

## ‘Fiyat Tespit Raporu’ Değerlendirme Analiz Raporu

21/11/2022

## Özsu Balık Üretim A.Ş.

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 no’lu Pay Tebliği’nin 29.maddesine istinaden Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin hazırladığı Özsu Balık Üretim A.Ş. halka arz fiyat tespit raporunun yöntem, içerik ve varsayımları itibarıyla analiz edilip, değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Özsu Balık Üretim A.Ş.’nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

## ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Şirket deniz ve su ürünleri üretimi sektöründe faaliyet göstermekte olup 1995 yılında kurulmuştur. Şirket bünyesinde 30 Haziran 2022 itibarıyla toplamda 110 çalışanı bulunmaktadır. Çalışanların 89’u mavi yakalı, 21’i ise beyaz yakalı personeldir.

Şirket’in merkezi İzmir Konak’da yer almakta olup, üretim faaliyetlerini ise İzmir’in Urla ilçesinde yer alan 102 adetlik ağ kafeslerde sürdürmektedir. Şirket’in halihazırda 5900 ton/yıl kapasiteli 4 adet su ürünleri yetiştiriciliği belgesi mevcuttur. Şirket bu lisanslar ile tedarik ettiği yavru balıkların üretimi ve satışlarını gerçekleştirmektedir. Şirket, ek olarak balık yemi yapımında kullanılan balık unu, balık yağı ve balık yemi katkı maddesi ticareti de yapmaktadır.

Şirketin yurtdışındaki satış faaliyetlerini gerçekleştirebilmesi amacıyla, İngiltere’de kurulu Ozsu Fish UK Limited ve Hollanda’da kurulu Ozsu Fish EU B.V. unvanlı bağlı ortaklıkları mevcuttur. Ayrıca şirketin balık yemi üretimi konusunda faaliyet gösteren Unifeed Su Ürünleri Yem Sanayi ve Ticaret A.Ş. isimli bir bağlı ortaklığı bulunmaktadır. Şirket, Almanya’ya direkt satış kanalıyla satış yaparken, diğer Avrupa ülkelerine olan satışlarını bağlı ortaklıkları vasıtasıyla yapmaktadır.

Şirket’in 40.000.000 TL nominal tutardaki mevcut sermayesinin %90’ı Şemsettin Kavalı’ya, %10’u ise Hasan Taygan’a aittir.

Halka arz kapsamında tamamı sermaye artışı olmak üzere 20.000.000 TL nominal tutarlı B grubu payların ihracı ile şirketin sermayesi 60.000.000 TL’ye çıkarılacaktır.

| Halka Arz Öncesi ve Sonrası Sermaye Hakkında Bilgi |                  |                      |        |                   |                      |        |
|----------------------------------------------------|------------------|----------------------|--------|-------------------|----------------------|--------|
| Unvan / Adı Soyadı                                 | Halka Arz Öncesi |                      |        | Halka Arz Sonrası |                      |        |
|                                                    | Grubu            | Nominal Sermaye (TL) | (%)    | Grubu             | Nominal Sermaye (TL) | (%)    |
| Şemsettin Kavalı                                   | A                | 9,000,000            | 22.50  | A                 | 9,000,000            | 15.00  |
| Şemsettin Kavalı                                   | B                | 27,000,000           | 67.50  | B                 | 27,000,000           | 45.00  |
| Hasan Tayan                                        | A                | 1,000,000            | 2.50   | A                 | 1,000,000            | 1.67   |
| Hasan Taygan                                       | B                | 3,000,000            | 7.50   | B                 | 3,000,000            | 5.00   |
| Halka Açık Kısım                                   | -                | -                    | -      | B                 | 20,000,000           | 33.33  |
| Toplam                                             |                  | 40,000,000           | 100.00 |                   | 60,000,000           | 100.00 |

## HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Özsu Balık Üretim A.Ş. halka arzında sermaye artırımını kapsamında 20,0 milyon adet pay satışı yapılması planlanmaktadır. Halka açıklık oranının %33,33 seviyesinde olması beklenmektedir.

Halka arz fiyatı hisse başına 7,69 TL olarak açıklanmıştır. Halka arz için talep toplama 22-23 Kasım tarihlerinde gerçekleştirilecektir.

Şirket, halka arzdan beklenen gelirin %20-25'inin bağlı ortaklık Unifeed bünyesinde yapılacak sermaye artırımının finansmanında, %20-25'inin işletme sermayesi ihtiyacının karşılanmasında, %50-55'inin ise finansal borçların ödenmesinde kullanılacağını belirtmiştir.

