

BOR ŞEKER A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
6 Şubat 2024

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Gedik Yatırım) , yetkili aracı kurum olduğu Bor Şeker A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Bor Şeker" ya da "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 İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Bor Şeker Anonim Şirketi	
HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
İhraççı	Bor Şeker Anonim Şirketi
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Bor Şeker Anonim Şirketi Ve Ortaklar
Halka Arz Tarihleri	07 - 08 - 09 Şubat 2024
Halka Arz Fiyatı	26,54
Halka Arz İskonto Oranı	20,00%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	200.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	240.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	29,17%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	70.000.000
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Payların %59'u Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara Payların %30'u Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara Payların %10'u Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılara Payların %1'i Çalışanlara ve Çiftçilerden oluşan Yatırımcılara
Fiyat İstikrarı	30 Gün süreyle planlanmaktadır.
Borsa Kodu	BORSK
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Kaynak: Bor Şeker Fiyat Tespit Raporu, İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

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 devralınmış. Şirketin başlıca faaliyet alanı şeker üretimi. Bunun yanı sıra yan ürün olarak melas ve küspe pazarında da faaliyet göstermektedir. 2018 yılında büyük bütçeli yatırımlar kapsamında 1 adet press Çamur Filtresi, 3 adet Kristal Şeker Santrifüjü, 3 Adet Plakalı Eşanjör, 1 adet Küspe Presesi ve 5 adet Mum Tipi Koyu Şerbet Filtresi yatırımları yapmıştır. 2019 yılında tesisin büyümesi ve gelişmesi için Küp ve Toz Şeker Paketleme Tesisi ve Bigbag Paketleme Tesisi satın alınmıştır. Üretimde verimliliği arttırmak amacıyla 2020 yılında 2 adet Döner Tambur Pancar Kiyım Makinesi, 2 adet Yoğunlaştırıcı Filtre ve 5 adet Saturasyon Sirkülasyon Sistemi fabrikasını bünyesine katılmıştır. Bu dönemde 40 Ton/saat Akışkan Yataklı Doymuş Buhar Kazanı, Yüksek verimli Şerbet Pompaları, 1 Adet Teleskopik Yükleyici, 1 adet 2500kW ve 1 adet 1600kW Trafo gibi ekipmanlar tesislere entegre edilmiştir. 2020 yılının sonlarında hedeflere ulaşma yolunda 3000 m² Düşey Film Evaporatör, 1 adet 500 m³/saat Soğutma Kulesi, 200 kW'lık Hava Kompresörü gibi ekipmanlar satın alınarak fabrika geliştirilmiştir. Şirket 2022 Nisan ayında, 20 ton/gün kapasiteli sıvı gübre tesisinin bünyesine katmıştır. Bu tesis 2022-2023 yılları arasında 7 çeşit organik ve 6 çeşit kimyasal olmak üzere 13 çeşit sıvı gübre üretmiştir.

Şirket Tarafından Üretimi Gerçekleştirilen Ürünler

1-) 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 sofr şeker olarak da bilinen kristal halidir.

2 -) Küp Şeker

Toz şeker oluşturan şeker kristallerinin sıkıştırılarak bir araya getirilmesiyle yapılır. Küp şeker üretilen fabrikalarda bu işi yapmak için özel makineler bulunur. Bu makinelerde toz şekerin üzerine bir miktar su püskürtülür. Su buharlaştıktan sonra da küp şekerler paketlenir.

3-) Melas

Şeker fabrikalarında şekerin daha fazla kristanlendirilerek ayrılamayan son atığıdır. Kahverengimsi kıvamlı bir sıvıdır. Maya alkol, gübre, yem, yapıştırıcı ve benzeri sektörlerde kullanılır. Bünyesinde mineral maddeler bulunur.

4-) Pancar Küspesi

Şeker pancarındaki şekerin su ile ekstraksiyonu sonrasında kalan posadır. Hayvan yemi olarak yaygın bir şekilde kullanılır.

3.1 Satışlar

Ürünler (Bin TL)	3A21	3A22	3A23	9A23
Kristal Şeker Satışları	420.693	475.827	1.369.532	1.100.011
Köspe Satışları	42.189	41.004	85.294	70.807
Melas Satışları	38.850	46.891	85.097	22.076
Diğer	17.205	1.728	86.108	84.529

