
Firma Değeri	482.398.857
Nakit	22.210.016
Borç	(141.924.500)
Özkaynak Değeri	362.684.373
Pay Değeri	9,1

Kaynak: Özsu Balık Üretim Sanayi A.Ş Fiyat Tespit Raporu

Şirkete ait toplam serbest nakit akımları aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere, uç değer için ise uç değer büyüme oranı enflasyon oranlarındaki düşüş beklentisi de dikkate alınarak 2032 sonrasındaki dönem için %3,9 (yuvarlamadan kaynaklı olarak tabloda %4 gözükmemektedir) kullanılarak hesaplanmıştır. 2022 yılı için değerlemenin yapıldığı tarihten yılsonuna kadar olan serbest nakit akış dikkate alınmış olup, AOSM de 2022 yılı için aynı kıst esasıyla dikkate alınmıştır. Şirkete ait toplam serbest nakit akışlar ve uç değer, 2022 yılı için %29,7, 2023 ve sonraki dönemler için %23,4 AOSM ile değerlendirme tarihine indirgenmiş ve net finansal borç düşülerek öz sermaye değeri 362.684.373 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer ise 9,1 TL'ye tekabül etmektedir.

2) Piyasa Çarpanları Analizi

Pazar Yaklaşımı kapsamında Borsada işlem görüp Özsu Balık ile benzer özellikler gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak Firma Değerinin saptanması için "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında, şirkete 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.

Yurt içi benzer şirketler olarak BİST GIDA endeksinde faaliyet gösteren şirketlerin 30.06.2022 tarihi itibarıyla son 12 aylık verileri üzerinden hesaplanan güncel çarpanları dikkate alınmıştır. İlgili Şirketlere Özsu Balık Üretim'in Fiyat Tespit Raporundan ulaşılabilir.

Ayrıca, çarpan analizine yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin 30.06.2022 tarihi itibarıyla son 12 aylık verileri üzerinden hesaplanan güncel değerlendirme çarpanları ile söz konusu veri setinin 2022 yılsonu tahmini çarpanları da dahil edilmiştir.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında değerlendirme için uygun olduğu değerlendirilen temel çarpanlardan olan Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi öncesi Kar

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
 ÖZSU BALIK ÜRETİM SANAYİ A.Ş.

(FD/FAVÖK), Fiyat / Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri / Öz kaynak (Defter) Değeri (PD/DD) çarpanlarının medyanı ağırlıklandırılarak dikkate alınmıştır.

a) Yurtiçi Çarpan Analizi

Yurtiçi Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
FD/FAVÖK		9,3
FAVÖK		122.417.967
Firma Değeri (TL)		1.139.749.631
Net Borç /(Net Nakit)		119.714.484
Özsermaye Değeri (TL)		1.020.035.147
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	20%	204.007.029
F/K Çarpanı		10,6
Net Kar (TL)		39.463.589
Özsermaye Değeri (TL)		419.502.247
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	40%	167.800.899
PD/DD Çarpanı (x)		2,4
Özkaynaklar (TL)		120.671.385
Özsermaye Değeri (TL)		291.632.989
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	40%	116.653.196
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	100%	488.461.124

Kaynak: Özsu Balık Üretim Sanayi A.Ş Fiyat Tespit Raporu

b) Yurtdışı Çarpan Analizi

Yurtdışı Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
FD/FAVÖK		7,3
FAVÖK		122.417.967
Firma Değeri (TL)		888.083.525
Net Borç /(Net Nakit)		119.714.484
Özsermaye Değeri (TL)		768.369.041
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	20%	153.673.808
F/K Çarpanı		8,0
Net Kar (TL)		39.463.589
Özsermaye Değeri (TL)		316.635.388
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	40%	126.654.155
PD/DD Çarpanı (x)		0,9
Özkaynaklar (TL)		120.671.385
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		2.305.782.354
Özsermaye Değeri (TL)		108.825.909
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	40%	43.530.364
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	100%	323.858.327

Kaynak: Özsu Balık Üretim Sanayi A.Ş Fiyat Tespit Raporu

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
ÖZSU BALIK ÜRETİM SANAYİ A.Ş

Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Yurt dışı benzer ve yurt içi BİST Gıda Endeksi seçilmiş şirketlerin FD/FAVOK, F/K ve PD/DD çarpanlarının medyanına göre hesaplanan özsermaye değerleri aşağıdaki ağırlıklandırmaya göre hesaplanmıştır. Çalışmanın geneline hakim muhafazakar bakış açısı ile FD/Satışlar çarpanı hesaplanmış olmasına rağmen diğer çarpanlara göre yüksek değer vermesi ve özkaynak değerini yükseltici etkisinden dolayı %0 oranında ağırlıklandırılmıştır. Ayrıca, analiz sonuçlarında FD/FAVÖK çarpanının diğer kullanılan F/K ve PD/DD çarpanlarına kıyasla daha yüksek özkaynak değeri vermesi nedeniyle F/K ve PD/DD çarpanlarının yarısı kadar ağırlıklandırılmış olup, FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanlarının ağırlığı sırasıyla %20, %40 ve %40 olarak dikkate alınmıştır. Şirket'in iş modeliyle tam uyumlu yurt içi benzer şirketlerin bulunmaması ve esas olarak Şirket'in yüksek ihracat faaliyetleri dikkate alınarak yurt dışı benzer şirketlerin çarpan analizi sonucu %50 ağırlıklandırılmıştır. Bu sayede, hem Şirket'in iş modeliyle uyumlu benzer şirketlerin, hem de yurt içi BİST yatırımcılarının bakış açısını yansıtacak ve Şirket'in faaliyet alanına benzer şirketlerinin etkisi gözetilmiştir. Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış özsermaye değeri çarpan analizine göre 406.159.726 TL olarak hesaplanmıştır. Bu analize göre pay başına değer 10,2 TL'ye tekabül etmektedir.

Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
Yurtiçi Benzer Şirket Medyanı		244.230.562
Özsermaye Değeri	50%	
Pay Başına Değer		6,1
Yurtdışı Benzer Şirket Medyanı		161.929.164
Özsermaye Değeri	50%	
Pay Başına Değer		4,0
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		406.159.726
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		10,20

Kaynak: Özsu Balık Üretim Sanayi A.Ş Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu

Şirket'in değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 384.422.049 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 40.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri 9,61 TL olarak hesaplanmıştır. %20 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 307.537.639 TL, pay başına değer ise virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanarak 7,69 TL olarak hesaplanmıştır. Tamamı sermaye artırımı yoluyla halka arz edilecek nominal payların toplamı 20.000.000 TL'dir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 153.800.000 TL olup, halka açıklık oranı %33,3 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesi 60.000.000 TL, özsermaye değeri ise 461.400.000 TL'ye tekabül etmektedir.

METRO YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Halka Arz “Fiyat Tespit Raporu” DEĞERLENDİRME RAPORU
ÖZSU BALIK ÜRETİM SANAYİ A.Ş

Değerleme Özeti (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi	%50	362.684.373
Piyasa Çarpanı Analizi- Yurtiçi Benzer Şirket Çarpanları	%25	488.461.124
Piyasa Yaklaşımı- Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanları	%25	323.858.327
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		384.422.049
Halka Arz İskontosu Uygulanmış Özkaynak Değeri	%20	307.537.639
Pay Adedi		40.000.000
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri		7.69 TL

Kaynak: Özsu Balık Üretim Sanayi A.Ş Fiyat Tespit Raporu

C- KULLANILAN YÖNTEMLERE İLİŞKİN DEĞERLENDİRMELERİMİZ

- ✓ Özsu Balık Üretim Sanayi A.Ş’ nin Fiyat Tespit Raporunda yer alan bilgilerin yeterince açıklayıcı olduğunu düşünüyoruz.
- ✓ Şirketin değerinin hesaplanmasında 50% oranında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve %50 oranında Piyasa Çarpan Analizinin kullanılmasını makul buluyoruz.
- ✓ İNA yönteminde kullanılan gelecek yıllardaki tahmin edilen hasılat seviyelerini makul ve ulaşılabilir öngörüler olduğunu düşünüyoruz.
- ✓ Çarpan analizinde kullanılan F/K, FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanlarının değerlendirme sonucuna olumlu katkıda bulunacağını düşünüyoruz.

Sonuç olarak hesaplanan şirket değeri üzerinden %20,00 halka arz iskontosu uygulanarak bulunan pay başına 7.69 TL halka arz fiyatının makul olduğunu değerlendiriyoruz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

GENEL MÜDÜRLÜK

Büyükdere Cad. No: 171 Metrocity A Blok Kat: 17 1.Levent/İST.

Tel:+90 212 344 09 00 Faks: +90 212 344 09 13

www.metroyatirim.com.tr

Görüş ve önerileriniz için iletişim elektronik posta adresimiz: info@metroyatirim.com.tr