

BOR ŞEKER A.Ş.

6 Şubat 2024

İşbu rapor, Trive 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 Bor Şeker A.Ş. için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Bu raporda bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arz Bilgileri

İhraççı	Bor Şeker A.Ş.
Borsa Kodu	BORSK
Halka Arz Fiyatı	26,54 TL
Halka Arz İskontosu	% 20
Talep Toplama Tarihi	7-8-9 Şubat 2024
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Bireysele Eşit Dağıtım
Konsorsiyum Lideri	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermayesi	200.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermayesi	240.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Şekli	70.000.000 TL (40.000.000 TL Sermaye Artırımı, 30.000.000 Ortak Satışı)
Ek Pay Satışı	-
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Büyüklüğü	1.857.800.000 TL
Halka Arz Fiyatı ve Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermayeye Göre Şirket Piyasa Değeri	6.369.600.000 TL
Halka Açıklık Oranı	% 29,17
Taahhütler	Şirket; 1 yıl boyunca bedelli/bedelsiz sermaye artırımı yapmayacağını, dolaşımdaki pay miktarını artırmayacağını, yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik karar almayacağını; Şirket Ortakları; Sahip oldukları halka arza konu olmayan Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde 1 yıl boyunca borsada veya borsa dışında satışa veya halka arza konu edilmeyeceği ve bu konuda karar alınmayacağını taahhüt etmiştir.
Fiyat İstikrarı	Şirket'in ve halka arz edenlerin halka arzdan elde edeceği toplam brüt gelirin %10'u fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler kapsamında kaynak olarak kullanılabilir.

Şirket Faaliyetleri 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 yatırımlarla fabrikanın üretim kapasitesi ve kalitesi artırılmak suretiyle şeker üretimine devam edilmiştir. Şirket’in ana faaliyeti; kristal, toz ve küp şeker üretimi ve ticareti, şeker sanayinin yan ürünü olan yaş küspe, melas, melaslı kuru küspe, kireç taşı, elektrik üretimi ile tohum ve yaş gübre ticareti yapmaktır. Şirket’in başlıca faaliyet alanı şeker üretimi olduğundan Şirket tatlandırıcı pazarında yer almaktadır. Şirket’in yıllık hasılatının %81-86’sını şeker satışları oluşturmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Ortağın Unvanı	Halka Arzdan Önce		Halka Arz Sonrası	
	TL	%	TL	%
Arz Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi	100.000.000	50	85.000.000	35,4
Emir Haktan Dışli	26.000.000	13	11.000.000	4,6
Sadık Enes Dışli	26.000.000	13	26.000.000	10,8
Eren Ali Dışli	26.000.000	13	26.000.000	10,8
Handan Dışli	22.000.000	11	22.000.000	9,2
Halka Açık Kısım	-	-	70.000.000	29,17
Toplam	200.000.000	100,00	240.000.000	100,00

Kaynak: Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Sermaye artırımını ve ortak satışı şeklinde halka arz edilecek olan toplam 70.000.000 TL nominal değerli payların halka arz edilmesi ile halka açıklık oranının % 29,17 olması planlanmaktadır.

Halka Arz Gerekçesi ve Halk Arz Gelirlerinin Kullanımı

Şirket paylarının sermaye artışı yoluyla halka arzı ile Şirket’in sermaye yapısının yeni kaynak girişi ile güçlendirilmesi, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi ve Şirket’in kurumsal kimliğinin ön plana çıkartılması hedeflenmektedir. Ek olarak, halka arzın getirdiği saygınlık ve tanınırlıkla beraber Şirket’in kurumsallığının artırılması hedeflenmektedir.

Kullanım Alanı	Kullanım Oranı (%)
İşletme Sermayesi	%45
Yatırımlar	%50
-GES Yatırımı	
-Entegrasyon ve Modernizasyon Yatırımları	
-Gübre Tesisi Yatırımları	
AR-GE Faaliyetleri	%5
-Sönmemiş Kireç ve CO2 Gazı Üretimi Projesi	
-Melastan Asetik Asit Üretimi Projesi	

Kaynak: Halka Arz İzahname

Finansallar:**Özet Bilanço Tablosu;**

TRY Bin TL	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2023
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

Özet Gelir Tablosu;

TRY Bin TL	31.03.2021	31.03.2022	31.03.2023	30.09.2022	30.09.2023
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	83.557	208.002	768.953	410.124	465.013
Faaliyet Karı	65.574	170.528	719.842	400.127	454.509
Faaliyet Kar Marjı (%)	12,7	30,5	44,0	58,3	36,7
FAVÖK Marj (%)	15,3	35,1	44,0	57,0	33,4
Net Kar	34.061	148.367	568.064	313.798	484.463

Kaynak: Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda; Şirket değerinin belirlenmesi konusunda; "Pazar Yaklaşımı" ve "Gelir Yaklaşımı" yöntemleri kullanılmıştır.

A- Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) Yöntemi

Çarpan Analizi kapsamında "F/K", FD/FAVÖK" ve "FD/Satışlar" çarpanlarının uç değerler dikkate alınarak hesaplanmış medyanı ağırlıklandırılarak dikkate alınmıştır.

Çarpan Analizi kapsamında yurt dışında ve yurt içinde Bor Şeker ile benzer alanda faaliyet gösteren şirketler araştırılmıştır.

Yurt Dışındaki Benzer Şirket Çarpanları	Medyan Değerleme Çarpanları	Seçilmiş Finansallar (Bin TL) (2023/09 Yıllıklandırılmış)	Adil Özkaynak Değeri (Bin TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Adil 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
Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri					6.437.449

Yurt İçindeki Benzer Şirket Çarpanları	Medyan Değerleme Çarpanları	Seçilmiş Finansallar (Bin TL) (2023/09 Yıllıklandırılmış)	Adil Özkaynak Değeri (Bin TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Adil 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
Ağırlıklandırılmış Adil Özkaynak Değeri					6.819.195,0

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

B- Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi - İNA)

- Projeksiyonlar 2023-2029 yılları için ve TL bazında yapılmıştır.
- Piyasa riski primi %6 olarak alınmıştır.
- Risksiz getiri oranı olarak, Türkiye'nin TRT051033T12 kodlu en uzun vadeli TL Bazlı tahvilinin son 1 aylık ortalaması olan %26,65 kullanılmıştır. Sonraki yıllarda kademeli olarak azalma öngörülmüştür. (%26,65 - %18,10 bandı)
- Borçlanma Maliyeti, risksiz getiri oranı üzerine 300 baz puan risk primi eklenerek hesaplanmıştır.
- Beta değeri 1 olarak alınmıştır.
- Terminal büyüme oranı %5 olarak kabul edilmiştir.

Buna göre Bor Şeker için İNA yöntemi ile **6.640.941 bin TL Özkaynak Değerine** ulaşılmıştır.

NIHAİ DEĞERLEME

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

Kaynak: Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Halka Arz Fiyatı Hakkında Değerlendirme ve Sonuç

- Fiyat tespit raporunda, Şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında verilen bilgiler yeterlidir.
- Çarpan analizinde F/K, FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpanların medyanının alınmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde yurt dışı ve yurt içi benzer şirket çarpanları kullanılmasını makul buluyoruz. Öte yandan Şirket'in BİST-Yıldız Pazar'da işlem göreceği dikkate alındığında BİST-Yıldız Pazar endeks çarpanları da değerlemeye dahil edilebilirdi.
- İNA'da öngörülen ciro ve kar marjı hedeflerine ulaşamaması değerlemeyi olumsuz yönde etkileyebilir.
- İNA analizinde Risksiz getiri oranının %26,65-18,10 bandında alınmasını makul buluyoruz.
- Borçlanma maliyetinin, risksiz getiri oranının 300 baz puan üzerinde alınmasını makul buluyoruz.
- İNA'da beta değerinin halka arzlarda sıklıkla kullanıldığı şekilde 1 olarak alınmasını makul buluyoruz.
- %6 olarak alınan piyasa risk primini makul buluyoruz.
- %5 olarak alınan terminal büyüme oranını makul buluyoruz.
- İNA ve Çarpan Analizine %50-50 eşit ağırlık verilmesini makul buluyoruz.

Sonuç olarak hesaplanan şirket değeri üzerinden %20 halka arz iskontosu uygulanarak bulunan pay başına 26,54 TL halka arz fiyatının yukarıdaki çekincelerimiz çerçevesinde makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı

Burada yer alan bilgiler Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, SPK tarafından yetkilendirilmiş yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak sözleşme imzalanmak suretiyle kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm veriler, Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan kurum çalışanları ile Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.