

‘Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU BOR ŞEKER A.Ş.

‘Bor Şeker A.Ş. Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Bor Şeker A.Ş. (“Şirket” ve/veya “Bor Şeker”) için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

İşbu raporda kullanılan bilgiler, konsorsiyum lideri Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Bor Şeker A.Ş. için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu ve İzahname’den temin edilmiştir.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

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. 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. 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.

2018 yılında yapılan yatırımlar arasında 1 adet çamur filtresi, 3 adet kristal şeker santrifüjü, 3 adet plakalı eşanjör, 1 adet küspe presesi, ve 5 adet mum tipi koyu şerbet filtresi bulunmaktadır. 2019 yılında tesisin gelişimi ve büyümesi için küp ve toz şeker paketleme tesisi ve bigbag paketleme ünitesi satın alınmıştır. 2020 yılında 2 adet döner tambur pancar kıyım makinesi, 2 adet yoğunlaştırıcı filtre ve 5 adet satürasyon 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. 2022 yılında, 20 ton/gün kapasiteli sıvı gübre tesisi Şirket’in bünyesine katılmıştır. Tesis, 2022-2023 yılları arasında 7 adet organik ve 6 adet kimyasal olmak üzere toplamda 13 çeşit sıvı gübre üretmiştir. 2023 Ağustos itibarıyla toz gübre üretimini de planlayan Şirket, 2023 yılında toplamda 360 milyon

TL'lik ilave yatırım yapmıştır. Bu yapılan ve devam eden yatırımlarla temel amaç, üretim kapasitesini, ürün çeşitliliğini ve verimliliği artırmaktır.

Şirket faaliyetlerini güncel durumda 2 ana lokasyonda sürdürmektedir;

- Niğde/Bor fabrika
- İstanbul merkez ofisi

2. Şirket'in Operasyonları Hakkında:

Şirket, tarafından üretimi gerçekleştirilen ürünler aşağıdaki gibidir:

- Kristal şeker
- Küp şeker
- Melas
- Pancar küspesi (posası)

Kota ile belirlenmiş olan şeker üretim miktarını gerçekleştirmek için Şirket şeker pancarı işlemektedir. Bor Şeker fabrikasının kapasite raporlarına göre günlük pancar işleme kapasitesi 5.500 ton/gündür. Bor Şeker, üretmiş olduğu şekerin büyük kısmını zincir mağaza kanalına satmaktadır. Üretim, faaliyetlerini Bor, Niğde'de sürdürmektedir. Türkiye'nin tüm coğrafi bölgelerine satış yapılmaktadır.

Özet Finansallar:

31.03.2021, 31.03.2022, 31.03.2023 tarihlerinde sona eren yıllık ve 30.09.2022 ile 30.09.2023 tarihlerinde sona eren 6 aylık bağımsız denetimden geçmiş özet finansallar aşağıdaki gibidir;

(milyon TL)	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
Brüt Kar	83,6	208	769	409,2	465
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>%16,2</i>	<i>%37,1</i>	<i>%47</i>	<i>%59,6</i>	<i>%36,7</i>
Esas Faaliyet Karı	65,6	170,5	719,8	400,1	454,5
<i>Esas Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	<i>%13</i>	<i>%30</i>	<i>%44</i>	<i>%58</i>	<i>%36</i>
FAVÖK	79	196,5	719,5	391,5	424,2
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	<i>%15,3</i>	<i>%35,1</i>	<i>%44</i>	<i>%57</i>	<i>%33,4</i>
Net Kar	34,1	148,4	568,1	313,8	484,5
<i>Net Kar Marjı (%)</i>	<i>%6,6</i>	<i>%26,5</i>	<i>%34,7</i>	<i>%45,7</i>	<i>%38,2</i>
Net (Finansal) Borç	145,7	165,9	311	-	82,6

3. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri:

Şirket halka arzdan elde edeceği geliri aşağıda şekilde kullanmayı hedeflemektedir:

- İşletme Sermayesi İhtiyacını Karşılama: %45
- Yeni Yatırımlar Yapmak (GES Yatırımı, Entegrasyon ve Modernizasyon Yatırımları ve Gübre Tesisi Yatırımları): %50
- AR-GE Faaliyetleri: %5