## Halka Arz Verileri & Arz Yapısı

|                                 |                                                                                                                                                       |
|---------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Şirket                          | Özsu Balık Üretim A.Ş.                                                                                                                                |
| Halka Arz Şekli                 | Sermaye Artırımı                                                                                                                                      |
| Halka Arz Yöntemi               | "Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi"                                                                                                        |
| Halka Arz Edilecek Hisseler     | Sermaye Artırımı: 20.000.000 TL nominal değerli paylar                                                                                                |
| Sermaye                         | 60.000.000 TL nominal                                                                                                                                 |
| Halka Açıklık Oranı             | %33,33                                                                                                                                                |
| Halka Arz Fiyatı                | 7,69 TL                                                                                                                                               |
| Halka Arz Büyüklüğü             | 153.800.000 TL                                                                                                                                        |
| Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri | 461.400.000 TL                                                                                                                                        |
| İşlem Görme Yeri                | Borsa İstanbul A.Ş.                                                                                                                                   |
| Fiyat İstikrarı                 | BİST'te işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 gün süre ile yapılması planlanmaktadır.                                                      |
| Satmama Taahhüdü                | Şirket ve mevcut ortaklar için 1 yıl.                                                                                                                 |
| Tahsisat Grupları               | Sabit Fiyatlı Talep Toplama ve Satış yöntemine göre paylar satışa sunulacağı için herhangi bir yatırımcı grubuna tahsisat ve dağıtım yapılmayacaktır. |
| Talep Toplama Tarihleri         | 22-23 Kasım 2022                                                                                                                                      |

Kaynak: Şirket, Lider Aracı Kurum

## Faaliyetler :

Şirket, Tarım ve Orman Bakanlığı'ndan aldığı 4 adet su ürünleri yetiştiriciliği belgesi ile tedarik ettiği yavru balıkların üretimi ve satışını yapmaktadır. Şirket, 2-3 gram iken aldığı yavru çipura ve levrek cinsi balıkların yetiştiriciliğini yaparak satmaktadır. Çipuranın nihai ürün haline gelmesi 15 ay, levrek cinsi balıkların nihai ürün haline gelmesi için 18 ay beklenmesi gerekmektedir. Yavru balıklar tesislere alındıktan sonraki ilk 10 gün içerisinde ortalama olarak %3-5 aralığında kayıp yaşanmaktadır. Tüm yetiştirme döneminde ise çipurada %12-17 arasında; levrekte ise %15-20 arasında kayıp yaşanabilmektedir.

Şirketin balık yetiştiriciliği yapmak için kullandığı 102 adet ağ kafesi vardır. Şirketin 4 lisansının toplam kapasitesi 5900 ton/yıl'dır ve bu lisansların en erken sonlanacak olanı 2026 Eylül, en geç sonlanacak olanı ise 2028 Eylül döneminde sonlanacaktır. Şirket bu kapsamda toplamda 230 dekarlık deniz yüzeyinde kafeslerini yerleştirmiştir. Tarım ve Orman Bakanlığı'na bu yüzeyler için ödenen kira bedelleri yıllık olarak ÜFE'ye endeksli olarak ödenmektedir.

Şirket, sahip olduğu kuluçkahaneyi, aynı sektörde faaliyet gösteren ve ilişkili taraf olmayan İlknak Su Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye kiralamıştır. Kira bedeli olarak herhangi bir nakit akışı yaratmayan işlem, İlknak'ın aylık üretiminin %25'ini şirkete vermesi suretiyle tahsil edilmektedir. Dolayısıyla şirket, yavru balık alımlarını bu şekilde İlknak'tan karşılamaktadır. Şirket'in satın aldığı yavru balık miktarının İlknak'ın kira bedelini aşması durumunda ek ödeme İlknak'a ödenmektedir.

Şirket, üretmiş olduğu balıkların büyük bir bölümünü yurtdışına ihraç etmektedir. Yurtdışındaki ana ihraç pazarları Avrupa bölgesi olup, Almanya haricindeki satışlarının tümünü İngiltere ve Hollanda'da kurulu olan bağlı ortaklıkları üzerinden gerçekleştirmektedir. 2022'nin ilk 6 aylık dönemi içerisinde şirketin toplam satışları içerisindeki yurtdışı satışların payı %64.5'dur.

