

Bor Şeker A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş**Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler****Halka Arza İlişkin Bilgiler**

Talep Toplama Tarihi	07-09 Şubat 2024
Halka Arz Yöntemi	"Sabit fiyat ile talep toplama - En iyi gayret aracılığı yöntemi"
Mevcut Ödenmiş Sermaye	200,000,000 TL
Halka Açıklık Oranı	29.17%
Halka Arz Metodu	40,000,000 Sermaye Arttırımı + 30,000,000 Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	70,000,000 TL
Fiyat	26.54 TL
Halka Arz Büyüklüğü	1,857,800,000 TL

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, İzahname

Ortak	ARZ ÖNCESİ		ARZ SONRASI	
	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)
Arz Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi AŞ İkinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	50.00	100,000,000	35.40	85,000,000
Emir Haktan Dışli	13.00	26,000,000	4.60	11,000,000
Sadık Enes Dışli	13.00	26,000,000	10.80	26,000,000
Eren Ali Dışli	13.00	26,000,000	10.80	26,000,000
Handan Dışli	11.00	22,000,000	9.20	22,000,000
Halka Açık Kısım	-	-	29.20	70,000,000
TOPLAM	100.00	200,000,000	100.00	240,000,000

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, İzahname

Şirket Hakkında Özet Bilgi:

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

2018 yılının ilk çeyreğinde büyük bir bütçeyle yapılan yatırımlar arasında 1 adet Pres Çamur Filtresi, 3 adet Kristal Şeker Santrifüjü, 3 adet Plakalı Eşanjör, 1 adet Küspe Proses 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.

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

2020'nin sonlarına doğru, hedeflere ulaşılma yolunda 3,000 m² Düşey Film Evaporatör, 1 adet 500 m³/saat soğutma Kulesi, 200 KW'lık Hava Kompresörü gibi ekipmanlar satın alınarak fabrikanın kalitesi daha da arttırılmış ve Bor Şeker Öncü bir marka haline getirilmiştir. Yıl sonunda elde edilen büyük bir 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 arasında 7 çeşit organik ve çeşit kimyasal olmak üzere toplamda 13 çeşit sıvı gübre üretilmiştir. 2023 planlarında 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 arttırmaktır.

Şirketin Faaliyetleri

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

Kristal Şeker: Bir glukoz molekülü ile bir früktoz molekülünden oluşan bir disakarittir ve doğada başlıca şeker kamışı ve şeker pancarından elde edilir. Meyve sebzelerin çoğunda da serbest olarak bulunur. Sakarozun en yaygın kullanılan şekli sofr şeker olarak da bilinin 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 çözünmüş olan şeker tanecikleri küp şeklindeki kalıplara dökülüp sıkıştırılır. Böylece şeker taneciklerinin birbirine tutunması sağlanır. Daha sonra kalıplardaki küp şekerler fırından geçirilerek kurutulur. İçlerindeki su buharlaştıktan sonra da küp şekerler paketlenir.

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

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

Halka arzdan gelecek kaynakların kullanımı

Halka arz gelirinin;

- %45'i ile işletme sermayesi,
- %50'si yatırım harcamalarında (GES yatırımı, entegrasyon ve modernizasyon yatırımları, gübre tesisi yatırımları),
- %5'i ile AR-GE faaliyetlerinde (Sönmemiş kireç CO2 gazı üretimi projesi, melastan asetik asit üretimi projesi) kullanılması planlanmaktadır. (Kaynak: İzahname)