4. Değerleme Hakkında Verilen Özet Bilgi

Değerleme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Çarpan Analizi olmak üzere 2 farklı yöntem kullanılmıştır. İNA yönteminde Şirket'in geçmiş dönemlerdeki finansalları baz alınarak gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda 2023T-2029T projeksiyonları kullanılarak TL bazında bir değerlendirme yapılmıştır. Çarpan Analizinde ise 02.01.2024 tarihi itibarıyla en güncel son 12 aylık döneme ait veriler dikkate alınırken, yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin FD/Satışlar, F/K, FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. FD/Satışlar, F/K, FD/FAVÖK çarpanlarına sırasıyla %30, %20 ve %50 ağırlık verilmiştir. İNA yöntemine %50, yurt içi benzer şirketler çarpan analizi yöntemine %25 ve yurt dışı benzer şirketler çarpan analizi yöntemine %25 ağırlık verilerek 6.634.632 bin TL ağırlıklandırılmış özsermaye değeri hesaplanmıştır. Buna göre ve %20,0 halka arz iskontosu uygulandıktan sonra halka arz pay başına değeri 26,54 TL olarak hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi

Bor Şeker'in özsermaye değeri çarpan analizi ile hesaplanırken yurt içi benzer şirketlerin FD/Satışlar, F/K ve FD/FAVÖK için seçilmiş medyan değerlerine %50 ve yurt dışı benzer şirketlerin ortalama FD/Satışlar, F/K ve FD/FAVÖK için seçilmiş medyan değerlerine %50 ağırlık verilmiştir. FD/Satışlar, F/K, FD/FAVÖK çarpanlarına sırasıyla %30, %20 ve %50 ağırlık verilmiştir. Çarpan Analizinde yalnızca 02.01.2024 piyasa kapanışı itibarıyla en güncel son 12 aylık finansal verileri kullanılmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları	Medyan Değerleme Çarpanları	Seçilmiş Finansallar (bin TL) (2023/9 - Yıllıklandırılmış)	Özkaynak Değeri (bin TL)	Ağırlık	Ağırlıklı 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
Ağırlıklı Özkaynak Değeri					6.819.195

Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları	Medyan Değerleme Çarpanları	Seçilmiş Finansallar (bin TL) (2023/9 - Yıllıklandırılmış)	Özkaynak Değeri (bin TL)	Ağırlık	Ağırlıklı 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
Ağırlıklı Özkaynak Değeri					6.437.449

Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
Yurt içi Benzer Şirket Medyanı		
Özsermaye Değeri	50%	6.819.195
Pay Başına Değer		34,10
Yurt dışı Benzer Şirket Medyanı		
Özsermaye Değeri	50%	6.437.449
Pay Başına Değer		32,19
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		6.628.322
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		33,14

İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA yönteminde 2023-2029 arasında projeksiyon yapılmıştır. Şirketin yıl kapanışı için döngüsellliği nedeniyle 30 Nisan tarihlidir. Dolayısıyla 2023 finansal dönem kapanışı 30.04.2024 tarihlidir. İNA öngörülerinde şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler kullanılmıştır. İNA analizi sonucunda 6.641.941 bin TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Mali Dönem (bin TL)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Operasyon Dönemi	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	3.075.833	4.775.441	6.220.226	7.282.597	8.116.147	8.906.924	9.721.532
Brüt Kar	885.566	1.477.162	1.933.335	2.267.119	2.528.437	2.774.397	3.027.280
<i>Brüt Kar Marjı</i>	29%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
Faaliyet Karı	777.738	1.313.793	1.721.845	2.020.014	2.253.306	2.472.404	2.697.547
<i>Faaliyet Karı Marjı</i>	25,3%	27,5%	27,7%	27,7%	27,8%	27,8%	27,7%
Amortisman	47.078	50.831	55.638	61.051	65.953	72.827	80.465