Kaynak: Bor Şeker Fiyat Tespit Raporu

3.2 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye (TL)	Payı (%)	Sermaye (TL)	Payı (%)
Arz Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi A.Ş.	B	85.000.000	42,50%	85.000.000	35,42%
İkinci Girişim Sermayesi Yatırım Fonu	C	15.000.000	7,50%	0	0,00%
Emir Haktan Dışli	A	11.000.000	5,50%	11.000.000	4,58%
	C	15.000.000	7,50%	0	0,00%
Sadık Enes Dışli	A	26.000.000	13,00%	26.000.000	10,83%
Eren Ali Dışli	A	26.000.000	13,00%	26.000.000	10,83%
Handan Dışli	A	22.000.000	11,00%	22.000.000	9,17%
Halka Açık Kısmı	C	-	0,00%	70.000.000	29,17%
Toplam		200.000.000	100%	240.000.000	100%

Kaynak: Bor Şeker İzahname

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Bilanço (Bin TL)	03/2021	03/2022	03/2023	09/2023
Dönen Varlıklar	141.324	297.273	1.147.011	1.565.502
Duran Varlıklar	326.010	316.588	322.147	623.675
Toplam Varlıklar	467.335	613.862	1.469.159	2.189.178
Kısa Vadeli Yükümlülükler	146.278	172.375	382.559	664.260
Uzun Vadeli Yükümlülükler	74.349	50.951	138.014	238.246
Özkaynaklar	246.707	390.535	948.585	1.286.672

Kaynak: Bor Şeker Fiyat Tespit Raporu, İzahname

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu - Bin TL	3A21	3A22	3A23	9A22	9A23
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 / Zarar	83.557	208.002	768.953	410.124	465.013
Esas Faaliyet Karı / Zararı	65.574	170.528	719.842	400.127	454.509
Finansman Gelir Gideri Öncesi Faaliyet Kar/Zararı	66.229	171.451	744.286	412.679	498.867
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / Zararı	41.388	149.532	717.666	402.256	455.197
Net Dönem Karı/ (Zararı)	34.061	148.367	568.064	313.798	484.463

Kaynak: Bor Şeker Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Kullanım Alanı	Kullanım Tutarı (%)
İşletme Sermayesi	%45
Yatırımlar	%50
ARGE Faaliyetleri	%5
Toplam	100%

Kaynak: Bor Şeker Fonun Kullanım Yeri Raporu

Fon kullanım özet bilgi.

- **İşletme Sermayesi-** Şirket, artan gelirler ile birlikte büyüyen yükümlülüklerini yerine getirmek, operasyonlarını kesintisiz bir şekilde sürdürmek ve şirketin hammaddesi olan şeker pancarı üretiminde sürekliliğin sağlanması amacıyla, çiftçilere verdiği avans ödemelerinde kullanacaktır.
- **Yatırımlar-** Şirket, GES yatırımı, entegrasyon ve modernizasyon yatırımları ve gübre tesisi yatırımında kullanacaktır. Ayrıca gübre tesisi yatırımında piyasanın ihtiyacı olan katı gübreyi üretebilmek adına sıvı gübre tesisine ilave kompoze katı gübre üretimi yapılması planlanıyor. Kompoze gübre üretim tesisi kurularak ülkemizde her alanda tarımsal faaliyette bulunan çiftçilere kaliteli ve uygun maliyetlerde gübre sunmak ve bundan oluşacak karlılık ile Şirket'in toplam karlılığına katkı sağlanması planlanmaktadır.
- **ARGE Faaliyetleri-** Şirket, sönmemiş kireç ve CO2 gazı üretimi projesi ve melastan asetik asit üretimi projesinde kullanmayı planlamaktadır.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Çarpan Analizi yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında çarpan analizine %50, indirgenmiş nakit akımına %50 ağırlık verilmiştir.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İNA projeksiyonu çerçevesinde Şirket'in iş planı baz alınarak 2023-2029 dönemi projekte edilmiştir.

2023 – 2029 dönemini kapsayan projeksiyonda, yıllık ortalama brüt kar marjı konservatif bir yaklaşımla %31,0 olarak, FAVÖK marjı ise %28,0 olarak hesaplanmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermeye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında 30.09.2023 tarihli bilançoda yer alan Finansal Borç / (Finansal Borç + Özkaynak) oranı %27 kullanılmıştır. Risksiz getiri oranı Türkiye'nin TRT051033T12 kodlu en uzun vadeli TL bazlı tahvilin son 1 aylık ortalaması olan %26,65 kullanılmıştır. Projeksiyonda risksiz getiri oranı 2023 – 2029 yılları için sırasıyla %26,65, %25,15, %23,65, %22,15, %20,65, %19,15 ve %18,10 olarak kabul edilmiştir.

Projeksiyonda Beta 1 olarak kabul edilmiş olup piyasa risk primi %6,0 olarak alınmıştır. Bu varsayımlar altında özkaynak maliyetinin, projeksiyon dönemi boyunca %33 ile %24 arasında olacağı hesaplanmaktadır. Bu kapsamda Şirket'in AOSM 2023 – 2029 projeksiyon dönemi içerisinde %30 ile %22 arasında olacağı hesaplanmaktadır. Projeksiyonda uç değer büyüme oranı %5 kullanılmıştır.