Finansal Tablolar

Bilanço (mn TL)	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2023
VARLIKLAR				
Nakit ve Nakit Benzerleri	0.3	0.7	80.2	77.1
Finansal Yatırımlar	0.0	0.0	0.0	316.0
Ticari Alacaklar	17.4	76.5	101.1	139.6
Diğer Alacaklar	0.0	0.1	0.0	0.9
Stoklar	109.5	202.1	831.3	399.0
Peşin Ödenmiş Giderler	14.1	17.4	83.9	558.9
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Vartıklar	0.1	0.0	0.0	0.0
Diğer Dönen Varlıklar	0.0	0.5	50.5	73.9
Toplam Dönen Varlıklar	141.3	297.3	1,147.0	1,565.5
Maddi Duran Varlıklar	215.3	205.9	209.7	461.4
Kullanım Hakkı Varlıkları	0.0	0.0	1.6	1.4
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	110.7	110.7	110.8	110.7
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0.0	0.0	0.0	50.1
Toplam Duran Varlıklar	326.0	316.6	322.1	623.7
TOPLAM VARLIKLAR	467.3	613.9	1,469.2	2,189.2
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	0.0	0.1	0.2	0.0
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	72.4	119.9	265.9	248.9
Ticari Borçlar	23.5	21.0	61.7	352.7
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.7	2.9	7.4	23.4
Diğer Borçlar	16.7	5.3	0.5	0.5
Ertelenmiş Gelirler	29.4	16.2	17.8	24.3
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0.0	5.1	25.6	4.8
Kısa Vadeli Karşılıklar	0.6	0.9	2.2	3.8
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.9	0.9	1.2	5.8
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	146.3	172.4	382.6	664.3
Uzun Vadeli Borçlanmalar	62.6	41.7	125.1	226.9
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.6	3.3	7.8	11.4
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	10.1	6.0	5.1	0.0
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	74.3	51.0	138.0	238.2
Toplam Yükümlülükler	220.6	223.3	520.6	902.5
Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	196.0	200.0	200.0	200.0
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandılamayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler	-0.1	-0.6	-2.7	-3.4
Ödenen Kar Payı Avansları	0.0	-8.0	0.0	0.0
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	16.7	50.8	183.2	605.6
Net Dönem Karı veya Zararı	34.1	148.4	568.1	484.5
Toplam Özkaynaklar	246.7	390.5	948.6	1,286.7
TOPLAM KAYNAKLAR	467.3	613.9	1,469.2	2,189.2

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, Mali yılı 1 Nisan - 31 Mart arasındadır

Finansal Tablolar

Gelir Tablosu (mn TL)	Yıl Sonu Finansal Tablolar			6 Aylık Finansal Tablolar	
	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2022	30.09.2023
Hasılat	516.7	559.9	1,636.4	686.6	1,268.6
Satışların Maliyeti	-433.1	-351.9	-867.4	-276.5	-803.5
Brüt Kar	83.6	208.0	769.0	410.1	465.0
Genel Yönetim Giderleri	-10.2	-14.1	-28.8	-15.2	-22.3
Pazarlama Giderleri	-7.6	-11.8	-36.7	-11.0	-27.7
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.6	22.5	35.6	24.6	56.1
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-2.8	-34.1	-19.3	-8.4	-16.7
Faaliyet Karı	65.6	170.5	719.8	400.1	454.5
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0.7	1.5	24.4	12.6	44.4
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0.0	-0.6	0.0	0.0	0.0
Finansman Öncesi Giderler	66.2	171.5	744.3	412.7	498.9
Net Finansman Gideri	-24.8	-21.9	-26.6	-10.4	-43.7
Vergi Öncesi Kar	41.4	149.5	717.7	402.3	455.2
Vergi Gideri	-7.3	-1.2	-149.6	-88.5	29.3
Dönem Vergi Gideri	0.0	-5.2	-150.0	-97.1	-25.7
Ertelenmiş Vergi Geliri	-7.3	4.0	0.4	8.7	55.0
Dönem Karı	34.1	148.4	568.1	313.8	484.5

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, Mali yılı 1 Nisan - 31 Mart arasındadır

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Bor Şeker A.Ş.'nin sermaye artırım ve ortak satışı ile halka arzı için, Gedik Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda birim fiyat tespitinde;

- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)
- Piyasa Çarpanları Analizi kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde,

- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi 2023-2029 dönemi için projeksiyon yapılmıştır.
- Risksiz getiri oranı olarak, Türkiye'nin TRT051033T12 kodlu en uzun vadeli TL bazlı tahvilinin son 1 aylık ortalaması olan %26.65 kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında baz olan enflasyon ile ilgili beklentiler, TÜFE'nin hızlı bir gerilemeyle birlikte 2029'da %9'a yakınsamasıdır. Dolayısıyla, İNA analizinde şirketle ilgili nakit akımı projeksiyonlarının da buna paralel olacağı öngörülmüştür. Buna karşın konservatif bir yaklaşımla, projeksiyon dönemi olan 2023-2029 dönemi boyunca risksiz getiri olarak da yıllık olarak sadece %1.5 gerileme olabileceği varsayılmıştır.
- Pay piyasası risk primi olarak %6.0 kullanılmıştır.
- Şirketin kaldıraçlı betası 1.0x olarak öngörülmüş ve sabit tutulmuştur.
- Borç/(Borç+Özkaynak) oranı 30.09.2023 itibarıyla borç yapısı dikkate alınarak %27 olarak hesaplamalarda kullanılmıştır.
- Bu varsayımlar altında özkaynak maliyetinin, projeksiyon dönemi boyunca %33 ila %24 arasında olacağı hesaplanmaktadır.
- Vergi kalkını öncesindeki uzun vadeli borçlanma maliyetinin, projeksiyon dönemi olan 2023-2029 arasında %30 ile %21 arasında olacağı öngörülmüştür.
- Böylelikle şirketin ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin (AOSM), projeksiyon dönemi olan 2023-2023 arasında %30 ile %22 arasında olacağı hesaplanmaktadır.
- 2029 sonrasındaki dönem için uç değer büyüme oranı olarak, enflasyon oranındaki düşüş beklentisi dikkate alınarak ve konservatif bir yaklaşımla %5 kullanılmıştır.
- Değerleme çalışmasında 2023 için yıl sonuna kadar kalan serbest nakit akımları dikkate alınmıştır.

Mali Dönem (mn TL)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Satış Gelirleri	517	560	1,636	3,076	4,775	6,220	7,283	8,116	8,907	9,722
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	84	208	769	886	1477	1933	2267	2528	2774	3027
Faaliyet Kar Marjı	13%	33%	44%	25%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
Faaliyet Karı	658	182	720	778	1,314	1,722	2,020	2,253	2,472	2,698
Amortisman	13	14	16	47	51	56	61	66	73	80
FAVÖK	79	196	736	825	1,365	1,777	2,081	2,319	2,545	2,778
FAVÖK Marjı	15%	35%	45%	27%	29%	29%	29%	29%	29%	29%
- Vergi				94	287	390	505	563	618	674
+/- İşletme Sermayesi Değişimi				144	522	461	340	267	254	262
- Sermaye Harcamaları				360	47	61	71	80	87	95
Firma Serbest Nakit Akışları				386	509	865	1,165	1,410	1,586	1,747
AOSM				29.80%	28.40%	27.00%	25.60%	24.20%	22.80%	21.90%
Baz Yıl				0	1	2	3	4	5	6
İskonto Faktörü				1	0.78	0.62	0.5	0.42	0.36	0.31
İndirgenmiş Firma Nakit Akışları				386	396	536	587	592	567	533
İndirgenmiş Firma Nakit Akışları				3,404						
Uç Değer				10,873						
Firma Değeri				6,724						
+ Nakit				393						
- Borç				476						
İştirakler				0						
Özkaynak Değeri				6,641						
Sermaye				200						
Pay Değeri				33.20						

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş nakit analizine göre özkaynak değeri **6,641mn TL** olarak hesaplanmıştır.

Piyasa Çarpan Analizi

Pazar yaklaşımı kapsamında borsada işlem görüp Bor Şeker 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.

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

Ayrıca yurtdışındaki seçilmiş benzer şirketlerin 02.01.2024 tarihli verileri üzerinden hesaplanan değerlendirme çarpanları dikkate alınmıştır.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında değerlendirme için uygun olduğu değerlendirilen temel değerlendirme çarpanlarından olan, F/K, FD/FAVÖK, FD/Satışlar, uç değerler elenerek medyan olarak dikkate alınmıştır.

