

# Bor Şeker A.Ş.

## Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporunda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, 29 Ocak 2024 tarihinde Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir.

### 1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Bor Şeker Fabrikası ("Şirket" veya "Bor Şeker"), 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 yatırımlarla fabrikanın üretim kapasitesi ve kalitesi artırılmak suretiyle şeker üretimine devam edilmiştir. 2018 – 2020 yılları arasında yapılan filtreleme, paketlenme ve çeşitli üretim sistemlerinin fabrikaya entegre edilmesi yatırımlarıyla şirketin önceki yıllara kıyasla kapasitesi, kalitesi ve üretim potansiyelinde belirgin bir artış sağlamıştır.

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. 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 fruktoz 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 sofra şekeri olarak da bilinen kristal halidir.

**Küp şeker:** Toz şekeri 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 üzerine bir miktar su püskürtülür. Bunun sonucunda şeker taneciklerinin bir bölümü çözünür ve yapışkan hale gelir. Kısmen çözülmüş 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 bulundurur. Maya, alkol, gübre, yem, yapıştırıcı ve benzeri sektörlerde kullanılır.

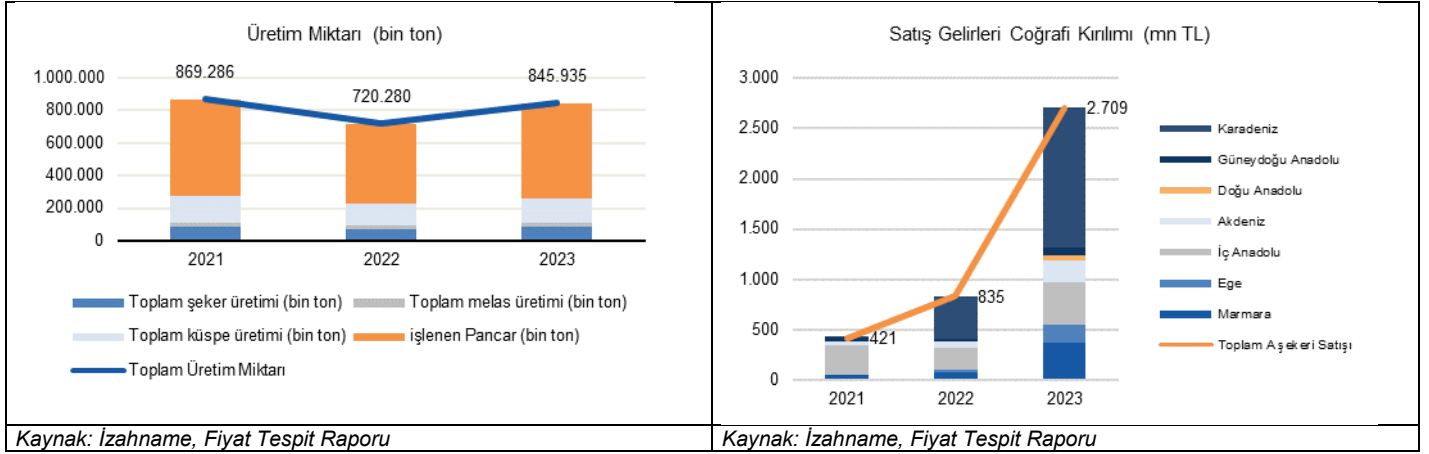
**Pancar Küspesi (Posası):** Şeker pancarındaki şekerin su ile ekstraksiyonu sonrasında kalan posadır. Hayvan yemi olarak yaygın şekilde kullanılır.

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.

Şirketin üretim hacmi ve satış gelirleri aşağıdaki gibidir:

Üretim Hacmi (bin ton)	01.04.2020 31.03.2021	01.04.2021 31.03.2022	01.04.2022 31.03.2023
Toplam Şeker Üretimi (bin ton)	85.415	74.100	88.940
Toplam Melas Üretimi (bin ton)	24.400	20.530	21.850
Toplam Küşpe Üretimi (bin ton)	168.971	135.650	149.645
İşlenen Pancar (bin ton)	590.500	490.000	585.500
Toplam Üretim Miktarı	869.286	720.280	845.935

Hasılat (Bin TL)	01.04.2020 31.03.2021	Satış İçindeki Payı	01.04.2021 31.03.2022	Satış İçindeki Payı	01.04.2022 31.03.2023	Satış İçindeki Payı	30.09.2022 30.09.2023	Satış İçindeki Payı
Kristal Şeker Satışları	420.693	81,1%	475.827	84,2%	1.396.532	84,5%	1.100.011	86,1%
Küşpe Satışları	42.189	8,1%	41.004	7,3%	85.294	5,2%	70.807	5,5%
Melas Satışları	38.850	7,5%	46.891	8,3%	85.097	5,1%	22.076	1,7%
Diğer	17.205	3,3%	1.728	0,3%	86.108	5,2%	84.529	6,6%



Şirketin gelirleri düzenli olarak artmaktadır. 2021 yılında satış gelirleri 517 milyon TL seviyesinden 2022 yılında %8 artışla 560 milyon TL seviyesine ve 2023 yılında %192 artışla 1,6 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Şirket 2021 yılında 427 bin ton, 2022 yılında 126 bin ton ve 2023 yılında 7 bin ton ihracat yapmıştır.

