



ÖZSU BALIK ÜRETİM A.Ş. FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

21 KASIM 2022



İçindekiler

1. AMAÇ	2
2. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER.....	2
3. HALKA ARZ BİLGİLERİ	3
4. FİNANSAL TABLOLAR	3
5. DEĞERLEME HAKKINDA	4
6. GÖRÜŞ	8

ÖZSU BALIK ÜRETİM A.Ş.

[OZSUB]

1. AMAÇ

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29'uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından Halka arza aracılık eden Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Gedik Yatırım") Özsu Balık Üretim A.Ş. ("Özsu Balık" veya "Şirket") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

Bu raporda yer alan Şirket verilerinin gerçeği yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

ÖZSU BALIK ÜRETİM A.Ş.

Halka Arzı Hakkında Bilgilendirme Raporu

2. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Özsu Balık hâli hazırda sahip olduğu Tarım ve Orman Bakanlığı'ndan alınmış olan 4 adet su ürünleri yetiştiriciliği belgesi ile tedarik ettiği yavru balıkların üretimi ve satışı faaliyetinde bulunmaktadır.

Şirket, "Demircili Köyü Sığacık Körfezi Urla, İzmir" adresinde deniz üzerinde kurduğu ağ kafeslerde çipura ve levrek balığı yetiştiriciliği faaliyetinin yanı sıra balık yemi yapımında kullanılan balık unu ve balık yağı ile balık yemi katkı maddesi (balık yemlerine karıştırılan tavuk unu, çinko, magnezyum gibi mineraller) ticareti de yapmaktadır.

Şirket 2021 yılını yaklaşık 6.500 ton balık satışıyla kapatmış olup, Şirket bünyesinde 2021 yıl sonu itibarıyla 109 kişi istihdam edilmektedir. 2022 yılı haziran sonu itibarıyla çalışan sayısı 110'dur.

ÖZSU BALIK HALKA ARZ ÖZETİ

Halka Arz Şekli	PAY - Adet
Halka Arz Öncesi Sermaye	40.000.000
Halka Arz Sonrası Sermaye	60.000.000
Sermaye Artırımı	20.000.000
Toplam	20.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	
Halka Arz Fiyatı	7,69 TL
Brüt Halka Arz Geliri (Şirket)	153.800.000
Halka Arz Büyüklüğü	153.800.000
Kotasyon	
Halka Arz Tarihi	22-23 Kasım 2022
İşlem Göreceği Pazar	Ana Pazar
Halka arz Taahhütleri	
Bedelli Sermaye Artırımı Yapmama	1 Yıl
Ortak Satışı Yapmama	1 Yıl
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Lider Aracı Kuruluş	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım Yöntemi
Halka Arzda Satış Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama Yöntemi

3. HALKA ARZ BİLGİLERİ

Şirket 40.000.000 TL olan ödenmiş sermayesini 100.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde kalmak kaydıyla 20.000.000 TL arttırarak 60.000.000 TL'ye çıkaracaktır. Şirket tarafından sermaye artırımını kapsamındaki 20.000.000 pay olmak üzere toplam 20.000.000 pay halka arz edilecektir.

Halka arz edilecek 20.000.000 adet payın halka arz sonrası 60.000.000 TL'ye ulaşılacak çıkarılmış sermayesine oranı %33,33'tür.

Şirket paylarının halka arzı Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından "Sabit Fiyatla Talep Toplama" ve "En İyi Gayret" aracılığı yöntemleri kullanılmak suretiyle gerçekleştirilecektir.

Sabit fiyatla talep toplama süresi 2 iş günü olup, 22-23 Kasım 2022 tarihlerinde gerçekleşecektir.

Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün fiyat istikrarı işlemleri sağlanacaktır.

HALKA ARZ		
	(TL)	%
Sermaye Artırımı	20.000.000	
TOPLAM	20.000.000	
Halka Arz ile Ulaşılacak Sermaye	60.000.000	33

4. FİNANSAL TABLOLAR

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ile biten mali yıllar ile 30.06.2021 ve 30.06.2022 ile biten ara dönemlere ait finansal tabloları aşağıda yer almaktadır:

Özet Finansal Veriler (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Dönen Varlıklar	201.683.432	221.900.107	398.788.548	461.205.128
Duran Varlıklar	57.740.043	88.220.937	47.113.424	94.762.345
TOPLAM VARLIKLAR	259.423.475	310.121.044	445.901.972	555.967.473
Kısa Vadeli Yükümlülükler	163.976.054	193.031.150	336.583.478	378.949.076
Uzun Vadeli Yükümlülükler	45.100.500	59.669.310	37.734.412	58.910.451
Toplam Yükümlülükler	209.076.554	252.700.460	374.317.890	437.859.527
Özkaynaklar	50.346.921	57.420.584	71.584.082	118.107.946
TOPLAM KAYNAKLAR	259.423.475	310.121.044	445.901.972	555.967.473

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2021	30.06.2022
Hâsılat	260.975.383	242.587.050	437.944.341	185.275.725	379.715.713
Satışların Maliyeti	(216.751.786)	(192.024.409)	(325.333.393)	(139.300.771)	(277.601.090)
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kâr/Zarar	44.223.597	50.562.641	112.610.948	45.974.954	102.114.623
Canlı Varlıklar Gerçeğe Uygun Değer Farkları	6.769.079	1.475.765	10.230.648	660.837	25.502.400
Brüt Kar Zarar	50.992.676	52.038.406	122.841.596	46.635.791	127.617.023
Genel Yönetim Gelirleri	(6.751.236)	(5.261.615)	(9.443.313)	(3.375.879)	(9.111.428)
Pazarlama Gideri	(11.330.824)	(9.853.845)	(22.518.395)	(9.701.256)	(22.241.010)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	15.986.383	29.869.495	50.429.704	21.198.406	75.716.033
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(21.973.337)	(36.931.616)	(96.069.046)	(36.293.057)	(106.474.026)
Esas Faaliyet Kârı	26.923.662	29.860.825	45.240.546	18.464.005	65.506.592
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	60.391	312.310	528.769	519.469	2.142.311
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(11.997)	(0)	(0)	(0)	(0)
Finansman Geliri/(Gideri) Öncesi Faaliyet Kârı	26.972.056	30.173.135	45.769.315	18.983.474	67.989.179
Finansal Gelirler	1.683.259	4.981.730	5.250.831	1.930.746	4.652.632
Finansal Giderler	(18.994.247)	(26.568.685)	(32.032.669)	(12.577.944)	(25.840.699)
Vergi Öncesi Kâr	9.661.068	8.586.180	18.987.477	8.336.276	46.801.112
Vergi Geliri/(Gideri)	(5.352.864)	(1.143.787)	(10.296.500)	(3.987.904)	(10.826.462)
Net Dönem Kârı	4.308.204	7.442.393	8.690.977	4.348.372	35.974.650

5. DEĞERLEME HAKKINDA

Şirket'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

- **Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi (%50)**
 - Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) (%20)
 - Fiyat / Kazanç (F/K) (%40)
 - Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) (%40)
- **Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi (%50)**
 - Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları (%50)
 - Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları (%50)

Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları Analizi)

Pazar Yaklaşımı kapsamında Borsada işlem görüp Özsu Balık ile benzer özellikler gösteren yurt dışı ve yurt içi şirketlerle karşılaştırma yapılarak Firma Değeri'nin saptanması için "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında, Şirket'e benzer şirketlerin piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Bu yöntem, etkin işleyen piyasalarda payların rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

Yurt içi benzer şirketler olarak BIST GIDA endeksinde faaliyet gösteren seçilmiş şirketlerin 30.06.2022 tarihli yıllıklandırılmış verileri dikkate alınmıştır. Ayrıca çarpan analizine yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin 30.06.2022 tarihli verilerine göre yıllıklandırılmış değerlendirme çarpanları da dâhil edilmiştir.

Yurt Dışı Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
FD/FAVÖK Çarpanı (x)		7,3
FAVÖK (TL)		122.417.967
Firma Değeri (TL)		888.083.525
Net Borç / (Net Nakit)		119.714.484
Özsermaye Değeri (TL)		768.369.041
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	%20	153.673.808
F/K Çarpanı (x)		8,0
Net Kâr (TL)		39.463.589
Özsermaye Değeri (TL)		316.635.388
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	%40	126.654.155
PD/DD Çarpanı (x)		0,9
Özkaynaklar (TL)		120.671.385
Özsermaye Değeri (TL)		108.825.909
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	%40	43.530.364
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	%100	323.858.327