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

- Yurt Dışındaki Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri

Seçilmiş yurt dışı benzer şirketler aşağıdaki tabloda sıralanmıştır. Şirketin faaliyet gösterdiğine benzer sektörlerde faaliyetleri olan ve anlamlı sonuç verdiği değerlendirilen şirketler seçilmiştir. Dikkate alınan çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar ile en yüksek dörtte bir ve en düşük dörtte bir dilimlerinde olan veriler çalışmanın geneline hakim olan muhafazakar yaklaşımla aykırı değer olarak değerlendirilmiştir ve medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

Şirketlerin F/K, FD/FAVÖK, FD/Satışlar çarpanlarının medyanı alınmış olup söz konusu çarpanlara sırasıyla %20, %50 ve %30 ağırlık verilerek şirket için adil özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Şirket Adı	Şirket Kodu	Ülke	PD/DD	F/K	FD/ FAVÖK	FD/ Satışlar
SUEDZUCKER AG	SZU GR	Almanya	1.06	4.69	4.72	0.66
COSUMAR	CSR MC	Fas	3.56	23.79	11.89	1.82
DELTA SUGAR	SUGR EY	Mısır	3.54	8.57	4.44	0.80
Nippon Beet Sugar	2108 JP	Japonya	0.36	16.88	6.20	0.30
BAOTOU HUAZIA	600191 CH	Çin	1.97	M.D	M.D	4.82
Triveni Engineering & Industries	TRE IN	Hindistan	2.78	4.54	13.42	1.21
Dangote Sugar Refinery	DANGSUGA NL	Nijerya	6.10	270.35	6.16	1.17
Mitsui DM Sugar Holdings	2109 JP	Japonya	0.86	7.10	13.84	0.67
Nissin Sugar Co.	2117 JP	Japonya	0.98	17.59	13.17	0.90
Khon Kaen Sugar Industry	KSL TB	Tayland	0.56	13.20	10.43	1.48
Thanh Thanh Cong	SBT VN	Vietnam	1.04	24.76	8.39	0.72
Kaset Thai International Sugar Corp	KTIS TB	Tayland	1.87	7.55	7.53	0.98
Guangxi Rural Investment Sugar Industry	000911 CNE	Çin	39.77	M.D	M.D	2.29
Bannari Amman Sugars	BNRI IN	Hindistan	2.09	22.65	10.75	1.57
Dalmia Bharat Sugar	DCB IN	Hindistan	1.22	13.30	M.D	0.93
MSM Malaysia Holdings	5202 MY	Malezya	0.87	M.D	M.D	0.67
Rogers Sugar	RSGUF US	Kanada	M.D	M.D	M.D	0.91
KWS SAAT SE	KWS GR	Almanya	1.41	14.84	9.24	1.39
BF SPA	BGF IM	İtalya	1.47	90.04	17.00	0.85
Seçilmiş Medyan			1.41	14.84	9.83	0.92

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Buna göre, şirketin adil özkaynak değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Yurtdışındaki Benzer Şirket Çarpanları	Medyan		Seçilmiş		Adil	
	Değerleme	Finansallar (mn TL)	Özkaynak	Değeri (mn TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri (mn TL)
F/K	14.8	738.7	10,965.6	20%	2,193.1	
FD/FAVÖK	9.8	752.2	7,314.8	50%	3,657.4	
FD Satışlar	0.9	2,218.3	1,956.4	30%	586.9	
Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri					6,437.4	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışı çarpan analizine göre özkaynak değeri **6,437mn TL** olarak hesaplanmıştır.

- Yurt İçi Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri

Yurt içindeki benzer şirketlerin değerlendirme çarpanları hesaplamasında 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 tamamının verilerinden yararlanılmıştır. Dikkate alınan çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar ile en yüksek dörtte bir ve en düşük dörtte bir dilimlerinde olan veriler çalışmanın geneline hakim olan muhafazakar yaklaşımla aykırı değer olarak değerlendirilmiştir ve medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