## 2. Şirketin Faaliyet Gösterdiği Sektörler Hakkında

Ülkemizde şeker üretimi "yıllık yurtiçi şeker ihtiyacı ve güvenlik stoku" esasına göre yapılmaktadır. Şeker Kanunu ile Türkiye'de şeker talebini karşılayacak düzeyde üretim planlaması yapılmakta olduğundan, ülke içinde pazarlanacak şeker miktarı garanti altına alınmaktadır. Ancak aşırı kuraklık, pancarda meydana gelebilecek hastalıklar, don olayları gibi anormal durumlardan dolayı eksik üretim meydana geldiğinde B kotası olarak adlandırılan güvenlik stoku devreye girmektedir. Yıllar itibarıyla incelendiğinde ülkemizde şeker üretiminde istikrar sağlanmış ve yurt içi talep yurt içi üretimle karşılanmıştır.

Şeker Kanunu ile Türkiye'de şeker talebini karşılayacak düzeyde üretim planlaması yapılmakta olup, ülke içinde pazarlanacak şeker miktarı, Cumhurbaşkanlığı tarafından tahsis edilen kotalar ile belirlenmektedir. Ülkemizin yıllık şeker ihtiyacının %97,5'i pancar şekeri, %2,5'i ise nişasta bazlı şeker (NBŞ) ile karşılanmak üzere programlanmaktadır.

2019/2020, 2020/21, 2021/22, 2022/23, 2023/24 pazarlama yıllarında Cumhurbaşkanı Kararı ile NBŞ kotası ülke toplam A kotasının %2,5'i oranında belirlenmiştir.

**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 işlenmek üzere ihraç kaydıyla temin edilen ham ve beyaz şekeri belirtir.

Türkiye'de halihazırda; 3.151.000 tonu pancar şekeri, 990.000 tonu nişasta bazlı şeker olmak üzere toplam 4.141.000 ton şeker üretim kapasitesi mevcuttur.

### 3. Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

<b>Şirket</b>	Bor Şeker A.Ş.		
<b>Talep Toplama Tarihi</b>	7-8-9 Şubat 2024		
<b>Halka Arz Yöntemi</b>	Sermaye Artırımı	40.000.000 TL nominal değerli pay	
	Ortak Satışı Yöntemi	30.000.000 TL nominal değerli pay	
<b>Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı</b>	41.300.000 TL nominal değerli (%59)	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (Eşit Dağıtım)	
	21.00.000 TL nominal değerli (%30)	Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar	
	7.000.000 TL nominal değerli (%10)	Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar	
	700.000 TL nominal değerli (%1)	Çalışanlardan ve Çiftçilerden Oluşan Yatırımcılar	
<b>Talep Toplama Yöntemi</b>	"Sabit Fiyat ile Talep Toplama" ve "En İyi Gayret Yöntemi"		
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	26,54 TL		
<b>Öngörülen Piyasa Değeri (halka arz sonrası)</b>	6.369.600.000 TL		
<b>Tahmini Arz Büyüklüğü</b>	1.857.800.000 TL		
<b>Halka Açıklık Oranı</b>	29,17%		
<b>Fon Kullanım Yeri</b>	%45 İşletme Sermayesinin Finansmanı		
	%50 GES Yatırımı, Entegrasyon ve Modernizasyon Yatırımları ve Gübre Tesisi Yatırımları		
	%5 Arge Faaliyetleri		

### 4. Şirket Ortaklık Yapısı

Şirket payları A, B ve C grubu olmak üzere üç pay grubundan oluşmaktadır. A ve B grubu payların, Yönetim Kurulu'na aday gösterme ve Genel Kurul'da oy hakkı kapsamında imtiyazları bulunmaktadır. C grubu payların herhangi bir imtiyazı bulunmamaktadır.

Pay Sahibi	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermayedeki Tutarı (TL)	Sermayedeki Oranı (%)	Sermayedeki Tutarı (TL)	Sermayedeki Oranı (%)
Arz Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş. İkinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	B	85.000.000	51%	85.000.000	35%
	C	15.000.000		-	
Emir Haktan Dışli	A	11.000.000	14%	11.000.000	5%
	C	15.000.000		-	
Sadık Enes Dışli	A	26.000.000	13%	26.000.000	11%
Eren Ali Dışli	A	26.000.000	13%	26.000.000	11%
Handan Dışli	A	22.000.000	11%	22.000.000	9%
Halka Açık Kısım	C	0	0%	70.000.000	29%
<b>Toplam</b>		<b>200.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>240.000.000</b>	<b>100%</b>