FAVÖK	824.816	1.364.624	1.777.453	2.081.065	2.319.259	2.545.231	2.778.012
<i>FAVÖK Marjı</i>	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	481.281	339.819	288.647	253.903	261.742
- Sermaye Harcamaları	366.000	48.806	60.967	71.379	79.549	87.300	95.284
Firma Serbest Nakit Akışları	386.237	509.260	664.774	1.164.883	1.409.537	1.585.927	1.748.599
AOSM	29,8%	28,4%	27,0%	25,6%	24,2%	22,8%	21,9%
Baz Yıl	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0
İskonto Faktörü	1,00	0,78	0,62	0,50	0,42	0,36	0,31
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	386.237	398.483	535.804	587.292	591.512	566.883	533.192
Σ İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	3.404.274						
Uç Değer	10.873.089						
Firma Değeri	6.723548						
+ Nakit	393.173						
- Borç	475.780						
Özkaynak Değeri (bin TL)	6.640.941						
Pay Adedi (bin TL)	200.000						
Pay Başına Değer (TL)	33,20						

Risksiz faiz oranı, Türkiye'deki en uzun vadeli devlet tahvilinin 1 aylık ortalama faizi olan %26,65 olarak kullanılmıştır. Risksiz faiz oranı, enflasyonda beklenen düşüş nedeniyle 2029 yılında kademeli olarak %18,10 seviyesine düşürülmüştür. Hisse senedi risk primi %6,0 ve hisse betası 1,0 olarak kullanılmıştır.

Finansal Borç / (Finansal Borç + Özkaynaklar) oranı 30.09.2023 tarihli bilanço baz alınarak %27 olarak kullanılmıştır.

AOSM	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
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	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Özkaynak Maliyeti	32,65%	31,15%	29,65%	28,15%	26,65%	25,15%	24,10%
Borç Maliyeti	29,65%	28,15%	26,65%	25,15%	23,65%	22,15%	21,10%
Borç 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%	22,85%	21,87%

5. Sonuç:

İNA yöntemine %50, yurt içi benzer şirketler çarpan analizi yöntemine %25 ve yurt dışı benzer şirketler çarpan analizi yöntemine %25 ağırlık verilerek 6.634.632 bin TL ağırlıklandırılmış öz sermaye değeri hesaplanmıştır. %20,0 halka arz iskontosu uygulandıktan sonra halka arz pay başına değeri 26,54 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu (bin TL)	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	50%	6.640.941
Piyasa Yaklaşımı – Yurt içi Benzer Şirket Çarpanları	25%	6.819.195
Piyasa Yaklaşımı – Yurt dışı Benzer Şirket Çarpanları	25%	6.437.449
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	100%	6.634.632
Pay adedi		200.000
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri (TL)		33,17
Halka Arz İskontosu		20%
Halka Arz Pay Başına Değer (TL)		26,54

- Bor Şeker için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunda kullanılan finansal bilgilerin ve değerlendirme yöntemlerinin anlaşılır olduğunu, Şirket hakkında verilen bilgilerin kapsamlı ve detaylı olduğunu düşünüyoruz.
- Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları ile Piyasa Çarpanları Analizinin kullanılmasını ve her iki yönteme de eşit ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Yurt içi çarpan analizinde, gıda endeksinde piyasa değeri açısından ağırlığı en yüksek şirketler, uygulanan yöntem neticesinde FD/FAVÖK analizinde uç değer kabul edilip hesaplama dışında bırakılmıştır.
- Enflasyon muhasebesine geçiş sonrası şirketin faaliyet kâr marjı uzun stok tutma süresi nedeniyle yurtiçi benzer şirketlerden daha fazla düşebilir.
- Şeker fiyatlarındaki hızlı yükselişin getirdiği stok karı ve operasyonel kaldıraç şirketin faaliyet karlılığını 2021 Nisan – 2023 Eylül döneminde oldukça arttırmıştır. Projeksiyon döneminde faaliyet karlılığında bir miktar normalleşme öngörülmekle beraber, 2020 Nisan-2021 Mart döneminin oldukça üzerinde seyredeceği öngörülmüştür. Ürün fiyatlarında olası düşüş orta vadeli karlılık beklentileri üzerinde olumsuz etki yapabilir.
- Şirketin işletme sermayesi yoğunluğu kaynaklı finansman gereksinimi yüksektir. Borçlanma maliyetinde ileriye dönük olarak raporda öngörülenin üzerinde artış şirketin değerlemesini olumsuz etkileyebilir.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.