AOSM ile değerlendirme tarihine indirgenmiş ve net finansal borç düşülerek adil öz sermaye değeri 6.640.941.258 TL olarak hesaplanmıştır.

Bor Şeker İNA Tablosu	
Bin TL	
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları Toplamı	3.404.274
Uç Değer	10.873.089
Firma Değeri	6.723.548
+Nakit	393.173
-Borç	475.780
İştirakler	0
Özkaynak Değeri	6.640.941
Sermaye	200.000
Pay Değeri	33,20

Kaynak: Bor Şeker Fiyat Tespit Raporu

6.2 Çarpan Analizi Yöntemi

Pazar yaklaşımı kapsamında Firma Değer'inin saptanması için " Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır. Yurt içindeki benzer şirketler olarak BIST Gıda, İçecek endeksinde faaliyet gösteren şirketlerin 02.01.2024 tarihli kapanış verileri üzerinde hesaplanan değerlendirme çarpanları dikkate alınmıştır. Yurt dışındaki seçilmiş benzer şirketlerin ise 02.01.2024 tarihli verileri üzerinden hesaplanan değerlendirme çarpanları dikkate alınmıştır. Projeksiyonda F/K (Fiyat / Kazanç), FD/FAVÖK

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Maslak Mahallesi Saat Sokak Spine Tower No:5 Kat:2 34398 Sarıyer / İSTANBUL

t: 444 1 858 (ULU) • f: 0212 328 30 81 • Mersis No: 0 478 051 8427 000 17

www.integralyatirim.com.tr

(Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar), FD/Satışlar (Firma Değeri / Satışlar) uç değerler elenerek medyan olarak dikkate alınmıştır.

Yurt dışı benzer şirketler kapsamında dikkate alınan çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar ile en yüksek dörtte bir ve en düşük dörtte bir dilimlerinde olan veriler muhafazakar yaklaşım kapsamında medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Bu çerçevede F/K çarpanına %20, FD/FAVÖK çarpanına %50, FD/Satışlar çarpanına %30 ağırlık verilerek ağırlıklandırılmış adil özkaynak değeri 6.437.449 bin TL olarak hesaplanmıştır.

Yurt içindeki benzer şirketler 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. Çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar ile en yüksek dörtte bir ve en düşük dörtte bir dilimlerinde olan veriler muhafazakar yaklaşım kapsamında medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Bu çerçevede F/K çarpanına %20, FD/FAVÖK çarpanına %50, FD/Satışlar çarpanına %30 ağırlık verilerek ağırlıklandırılmış adil özkaynak değeri 6.819.195 bin TL olarak hesaplanmıştır.

(Bin TL)	Ağırlık	Sonuç
Yurt İçi Benzer Şirket Medyanı		
Özsermaye Değeri		6.819.195
Pay Başına Değer	50%	34
Yurt Dışı Benzer Şirket Medyanı		
Özsermaye Değeri		6.437.449
Pay Başına Değer	50%	32,19
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		6.628.322
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		33,14

Kaynak: Bor Şeker Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Sonuç olarak değerlendirme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları yöntemi %50 ve piyasa çarpan analizi yöntemi %50 ağırlıklandırılarak 6.634.632 bin TL özkaynak değerine ulaşılmıştır. Bulunan hedef değere %20 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 26,54 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

Halka Arza İlişkin Bilgiler	Bin TL
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	6.634.632
Halka Arz İskontosu	20,00%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri	5.307.705
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	200.000
Halka Arz Pay Başına Değer	26,54
Sermaye Artırım Oranı	20,00%
Sermaye Artırımı (Pay Adedi)	40.000
Sermaye Artırımı (TL Tutar)	1.061.600
Ortak Satışı Oranı	15,00%
Ortak Satışı (Pay Adedi)	30.000
Ortak Satışı (TL Tutar)	796.200
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	70.000
Halka Arz Büyüklüğü	1.857.800
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	6.369.600
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	240.000
Halka Açıklık Oranı	29,17%

Kaynak: Bor Şeker Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

- Fiyat tespit edilirken indirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmasını ve indirgenmiş Nakit Akımları analizine %50, Piyasa Çarpanları Analizine %50 ağırlık verilmesini uygun buluyoruz. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK, FD/Satışlar ve F/K çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz.

Sonuç olarak, Bor Şeker hesaplanan hedef değere %20,0 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 26,54 TL hedef fiyat belirlenmiştir. Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı Notu: 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.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.