## 5. Şirket'in Operasyonları ve Finansalları Hakkında Özet Bilgi

Gelir Tablosu (mn TL)	01.04.2020 31.03.2021	01.04.2021 31.03.2022	01.04.2022 31.03.2023	01.04.2022 30.09.2022	01.04.2023 30.09.2023
Gelirler	517	560	1.636	687	1.269
SMM	-433	-352	-867	-276	-804
<b>Brüt Kar</b>	<b>84</b>	<b>208</b>	<b>769</b>	<b>410</b>	<b>465</b>
Genel Yönetim Giderleri	-10	-14	-29	-15	-22
Pazarlama Giderleri	-8	-12	-37	-11	-28
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3	23	36	25	56
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-3	-34	-19	-8	-17
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>66</b>	<b>171</b>	<b>720</b>	<b>400</b>	<b>455</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1	2	24	13	44
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	-1	0	0	0
<b>Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>66</b>	<b>171</b>	<b>744</b>	<b>413</b>	<b>499</b>
Net Finansman Giderleri	-25	-22	-27	-10	-44
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı</b>	<b>41</b>	<b>150</b>	<b>718</b>	<b>402</b>	<b>455</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri (Gideri)</b>	<b>-7</b>	<b>-1</b>	<b>-150</b>	<b>-88</b>	<b>29</b>
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	0	-5	-150	-97	-26
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	-7	4	0	9	55
<b>Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı</b>	<b>34</b>	<b>148</b>	<b>568</b>	<b>314</b>	<b>484</b>
<b>Dönem Karı</b>	<b>34</b>	<b>148</b>	<b>568</b>	<b>314</b>	<b>484</b>
Pay Başına Kazanç	0,17	0,74	2,84	1,57	2,42

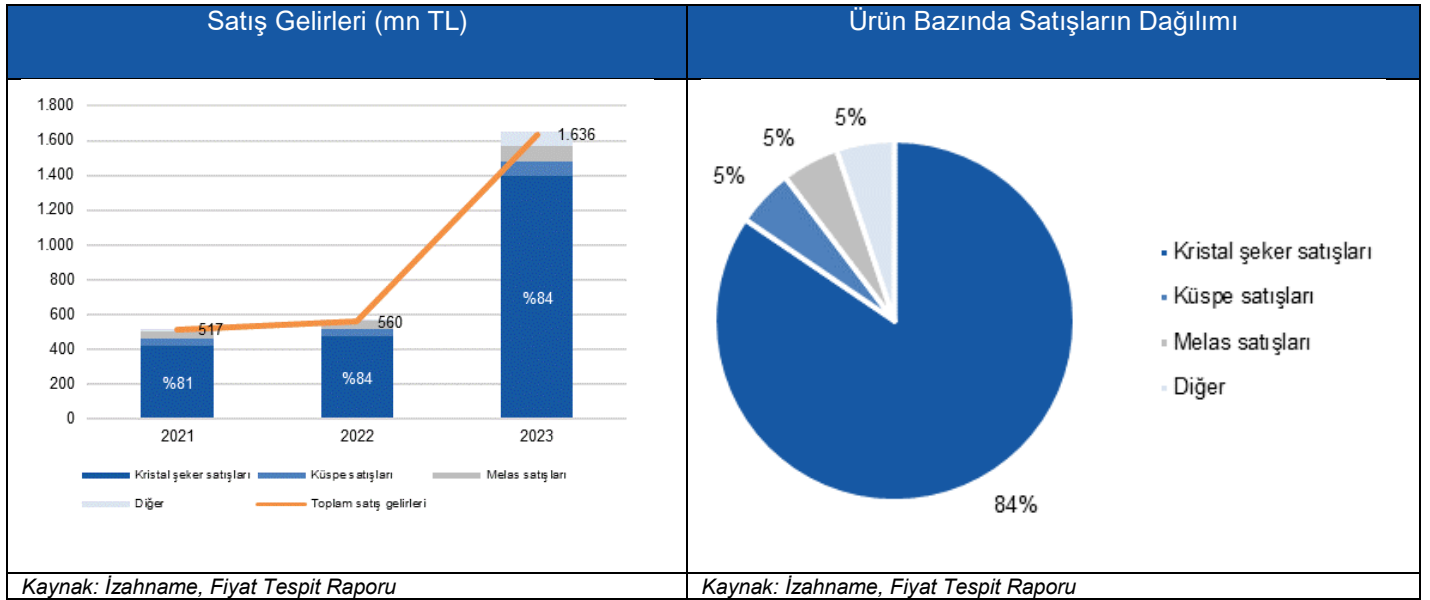
Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