Yurt İçi Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
FD/FAVÖK Çarpanı (x)		9,3
FAVÖK (TL)		122.417.967
Firma Değeri (TL)		1.139.749.631
Net Borç / (Net Nakit)		119.714.484
Özsermaye Değeri (TL)		1.020.035.147
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	%20	204.007.029
F/K Çarpanı (x)		10,6
Net Kâr (TL)		39.463.589
Özsermaye Değeri (TL)		419.502.247
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	%40	167.800.899
PD/DD Çarpanı (x)		2,4
Özkaynaklar (TL)		120.671.385
Özsermaye Değeri (TL)		291.632.989
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	%40	116.653.196
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	%100	488.461.124

Yurt dışı benzer ve yurt içi BIST Gıda Endeksi seçilmiş şirketlerin FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanlarının medyanına göre hesaplanan özsermaye değerleri aşağıdaki ağırlıklandırmaya göre hesaplanmıştır. Ağırlıklandırılmış özsermaye değeri çarpan analizine göre 406.159.726 TL olarak hesaplanmıştır. Bu analize göre pay başına değer 10,2 TL'ye tekabül etmektedir.

Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
Yurt İçi Benzer Şirket Medyanı	%50	
Özsermaye Değeri		244.230.562
Pay Başına Değer		6,1
Yurt Dışı Benzer Şirket Medyanı	%50	
Özsermaye Değeri		161.929.164
Pay Başına Değer		4,0
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		406.159.726
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		10,2

Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi)

İNA Analizi bir şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemi olup bu serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve nakit pozisyonun da eklenmesi ile oluşan değeri, şirketin özsermaye değeri olarak kabul eder. Şirket'e ait ilerleyen dönemler içerisinde oluşacağı tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) değerleri ve ilgili açıklamaları tabloda verilmiştir.

AOSM	2022 T	2023 T+
Risksiz Getiri Oranı	%17,7	%17,7
Şirket Risk Primi	%2,0	%2,0
Beta	1	1
Piyasa Risk Primi	%6,0	%6,0
Özkaynak Maliyeti	%25,7	%25,7
Borç Maliyeti	%43,0	%26,8
Borç Maliyeti (1-Vergi)	%33,1	%21,4
Hedef Borç Ağırlığı	%55	%55
Özkaynak Ağırlığı	%45	%45
AOSM	%29,7	%23,4

Şirket'in ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti çalışmanın tamamına hâkim olan muhafazakâr bakış açısıyla 2022 yılı için %29,7, 2023 yılı ve sonrası için %23,4 olarak hesaplanmıştır.

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması hâlinde farklı özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir.

İndirgenmiş Nakit Akışları – TL	2022 T	2023 T	...	2032 T
Satış Gelirleri	841.225.256	1.305.145.788	...	2.738.983.056
<i>Satış Gelirleri Büyüme Oranı (%)</i>	%92,1	%55,1	...	%7,8
Satılan Mal Maliyeti	647.558.776	1.003.895.743	...	2.125.967.197
Brüt Kâr	193.666.480	301.250.045	...	613.015.859
<i>Brüt Kâr Marjı (%)</i>	%23,0	%23,1	...	%22,4
Faaliyet Kârı	124.705.030	194.473.318	...	383.415.966
Faaliyet Kâr Marjı (%)	%14,8	%14,9	...	%14,0
Amortisman	5.288.109	6.870.931	...	28.842.121
FAVÖK	129.993.139	201.344.249	...	412.258.087
FAVÖK Marjı (%)	%15,5	%15,4	...	%15,1
Vergi Oranı	%23	%20	...	%20
- Vergi	28.682.157	38.394.664	...	76.683.193
- Yatırım Harcamaları	15.345.264	23.807.900	...	49.963.333
+/- İşletme Sermayesi Değişimi	87.771.558	156.253.917	...	68.677.423
Firma Serbest Nakit Akışları	(1.806.850)	(17.612.231)	...	216.931.137
Firma Serbest Nakit Akışları Marjı (%)	-%0,2	-%1,3	...	%7,9
AOSM	%29,7	%23,4	...	%23,4
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	(1.671.924)	(13.414.641)	...	24.942.755
Σ İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	349.268.733			
Uç Değer Büyüme Oranı (%)	%4			
İndirgenmiş Uç Değer	133.140.124			
Firma Değeri	482.398.857			
+ Nakit	22.210.016			
- Borç	141.924.500			
Özkaynak Değeri	362.684.373			
Pay Değeri	9,1			

Sonuç

Şirket'in değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 384.422.049 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 40.000.000 TL olan Şirket'in halka arz payına başına değeri 9,61 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İndirgenmiş Nakit Akışları	%50	362.684.373
Piyasa Yaklaşımı – Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları	%25	488.461.124
Piyasa Yaklaşımı – Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları	%25	323.858.327
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	%100	384.422.049
Pay Adedi		40.000.000
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri		9,61 TL

%20 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 307.537.639 TL, pay başına değer ise virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanarak 7,69 TL olarak hesaplanmıştır.

Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL)	30.06.2022 – Son 12 Ay
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	384.422.049
Halka Arz İskontosu	%20
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri	307.537.639
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	40.000.000
Halka Arz Pay Başına Değer	7,69 TL

6. GÖRÜŞ

Şirket için Gedik Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit raporunun kapsamlı ve anlaşılabilir olduğu kanaatindeyiz.

İNA değerlendirme yaklaşımına %50 ağırlık verilmiştir. Analizi için 2022-2032 dönemine ilişkin projeksiyon yapılmasını yatırımcıya geniş bir çerçevede değerlendirme yapmasını sağlaması açısından makul buluyoruz. İNA'da 2032 sonrasında uç büyüme % 4 olarak kullanılmıştır. Analize göre, öz kaynak değerinin sadece %27,6'sı uç değerden gelmektedir. Bunu ihtiyatlılık açısından olumlu olarak görüyoruz.

Şirketin FAVÖK hesabında diğer faaliyet gelir/giderlerinin dikkate alınmamasını makul karşıyoruz. Her ne kadar geçmişte özellikle ticari borç kaynaklı aleyhte kur farkları oluşmuşsa da Şirketin satışlarının yurt dışı ağırlığının artması ile net yabancı pozisyonunda da olumlu gerçekleştirmeler ara dönem mali tablosunda görülmektedir. Şirketin 2022 ve 2023'deki büyüme projeksiyonuna bağlı olarak sırasıyla %92 ve %55'lik büyüme beraberinde işletme sermayesi ihtiyacını da artırmakta ve bu nedenle serbest nakit akışı eksi yönde kalmaktadır. Halka arz ile sağlanacak kaynak girişinin özellikle bu açıdan değer katacağını belirtmek isteriz.

İNA Analizi için kullanılan varsayımlar ve projeksiyonlar açık ve net bir şekilde açıklanmış olmakla birlikte söz konusu varsayımların farklılaşması halinde Şirket Değerinin de değişebileceğini hatırlatmak isteriz.

“Piyasa Çarpanları Analizi” yurt dışı benzer ve yurt içi BİST Gıda Endeksi seçilmiş şirketlerin FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanlarının medyanına göre özsermaye değerleri hesaplanmıştır. Şirket ana pazarda işlem göreceğinden seçilmiş ana Pazar çarpanlarının da tablo olarak paylaşılması yerinde olacaktır.

Özsermaye değeri hesaplanırken, yurt içi benzer şirketlere göre 488 milyon TL yurt dışı benzer şirketlere göre ise 324 milyon TL özsermaye değerlerine ulaşılmıştır. İhtiyatlılık gereği yüksek çıkan yurt içi benzer şirket yaklaşımına daha düşük ağırlık verilmiş olsaydı bile ulaşılabilecek özsermaye değeri %20’lik halka arz iskontosu uygulandığında tabloyu değiştirmeyeceğini belirtmek isteriz.

Şirket rekabetçi bir alanda faaliyet göstermektedir ve faaliyetlerin önemli bir kısmı doğa şatlarına bağlıdır. Balık yemi yapımında kullanılan hammaddeler büyük oranda yurt dışından sağlanmaktadır. Şirketin yaklaşık özkaynakları kadar net finansal borcu bulunmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizleri Yöntemlerine göre hesaplanan özkaynak değerine uygulanan %20 halka arz iskontosu ile hesaplanan 7,69 TL pay başına değeri, yukarıda ifade ettiğimiz çekincelerimiz saklı kalmak kaydıyla makul bulmaktayız.

Bu rapor, Piramit Menkul Kıymetler tarafından sadece raporun ilk kısmında yer verilen amaç doğrultusunda hazırlanmıştır. Hiç bir şekilde bir yatırım önerisi veya halka arza katılmasına dair bir teklif veya referans olarak alınmamalıdır. Yatırımcılar, yatırım kararlarını, Şirket izahnamesini inceleyerek vermelidirler.