Şirket, yem olarak kullanmak üzere, genellikle Karadeniz kıyısı ülkelerinden olmak üzere balık unu, balık yağı ve yem katkı maddeleri ithal ediyor, kendi formülleri ile yurtiçinde faaliyet gösteren yem üretim tesislerinde üretiyor ve balık yetiştiriciliğinde kullanıyor. İthal etmiş olduğu bu ürünlerden kendi kullanımını aşan miktarın ise yurtiçinde satışını yapmaktadır.

Şirketin yurtiçi satışlarının tamamına yakını balık unu, balık yağı ve yem katkı maddelerinden oluşurken, yurtdışı satışlarının tamamı ise yetiştirdiği balıkların satışlarıdır. 2022'nin ilk 6 aylık döneminde balık satışlarının toplam satış gelirlerindeki payı %76.44; diğer ürünlerin payı ise %24.56'dır.

| Milyon TL               | 2022/06      | 2021         | 2020         | 2019         |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Balık Satışları         | 291.0        | 287.0        | 144.7        | 176.7        |
| Diğer                   | 90.0         | 151.6        | 98.3         | 85.3         |
| <b>Toplam</b>           | <b>381.0</b> | <b>438.6</b> | <b>243.0</b> | <b>262.0</b> |
| Balık Satışlarının Payı | 76%          | 65%          | 60%          | 67%          |

| Milyon TL                | 2022/06      | 2021         | 2020         | 2019         |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Yurtiçi Satışlar         | 135.2        | 211.2        | 157.9        | 174.4        |
| Yurtdışı Satışlar        | 245.8        | 227.4        | 85.1         | 87.6         |
| <b>Toplam</b>            | <b>381.0</b> | <b>438.6</b> | <b>243.0</b> | <b>262.0</b> |
| Yurtdışı Satışların Payı | 65%          | 52%          | 35%          | 33%          |

Şirket, yem konusundaki dışa bağımlılığının önüne geçmek ve sürdürülebilir tedarik konusunda gelişme göstermek amacıyla Unifeed Su Ürünleri Yem Sanati ve Ticaret A.Ş. firmasının yarısını devralmıştır. İnşaatı devam eden Unifeed fabrikasının inşasının 2022 yılının son çeyreğinde tamamlanması ve aynı dönemde faaliyete geçmesi planlanmaktadır.

## Finansal Durum

| Gelir Tablosu TL                                | 2019              | 2020              | 2021               | 2021/06           | 2022/06            | Son 12 Ay          |
|-------------------------------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| Hasılat                                         | 260,975,383       | 242,587,050       | 437,944,341        | 185,275,725       | 379,715,713        | 632,384,329        |
| Satışların Maliyeti (-)                         | 216,751,786       | 192,024,409       | 325,333,393        | 139,300,771       | 277,601,090        | 463,633,712        |
| <b>Brüt Kar</b>                                 | <b>44,223,597</b> | <b>50,562,641</b> | <b>112,610,948</b> | <b>45,974,954</b> | <b>102,114,623</b> | <b>168,750,617</b> |
| Canlı Varlıklar Gerçeğe Uygun Değer Farkları    | 6,769,079         | 1,475,765         | 10,230,648         | 660,837           | 25,502,400         | 35,072,211         |
| Genel Yönetim Giderleri (-)                     | 6,751,236         | 5,261,615         | 9,443,313          | 3,375,879         | 9,111,428          | 15,178,862         |
| Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)       | 11,330,824        | 9,853,845         | 22,518,395         | 9,701,256         | 22,241,010         | 35,058,149         |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler              | 15,986,383        | 29,869,495        | 50,429,704         | 21,198,406        | 75,716,033         | 104,947,331        |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)          | 21,973,337        | 36,931,616        | 96,069,046         | 36,293,057        | 106,474,026        | 166,250,015        |
| <b>Faaliyet Karı</b>                            | <b>26,923,662</b> | <b>29,860,825</b> | <b>45,240,546</b>  | <b>18,464,005</b> | <b>65,506,592</b>  | <b>92,283,133</b>  |
| Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen                  |                   |                   |                    |                   |                    |                    |
| Yatırımların Karlarından / Zararlarından Paylar | -                 | -                 | -                  | -                 | 340,276            | 340,276            |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler               | 60,391            | 312,310           | 528,769            | 519,469           | 2,142,311          | 2,151,611          |
| Yatırım Faaliyetlerinden Giderler               | 11,997            | -                 | -                  | -                 | -                  | -                  |
| Finansal Gelirler                               | 1,683,259         | 4,981,730         | 5,250,831          | 1,930,746         | 4,652,632          | 7,972,717          |
| Finansal Giderler (-)                           | 18,994,247        | 26,568,685        | 32,032,669         | 12,577,944        | 25,840,699         | 45,295,424         |
| <b>Vergi Öncesi Kar</b>                         | <b>9,661,068</b>  | <b>8,586,180</b>  | <b>18,987,477</b>  | <b>8,336,276</b>  | <b>46,801,112</b>  | <b>57,452,313</b>  |
| Vergi Gideri (-)                                | 5,352,864         | 1,143,787         | 10,296,500         | 3,987,904         | 10,826,462         | 17,135,058         |
| <b>Dönem Karı</b>                               | <b>4,308,204</b>  | <b>7,442,393</b>  | <b>8,690,977</b>   | <b>4,348,372</b>  | <b>35,974,650</b>  | <b>40,317,255</b>  |