Bilanço (mn TL)	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2023
Nakit ve Nakit Benzeri	0	1	80	77
Finansal Yatırımlar	0	0	0	316
Ticari Alacaklar	17	77	101	140
Diğer Alacaklar	0	0	0	1
Stoklar	110	202	831	399
Peşin Ödenmiş Giderler	14	17	84	559
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0	0	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	0	1	50	74
<b>TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>141</b>	<b>297</b>	<b>1.147</b>	<b>1.566</b>
Maddi Duran Varlıklar	215	206	210	461
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	0	2	1
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	111	111	111	111
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	0	0	50
<b>TOPLAM DURAN VARLIKLAR</b>	<b>326</b>	<b>317</b>	<b>322</b>	<b>624</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>467</b>	<b>614</b>	<b>1.469</b>	<b>2.189</b>
KV Borçlanmalar	0	0	0	0
UV Borçların KV Kısımları	72	120	266	249
Ticari Borçlar	23	21	62	353
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	2	3	7	23
Diğer Borçlar	17	5	1	1
Ertelenmiş Gelirler	29	16	18	24
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	5	26	5
Kısa Vadeli Karşılıklar	1	1	2	4
Diğer KV Yükümlülükler	2	1	1	6
<b>TOPLAM KV YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>146</b>	<b>172</b>	<b>383</b>	<b>664</b>
UV Borçlanmalar	63	42	125	227
UV Karşılıklar	2	3	8	11
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	10	6	5	0

<b>TOPLAM UV YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>74</b>	<b>51</b>	<b>138</b>	<b>238</b>
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>221</b>	<b>223</b>	<b>521</b>	<b>903</b>
Ödenmiş Sermaye	196	200	200	200
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir	0	-1	-3	-3
Ödenen Kar Payı Avansları	0	-8	0	0
Geçmiş Yıl Kar veya Zararları	17	51	183	606
Net Dönem Karı veya Zararı	34	148	568	484
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>247</b>	<b>391</b>	<b>949</b>	<b>1.287</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>467</b>	<b>614</b>	<b>1.469</b>	<b>2.189</b>

### 5.1. Gelirler

Şirket'in gelirleri 'kristal şeker', 'küspe', 'melas' ve diğer şeker ürünlerinin üretimi ve satışı faaliyetlerinden oluşmaktadır. 2023 yılında toplam gelirleri yıllık %192 artarak yaklaşık 1,6 milyar TL seviyesine ulaşmıştır.



Brüt kar 2023'de yıllık %270 artışla 769 milyon TL olmuştur. Aynı yılda esas faaliyet karı ise 720 milyon TL'ye yükselmiştir. (2022: 171 milyon TL). Brüt kar marjı ise 2022'de %37,1 iken 2023'te %47,0'a yükselmiştir.

### 5.2. Esas Faaliyet Karı

Şirket 2023 yılında yıllık %322 artışla 720 milyon TL esas faaliyet karı elde etmiştir. Esas faaliyet kar marjı ise 2022'deki %30,5'den 2023'de %44,0'e yükselmiştir.

### 5.3. Borçluluk Durumu

Şirketin Net Borcu 2023'de yıllık %87,5 artışla 311 milyon TL'ye, aynı dönemde Net Borç / VAFÖK oranı da 0,2x'den 0,4x'e yükselmiştir. 2022 yılı ile karşılaştırıldığında ise şirketin net borçluluğu artış göstermiştir.

(mn TL)	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2023
Toplam Finansal Borçlar	146	167	391	476
Nakit ve Nakit Benzerleri	0	1	80	393
Net Finansal Borç	146	166	311	83
Toplam Öz Kaynak	247	391	949	1.287
Net Finansal Borç / Öz Kaynak	%59	%42	%33	%6

VAFÖK	196	736	825	752
Net Finansal Borç / VAFÖK	0,7x	0,2x	0,4x	0,1x

#### 5.4. Net Kar

Şirket'in net karı 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla 34 milyon TL, 148 milyon TL ve 568 milyon TL; net kar marjı ise sırasıyla %6,6, %26,5 ve %34,7 olmuştur.

#### 5.5. Net İşletme Sermayesi ve Yatırım Harcamaları

Mali Dönem	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Operasyon Dönemi	31.03.2020	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	31.03.2024	31.03.2025	31.03.2026	31.03.2027	31.03.2028	31.03.2029
Satış Gelirleri (bin TL)	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
SMM (bin TL)	433.104	351.900	867.433	2.190.065	3.298.279	4.286.891	5.015.478	5.587.710	6.132.528	6.694.253
%SMM/Satış Gelirleri	84%	63%	53%	71%	69%	69%	69%	69%	69%	69%
Ticari Alacaklar	17.382	76.519	101.133	173.370	269.187	350.628	410.512	457.499	502.074	549.992
Alacak Devir Hızı	29,72	7,32	16,18	17,74	17,74	17,74	17,74	17,74	17,74	17,74
Alacak Gün Sayısı	12,28	49,88	22,56	20,57	20,57	20,57	20,57	20,57	20,57	20,57
Stoklar	109.519	202.068	831.296	974.868	1.468.170	1.908.232	2.232.550	2.487.269	2.729.785	2.979.826
Stok Devir Hızı	3,95	1,74	1,04	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Stok Gün Sayısı	92,3	209,59	349,79	162,47	162,47	162,47	162,47	162,47	162,47	162,47
Ticari Borçlar	23.457	21.027	61.746	133.411	200.919	261.142	305.525	340.383	373.572	407.790
Ticari Borç Devir Hızı	18,46	16,74	14,05	16,42	16,42	16,42	16,42	16,42	16,42	16,42
Ticari Borç Gün Sayısı	19,77	21,81	25,98	22,23	22,23	22,23	22,23	22,23	22,23	22,23
Ticari İşletme Sermayesi	103.445	257.560	870.683	1.014.827	1.536.437	1.997.718	2.337.537	2.604.384	2.858.287	3.120.029
Ticari İşletme Sermayesi Değişimi		154.115	613.123	144.145	521.610	461.281	339.819	266.847	253.903	261.742
Nakit Dönüşüm Süresi	85	238	346	161	161	161	161	161	161	161