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 Kodu	Şirket Adı	PD/DD	F/K	FD/ FAVÖK	FD/ Satış
AEFES	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii	2.1	5.7	3.5	0.7
ATAKP	Atakey Patates Gıda Sanayi ve Ticaret	3.5	14.3	8.9	3.6
AVOD	A.V.O.D Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri	1.9	8.8	12.5	1.3
BANVT	Banvit Bandırma Vitaminli Yem Sanayii	3.5	M.D	6.2	0.7
CCOLA	Coca-Cola İçecek	3.9	15.1	8.2	1.7
DARDL	Dardanel Önemli Gıda Sanayi	4.5	66.8	9.0	1.0
DMRGD	DMR Unlu Mamüller Üretim Gıda Toptan Perakende	4.7	43.7	20.4	3.3
EKSUN	Eksun Gıda Tarım Sanayi	2.8	13.3	11.6	4.0
ELITE	Elite Naturel Organik Gıda Sanayi	44.8	29.7	23.4	40.0
ERSU	Ersu Meyve ve Gıda	7.2	M.D	4,582.3	5.0
FADE	Fade Gıda Yatırım Sanayi Ticaret	2.0	5.0	64.5	5.8
FRIGO	Frigo-Pak Gıda Maddeleri Sanayi ve Ticaret	2.3	15.3	6.7	1.6
GOKNR	Göknur Gıda Maddeleri Enerji İmalat İthalat İhracat Ticaret ve Sar	2.7	8.3	13.6	1.7
KAYSE	Kayseri Şeker Fabrikası	4.7	4.9	9.8	2.3
KERVT	Kereviş Gıda Sanayi ve Ticaret	1.9	7.7	4.7	0.6
KRVGD	Kervan Gıda Sanayi ve Ticaret	2.5	12.3	7.3	1.1
KNFRT	Konfrut Gıda Sanayi ve Ticaret	5.5	17.9	8.8	1.1
KRSTL	Kristal Kola ve Meşrubat Sanayi Ticaret	5.5	27.8	24.9	2.0
KTSKR	Kütahya Şeker Fabrikası	4.8	6.4	10.6	2.8
MERKO	Merko Gıda Sanayi ve Ticaret	2.4	22.0	5.6	1.2
OFSYM	Ofis Yem Gıda Sanayi ve Ticaret	5.2	18.7	13.5	0.9
ORCAY	Orçay Ortaköy Çay Sanayi ve Ticaret	2.9	11.3	7.5	2.2
OYLUM	Oylum Sınai Yatırımlar	2.1	6.5	8.3	1.7
PENGD	Penguen Gıda Sanayi	0.7	24.9	14.4	1.4
PETUN	Pınar Entegre Et ve Un Sanayii	4.0	9.5	10.9	1.0
PINSU	Pınar Su ve İçecek Sanayii ve Ticaret	3.3	M.D	10.7	1.7
PNSUT	Pınar Süt Mamülleri Sanayii	0.8	9.6	45.2	0.7
SELGD	Selçuk Gıda Endüstri İhracat İthalat	5.5	28.7	M.D	42.2
SELVA	Selva Gıda Sanayi	4.8	11.0	11.4	1.2
SOKE	Söke Değirmencilik Sanayi ve Ticaret	3.7	18.2	49.4	1.7
TATGD	Tat Gıda Sanayi	3.8	17.5	12.5	1.6
TETMT	Tetamat Gıda Yatırımları	4,242.6	M.D	M.D	427.4
TUKAS	Tukaş Gıda Sanayi ve Ticaret	3.3	7.7	8.2	2.1
ULUUN	Ulusoy Un Sanayi ve Ticaret	1.3	2,472.2	9.1	0.3
ULKER	Ülker Bisküvi Sanayi	3.5	12.0	5.7	1.2
VANGD	Vanet Gıda Sanayi İç ve Dış Ticaret	4.7	11.3	M.D	5.7
YYLGD	Yayla Agro Gıda Sanayi ve Ticaret	3.9	9.5	14.3	1.4
Seçilmiş Medyan		2.80	11.30	10.80	1.60

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Buna göre, şirketin adil özkaynak değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Yurtiçindeki Benzer Şirket Çarpanları	Medyan Değerleme Çarpanları	Seçilmiş Finansallar (mn TL)		Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri (mn TL)
		(Yıllıklandırılmış)	Adil Özkaynak Değeri (mn TL)	
F/K	12.3	738.7	9,527.6	20%
FD/FAVÖK	10.7	752.2	8,329.7	50%
FD Satışlar	1.6	2,218.3	3,643.6	30%
Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri				6,819.2

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışı çarpan analizine göre özkaynak değeri **6,819mn TL** olarak hesaplanmıştır.

Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Yurt dışı benzer ve yurt içi BIST Gıda, İçecek Endeksinde seçilmiş şirketlerin F/K, FD/FAVÖK, FD/Satışlar çarpanlarının medyanına göre şirket için adil özsermaye değer, %50-%50 ağırlıklandırılmaya göre hesaplanmıştır. **Sonuç olarak şirket için adil özsermaye değeri çarpan analizine göre 6,628mn TL olarak hesaplanmıştır.**

Çarpan Analizi (mn TL)	Ağırlık	Sonuç
Yurt İçi Benzer Şirket Medyanı		
Özsermaye Değeri	50%	6,819.2
Pay Başına Değer		34.10
Yurt Dışı Benzer Şirket Medyanı		
Özsermaye Değeri	50%	6,437.4
Pay Başına Değer		32.19
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		6,628.3
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		33.14

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Gedik Yatırım tarafından yapılan çalışmada indirgenmiş nakit akışları yöntemine %50, yurt içi piyasa çarpan analizine %25 ve yurt dışı piyasa çarpan analizine %25 ağırlık verilerek nihai değer tespit edilmiştir.

Değerlendirme Sonucu (mn TL)	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	50%	6,641
Piyasa Yaklaşımı- Yurt içi	25%	6,819
Piyasa Yaklaşımı- Yurt dışı	25%	6,437
Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri	100%	6,634.6
Pay Adedi		200
Ağırlıklandırılmış Adil Pay Değeri		33.17

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirketin ortalama halka arz öncesi özkaynak değeri 6,634mn TL olarak hesaplanmaktadır. **Halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden %20 halka arz iskontosu sonrasında ise özkaynak değeri 5,308mn TL, pay başına değer ise virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanarak 26.54 TL olarak hesaplanmaktadır.**

Halka Arza İlişkin Bilgiler (mn TL)	
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	6,634.6
Halka Arz İskontosu	20%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri	5,307.7
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	200.0
Halka Arz Pay Başına Değer	26.54
Sermaye Artırım Oranı	20.00%
Sermaye Artırımı (Pay Adedi)	40.0
Sermaye Artırımı (mn TL)	1,061.6
Ortak Satış Oranı	15.00%
Ortak Satış (Pay Adedi)	30.0
Ortak Satış (mn TL)	796.2
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	70.0
Halka Arz Büyüklüğü (mn TL)	1,857.8
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	6,369.6
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	240.0
Halka Açıklık Oranı	29.17%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Görüş

- Fiyat tespit raporunda Bor Şeker A.Ş. hakkında detaylı bir şekilde bilgilendirilme yapılmıştır.
- Piyasa çarpanları yönteminde baz alınan şirketlerde uç değerlerin çarpan analizine dahil edilmemesini makul bulmaktayız.
- İndirgenmiş nakit akımları analizinin şirketin varsayımlarına göre genel olarak makul olduğu görüşündeyiz.
- Değerlemede indirgenmiş nakit akışları yöntemine %50, yurt içi benzer şirket çarpan analizine %25 ve yurt dışı benzer şirket çarpan analizine %25 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Fiyat tespit raporundaki varsayımlar üzerinden bakıldığında, %20 halka arz iskontosu sonucunda ulaşılan 26.54TL hisse başı fiyatı makul bulmaktayız. Öte yandan, değerlemede kullanılan varsayımlarda oluşabilecek sapmaları, şirketin değerlendirilmesi açısından önemli risk unsurları olarak sayabiliriz.

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden ATA Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("ATA Yatırım") tarafından Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Gedik Yatırım") lider aracı kurum olduğu Bor Şeker A.Ş. ("Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Gedik Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı ATA Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.