Kaynak : Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 2019 yılı net satışları 260.975.383 TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında ise yıllık %29.5 YBBO oranı ile 437.944.341 TL'ye ulaşmıştır. Son 12 aylık dönemde ise 632.384.329 TL olarak gerçekleşmiştir. Satışlarda 2020 yılında görülen düşüş, pandemi etkisiyle gerçekleşmiştir.

Satışların maliyeti de net satışlara paralel gerçekleşmiştir. 2019 yılında 216.751.786 TL iken %22.5'luk YBBO ile 2021 yılında 325.333.393 TL olarak gerçekleşmiştir. Son 12 aylık dönemde ise 463.633.712 TL olarak gerçekleşmiştir.

Canlı varlıkların gerçeğe uygun değişim farkları da satışların maliyetine paralel olarak gerçekleşmiş, 2019-2021 arasında %23'lük YBBO ile 6.769.079 TL'den 10.230.648 TL'ye ulaşmıştır. Son 12 aylık dönemde ise 35.072.211 TL olarak gerçekleşmiştir.

| Karlılık Göstergeleri (Milyon TL)               | 2019         | 2020         | 2021         | 2022/06      | Son 12 Ay    |
|-------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Satışlar                                        | 261.0        | 242.6        | 437.9        | 379.7        | 632.4        |
| Brüt Kar (Canlı Varlıklar Değer Değişimi Hariç) | 44.2         | 50.6         | 112.6        | 102.1        | 168.8        |
| <b>Brüt Kar Marjı (%)</b>                       | <b>16.9%</b> | <b>20.8%</b> | <b>25.7%</b> | <b>26.9%</b> | <b>26.7%</b> |
| FAVÖK                                           | 28.7         | 38.2         | 84.0         | 71.2         | 122.4        |
| <b>FAVÖK Marjı (%)</b>                          | <b>11.0%</b> | <b>15.7%</b> | <b>19.2%</b> | <b>18.8%</b> | <b>19.4%</b> |
| Net Kar                                         | 4.3          | 7.4          | 8.7          | 36.0         | 40.3         |
| <b>Net Kar Marjı (%)</b>                        | <b>1.7%</b>  | <b>3.1%</b>  | <b>2.0%</b>  | <b>9.5%</b>  | <b>6.4%</b>  |
| Özsermaye                                       | 184.0        | 202.7        | 326.4        | 335.2        |              |
| Net Borç (Nakit)                                | 90.9         | 90.1         | 453.0        | 705.2        |              |