Şirketin, nakit dönüşüm süresi 2020 – 2022 yılları arasında 85 – 346 gün arasında değişmiştir. Projeksiyon dönemi 2023 – 2029 yılları arasında 161 gün olarak sabit kalacağı varsayılmıştır. Net işletme sermayesi ihtiyacı 2022'de 871 milyon TL'ye yükselmiş olup 12 aylık ciroya oranı %53 olmuştur. Projeksiyon dönemi boyunca oranın %32 seviyesinde sabit kalacağı varsayılmıştır.

## 6. Riskler

Fiyat Tespit Raporu ve İzahnamede Şirket'in faaliyetlerine yönelik yer verilen bazı temel risk unsurlarını:

- Şirketin esas operasyonlarına ilişkin hammadde tedariki üçüncü kişi çiftçilere dayanmakta olup söz konusu tedarikçilerin akdi yükümlülüklerini yerine getirememeleri, şirketin faaliyetleri üzerinde olumsuz etkilere neden olabilir.
- Şirket üretim sektöründe faaliyet göstermektedir. Bor Şeker Fabrikası'nda beklenmedik teknik arızalar, üretimde kesintiler meydana gelebilir, yedek parça temininde aksaklıklar olabilir, yemleme ve iyileştirme projeleri başarılı olmayabilir, tesisleri, depo veya faaliyetlerine ilişkin gerekli izin ve ruhsatları muhafaza edemeyebilir veya kaybedebilir. Bu durum Şirket'in faaliyetlerini, operasyonel sonuçlarını, maddi durumunu ve ileriye yönelik beklentilerini olumsuz etkileyebilir.
- Şirket'in faaliyeti yoğun bir işletme sermayesi gerektirmektedir, Şirket işletme sermayesi ihtiyacını karşılayacak finansmanı bulamayabilir. Şirket'in yatırımlarını yapabilmesi, satın alımlarını finansa etmesi için finansman bulması gerekebilir.

olarak sıralayabiliriz.

## 7. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Gedik Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. Bor Şeker Fabrikalarının paylarının halka arz fiyatını belirlerken

- “İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)”
- “Yurtiçi Benzer Şirketler (F/K, FD/VAFÖK ve FD/Satışlar çarpanları)”
- “Yurtdışı Benzer Şirketler (F/K, FD/VAFÖK ve FD/Satışlar çarpanları)”

Yöntemlerini kullanmış ve bu yöntemler sırasıyla %50, %25 ve %25 olarak ağırlıklandırılmıştır.

### a) Yurtiçi ve Yurtdışı Benzer Şirket Çarpan Analizi Yöntemi

Hem yurtiçi hem de yurtdışı benzer şirketler değerlendirilirken F/K, FD/VAFÖK ve FD/Satışlar çarpanlarının medyan değerleri dikkate alınmış olup çarpanlar sırasıyla %20, %50 ve %30 ağırlık verilerek hesaplamalara dahil edilmiştir.

- Şirket'in 09/2023 itibarıyla net finansal borcu 82.607.301 TL
- Şirket'in 09/2023 dönemi itibarıyla son 12 aylık VAFÖK'ü 752.165.458 TL
- Şirket'in 09/2023 itibarıyla Özkaynakları 1.286.672.173 TL
- Şirket'in 09/2023 dönemi itibarıyla Satış Gelirleri 2.218.335.801 TL
- Şirket'in 09/2023 dönemi itibarıyla Net Karı 738.728.953 TL

olarak hesaplanmıştır.

Analiz sırasında yurtdışı benzer şirketler için yurtdışında faaliyet gösteren ve faaliyet alanı Bor Şeker'inkine paralel olabileceği düşünülen şirketler seçilmiştir. Analizde kullanılan çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar ile ikinci ve üçüncü çeyreklik dilimde yer alan şirketler kullanılmıştır.

Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanları	Medyan Değerler	İlgili Finansallar (Bin TL) - 2023/09 Yıllıklandırılmış	Adil Özkaynak Değeri (Bin TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri (Bin TL)
F/K	14,8x	738.729	10.965.569	20%	2.193.114
FD/VAFÖK	9,8x	752.165	7.314.833	50%	3.657.417
FD/Satışlar	0,9x	2.218.336	1.956.395	30%	586.919
<b>Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri (Bin TL)</b>					<b>6.437.449</b>

Analiz sırasında yurtiçi benzer şirketler için Bor Şeker'in faaliyet gösterdiği sektöre benzerliğinden dolayı BIST Gıda ve İçecek Endeksine dahil olup içecek grubundaki (su, süt vb.) ve et üretimi yapan firmalar dışarıda bırakılarak kalan şirketlerin tamamından yararlanılmıştır. Analizde kullanılan çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar ile ikinci ve üçüncü çeyreklik dilimde yer alan şirketler kullanılmıştır.

Yurtiçi Benzer Şirket Çarpanları	Medyan Değerler	İlgili Finansallar (Bin TL) - 2023/09 Yıllıklandırılmış	Adil Özkaynak Değeri (Bin TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri (Bin TL)
F/K	12,3x	738.729	9.527.631	20%	1.814.786
FD/VAFÖK	10,7x	752.165	8.329.705	50%	3.964.559
FD/Satışlar	1,6x	2.218.336	3.643.601	30%	1.039.848
<b>Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri</b>					<b>6.819.195</b>



## b) İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Bu yöntem kapsamında, Şirket'in 2029'a kadar nakit akışlarının projeksiyonu yapılmış ve AOSM yöntemi kullanılarak bu değerler bugüne indirgenmiştir.

Tahmin dönemi nakit akışları için temel girdi ve varsayımlar şu şekildedir:

- **Genel Varsayımlar:** Şirketin faaliyet gösterdiği şeker sektörü regülasyonlarla belirlenen kotalarla planlanmaktadır. 2022 yılsonu itibarıyla şirketin üretim kapasitesi 83.358 ton olup 88.940 ton şeker üretilmiş ve tamamı satılmıştır. İNA projeksiyonu için yapılan tahmin aralığı olan 2023 – 2029 yılları arasında ortalama olarak yıllık 100 bin ton şeker üretimi gerçekleşmesi varsayılmıştır. Şirketin 260 milyon TL'sini 2023 yılının ilk yarısında tamamlamış olduğu toplam 360 milyon TL'lik modernizasyon ve kapasite yatırımının şirketin verimliliğine katkıda bulunacağı varsayılmıştır.

Şeker sektöründe kapasiteye göre %37'lik paya sahip olan kamu kuruluşu olan Türk Şeker genellikle fiyatlama açısından baz kabul edilir. İNA projeksiyonunda tahmin aralığı olan 2023 – 2029 yılları arasında şeker fiyatlarının, modellemelerde kullanılan makro varsayımlar eşliğinde, TÜFE oranı doğrultusunda artacağı varsayılmıştır.

Melas ve küspe gibi Bor Şeker'in ürettiği yan ürünler, ana ürün grubu olan şeker üretiminde kullanılan atık pancar posası miktarına paralel tutarlarda elde edilmektedir. Şirket 2020 – 2023 yılları arasında hasılatın %81 - %86 aralığında şeker satışlarından elde etmiştir. Projeksiyon dönemi olan 2023 – 2029 yılları arasında ise yıllık hasılatın %84'ünü şeker satışları ve %16'sını melas ve küspe gibi yan ürünlerin oluşturacağı varsayılmıştır.

Makro Veriler	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
USD/TL Ortalama	16,62	23,77	34,37	41,93	49,08	55,51	60,96	66,09	70,53
EUR/TL Ortalama	17,4	25,71	36,81	45,39	53	59,95	65,84	71,38	76,17
TR TÜFE Yılsonu	64,30%	64,80%	42,00%	22,00%	13,00%	10,00%	9,50%	8,80%	8,00%
TR TÜFE Ortalama	72,30%	53,90%	55,50%	29,00%	16,70%	11,40%	9,70%	9,10%	8,40%

### - Gelir ve Marj Varsayımları:

Net Satışlardaki yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO), 2020 – 2022 yılları arasında %78 olarak gerçekleşmişken projeksiyon aralığında %29 olarak varsayılmıştır. 2020 – 2022 yılları arasında ortalama %33 olan brüt kar marjı projeksiyon döneminde %31 olarak alınmıştır. 2020 – 2022 yılları arasında ortalama %31 olan VAFÖK marjı projeksiyon aralığında %28 olarak varsayılmıştır.

mın TL	01.04.2022 31.03.2023	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Hasılat	1.636	3.076	4.775	6.220	7.283	8.116	8.907	9.722
Brüt Kar	769	886	1.477	1.933	2.267	2.528	2.774	3.027
<i>Brüt Kar Marjı</i>	47,0%	28,8%	30,9%	31,1%	31,1%	31,2%	31,1%	31,1%
Faaliyet Karı (Diğer Gelir ve Gider Hariç)	703	778	1.314	1.722	2.020	2.253	2.472	2.698
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	43,0%	25,3%	27,5%	27,7%	27,7%	27,8%	27,8%	27,7%
VAFÖK (Diğer Gelir ve Gider Hariç)	720	825	1.365	1.777	2.081	2.319	2.545	2.778
<i>VAFÖK Marjı</i>	44,0%	26,8%	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

### - Gider ve Marjlara Yönelik Varsayımlar:

2020 - 2022 yılları arasında şirketin brüt kar marjı ortalama olarak %33 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in, İNA değerlendirme analizi için projeksiyon dönemi olan 2023 - 2029 arasında yıllık ortalama brüt kar marjı %31 olarak hesaplanmıştır. Brüt kardaki yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO), 2020-22 yılları için %203 seviyesinde gerçekleşmişken projeksiyon dönemi arasında %22 olarak öngörülmüştür.



2020 - 2022 mali yılları arasında şirketin faaliyet kar marjı ortalama olarak %29 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in, İNA değerlendirme analizi için projeksiyon dönemi olan 2023 - 2029 arasında yıllık ortalama faaliyet kar marjı %27 olarak hesaplanmıştır. Faaliyet karındaki yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO), 2020 - 2022 yılları için %227 seviyesinde gerçekleşmişken, projeksiyon dönemi olan 2023 - 2029 arasında, yine konservatif bir yaklaşımla %21 olarak öngörülmüştür.

2020 - 2022 mali yılları arasında şirketin faaliyet VAFÖK marjı ortalama olarak %31 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirketin, İNA değerlendirme analizi için projeksiyon dönemi olan 2023 - 2029 arasında yıllık ortalama VAFÖK marjı %28 olarak hesaplanmıştır. VAFÖK'teki yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO), 2020 - 2022 yılları için %202 seviyesinde gerçekleşmişken projeksiyon dönemi arasında %21 olarak öngörülmüştür.

#### - Yatırım Harcamaları ve Amortismanına Yönelik Varsayımlar:

Amortisman Kırılımı (bin TL)	01.04.2021 31.03.2022	01.04.2022 31.03.2023	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Satılan Mal Maliyeti	13.753	14.110	41.264	44.553	48.766	53.511	57.807	63.832	70.527
<i>Pazarlama Satış ve Dağıtım Gideri İçerisindeki Payı</i>	95%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	345	1.066	3.011	3.251	3.559	3.905	4.218	4.658	5.147
<i>Pazarlama Satış ve Dağıtım Gideri İçerisindeki Payı</i>	2%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Genel Yönetim Giderleri	324	879	2.803	3.027	3.313	3.635	3.927	4.337	4.792
<i>Pazarlama Satış ve Dağıtım Gideri İçerisindeki Payı</i>	2%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
<b>Toplam Amortisman</b>	<b>14.422</b>	<b>16.055</b>	<b>47.078</b>	<b>50.831</b>	<b>55.638</b>	<b>61.051</b>	<b>65.953</b>	<b>72.827</b>	<b>80.465</b>

Sermaye Harcamaları Kırılımı (bin TL)	01.04.2021 31.03.2022	01.04.2022 31.03.2023	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
MDV Sermaye Harcamaları	5.537	19.682	360.000	46.414	60.457	70.782	78.884	86.569	94.487
Toplam Sermaye Harcamaları içerisindeki payı	99%	99%	100%	99%	99%	99%	99%	99%	99%
MODV Sermaye Harcamaları	78	211	252	392	510	597	666	730	797
Toplam Sermaye Harcamaları içerisindeki payı	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
<b>Toplam Sermaye Harcamaları içerisindeki payı</b>	<b>5.615</b>	<b>19.893</b>	<b>360.252</b>	<b>46.806</b>	<b>60.967</b>	<b>71.379</b>	<b>79.549</b>	<b>87.300</b>	<b>95.284</b>

#### - Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Varsayımları

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>Risksiz Getiri Oranı</b>	26,65%	25,15%	23,65%	22,15%	20,65%	19,15%	18,10%
<b>Beta</b>	1	1	1	1	1	1	1
<b>Piyasa Risk Primi</b>	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
<b>Özkaynak Maliyeti</b>	32,65%	31,15%	29,65%	28,15%	26,65%	25,15%	24,10%
<b>Borçlanma Maliyeti</b>	29,65%	28,15%	26,65%	25,15%	23,65%	22,15%	21,10%
<b>Borçlanma Maliyeti (1 - Vergi)</b>	22,24%	21,11%	19,99%	18,86%	17,74%	16,61%	15,83%
<b>Borç/ Özkaynak</b>	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37
<b>Hedef Borç Ağırlığı</b>	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%
<b>Özkaynak Ağırlığı</b>	73%	73%	73%	73%	73%	73%	73%
<b>AOSM</b>	<b>29,84%</b>	<b>28,44%</b>	<b>27,04%</b>	<b>25,64%</b>	<b>24,24%</b>	<b>22,85%</b>	<b>21,87%</b>

- Risksiz getiri oranı olarak Türkiye'nin en uzun vadeli TL bazlı tahvil olan TRT051033T12 kodlu tahvilin son bir aylık ortalaması olan %26,65 kullanılmıştır ve projeksiyon döneminde 2023 – 2029 arasında yıllık %1,5 oranında gerileyeceği varsayılmıştır.
- 30.09.2023 finansallarında yer alan Finansal Borç / (Finansal Borç + Özkaynak) oranı %27 kullanılmıştır.
- Projeksiyon dönemi boyunca hisse risk primi %6 ve beta oranı 1 olarak sabit tutulmuştur.
- Terminal büyüme oranı olarak %5 kullanılmıştır.

Yapılan hesaplamalar sonucunda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) projeksiyon aralığında %21,87 ve %29,84 aralığında değişmiştir.

### İNA Analizi Sonucu:

İndirgenmiş nakit akımı yöntemine göre Şirket'in firma değeri 6.723.548.000 TL'dir. Net borç tutarının çıkarılmasıyla şirket'in öz sermayesi 6.640.941.258 TL olarak hesaplanmıştır.

### Değerleme Sonucu:

Fiyat Tespit Raporu'nda yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler için FD/VAFÖK Çarpanı Analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Çarpan Analizi Yönteminde Yurtiçi Benzer Şirket'lere %50, Yurtdışı Benzer Şirket'lere ise %50 ağırlık verilmiştir. Ayrıca, hem Çarpan Analizi yöntemi hem de Nakit Akımları yöntemi nihai Şirket Değeri hesaplanırken %50-%50 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Yurtdışı Çarpan Analizi (%25)	
F/K	2.193.114
FD/VAFÖK	3.657.417
FD/Satışlar	586.919
<b>Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri (Bin TL)</b>	<b>6.437.449</b>
Yurtiçi Çarpan Analizi (%25)	
F/K	1.814.786
FD/VAFÖK	3.964.559
FD/Satışlar	1.039.848
<b>Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri (Bin TL)</b>	<b>6.819.195</b>
İNA Analizi (%50)	
<b>Özkaynak Değeri (Bin TL)</b>	<b>6.640.941</b>
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri (Bin TL)	6.634.631
Halka Arz İskontosu	20%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri (Bin TL)	5.307.705
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye (Bin TL)	200.000
<b>Halka Arz Pay Başına Değer (TL)</b>	<b>26,54</b>

### Özet Görüşümüz:

Bor Şeker için değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları", "Yurtdışı Benzer Şirketler (F/K, FD/VAFÖK ve FD/Satışlar çarpanı)" ve "Yurtiçi Benzer Şirketler (F/K, FD/VAFÖK ve FD/Satışlar çarpanı)" yöntemleri kullanılmıştır ve bu yöntemlere sırasıyla %50, %25 ve %25 ağırlık verilmiştir. Değerleme için başvurulan yöntemleri ve nihai değerlendirme aşamasında başvurulan ağırlıklandırmayı makul karşılıyoruz.

Bununla birlikte, değerlendirme sürecine dair ekli yorumlarımızı/çekinçelerimizi paylaşmakta fayda görüyoruz:

- Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Değerleme için başvurulan çarpan analizini makul buluyoruz ancak şirketin faaliyet gösterdiği şeker sektörünün Türkiye'de yoğun regülasyonlara tabi olan bir sektör olmasından dolayı yurtdışı benzerlerinin kıyaslama dışında bırakılabileceğini düşünüyoruz.
- İndirgenmiş nakit akım analizinde, Şirketin üretim hacimlerinde ve satışlarında herhangi bir artış öngörülmemesini muhafazakar yaklaşım sergileme arzusu kapsamında değerlendiriyoruz ve makul karşılıyoruz.
- İNA analizinde, 30.09.2023 mali tablolarındaki net nakit dikkate alınmıştır. Fiyat Tespit Raporu'ndaki tablolardan çıkarımımıza göre, 01.04.2023-31.03.2024 hesap döneminde yaratılacağı öngörülen serbest nakit akımı, 6 aylık iskonto tabii tutularak indirgenmiş ve takip eden dönemler için de, beklenen nakit akım projeksiyonlarının, yıl

ortası yaratıldığı varsayımıyla hareket edilmiştir. Bu yaklaşımda bir problem görmemekle beraber, bu hususun değerlendirme varsayımlarında ayrıca belirtilmesinin yerinde olacağı kanaatindeyiz.

- Uygulanan %20 halka arz iskontosunun, benzer işlemler nazarında, makul olduğunu düşünüyoruz.

İşbu açıklamalar çerçevesinde, Bor Şeker için %20 halka arz iskontosuyla ortaya çıkan 26,54 TL'lik halka arz birim pay fiyatının makul kabul edilebilecek yöntemler ışığında hesaplandığını düşünüyoruz.

**ÇEKİNCE:**

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.