## Bilanço

| Bilanço                                                            |                    |                    |                    |                    |
|--------------------------------------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Varlıklar                                                          | 2019               | 2020               | 2021               | 2022/06            |
| <b>Dönen Varlıklar</b>                                             |                    |                    |                    |                    |
| Nakit ve Nakit Benzeri                                             | 7,730,968          | 3,845,575          | 5,641,762          | 22,210,016         |
| Ticari Alacaklar                                                   | 24,998,412         | 23,556,273         | 34,588,956         | 54,050,124         |
| Diğer Alacaklar                                                    | 17,522             | 1,150,979          | 1,616,215          | 4,152,266          |
| Stoklar                                                            | 2,777,577          | 4,038,473          | 6,680,386          | 21,631,756         |
| Canlı Varlıklar                                                    | 165653767          | 185671735          | 336877072          | 354297714          |
| Peşin Ödenmiş Giderler                                             | 369,472            | 1,074,704          | 689,611            | 1,990,743          |
| Diğer dönen varlıklar                                              | 135,714            | 2,562,368          | 12,694,546         | 2,872,509          |
| <b>Toplam Dönen Varlıklar</b>                                      | <b>201,683,432</b> | <b>221,900,107</b> | <b>398,788,548</b> | <b>461,205,128</b> |
| Canlı Varlıklar                                                    | 36,292,209         | 64,961,125         | 19,664,647         | 48,759,497         |
| Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar                          | -                  | -                  | -                  | 390,276            |
| Kullanım Hakkı Varlıkları                                          | -                  | 833,032            | 678,704            | 545,984            |
| Maddi Duran Varlıklar                                              | 20,566,618         | 20,997,917         | 23,240,140         | 38,564,820         |
| Maddi Olmayan Duran Varlıklar                                      | 122,140            | 111,238            | 184,126            | 165,834            |
| Peşin Ödenmiş Giderler                                             | -                  | -                  | 452,019            | 4,671,898          |
| Ertelenmiş Vergi Varlığı                                           | 759,078            | 1,317,625          | 2,893,788          | 1,664,036          |
| <b>Toplam Duran Varlıklar</b>                                      | <b>57,740,045</b>  | <b>88,220,937</b>  | <b>47,113,424</b>  | <b>94,762,345</b>  |
| <b>Toplam Varlıklar</b>                                            | <b>259,423,477</b> | <b>310,121,044</b> | <b>445,901,972</b> | <b>555,967,473</b> |
| <b>Kaynaklar</b>                                                   | <b>2019</b>        | <b>2020</b>        | <b>2021</b>        | <b>2022/06</b>     |
| <b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>                                   |                    |                    |                    |                    |
| Kısa Vadeli Borçlanmalar                                           | 56,776,703         | 46,523,539         | 63,307,617         | 81,940,588         |
| Uzun Vadeli Borçların Kısa Vadeli Kısımları                        | 17,049,484         | 29,037,203         | 24,057,621         | 31,918,990         |
| Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler                   | -                  | 182,586            | 236,247            | 228,347            |
| Ticari Borçlar                                                     | 83,986,531         | 113,179,254        | 226,271,304        | 257,814,764        |
| Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar                   | 445,304            | 529,869            | 818,701            | 918,872            |
| Diğer Borçlar                                                      | 1,981,332          | 44,310             | 6,066,123          | 1,647,977          |
| Ertelenmiş Gelirler                                                | 2,724,225          | 487,464            | 492,520            | 509,928            |
| Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü                                       | -                  | 1,303,307          | 7,204,687          | 2,841,984          |
| Kısa Vadeli Karşılıklar                                            | 472,711            | 652,091            | 835,373            | 875,643            |
| Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler                                    | 539,764            | 1,091,527          | 7,293,285          | 251,983            |
| <b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>                            | <b>163,976,054</b> | <b>193,031,150</b> | <b>336,583,478</b> | <b>378,949,076</b> |
| <b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>                                   |                    |                    |                    |                    |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar                                           | 23,939,765         | 34,904,126         | 14,832,754         | 28,064,922         |
| Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler                   | -                  | 664,994            | 566,146            | 459,741            |
| Diğer Borçlar                                                      | 20,255,388         | 22,933,901         | 20,481,600         | 27,982,096         |
| Uzun Vadeli Karşılıklar                                            | 905,347            | 1,166,289          | 1,853,912          | 2,403,692          |
| <b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>                            | <b>45,100,500</b>  | <b>59,669,310</b>  | <b>37,734,412</b>  | <b>58,910,451</b>  |
| <b>Özkaynaklar</b>                                                 |                    |                    |                    |                    |
| <b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>                               | <b>50,346,923</b>  | <b>57,420,584</b>  | <b>74,370,550</b>  | <b>120,671,385</b> |
| Ödenmiş Sermaye                                                    | 15,000,000         | 20,000,000         | 20,000,000         | 40,000,000         |
| Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsa | - 822,531 -        | 774,949 -          | 1,252,743 -        | 1,746,402          |
| Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacaklar                      | - 4,748,363 -      | 5,164,677          | 1,377,711          | 7,059,630          |
| Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler                                | 32,505             | -                  | 737,840            | 1,789,783          |
| Geçmiş Yıllar Kar/Zarar                                            | 36,577,108         | 35,917,817         | 45,107,091         | 38,157,064         |
| Net Dönem Kar /Zarar                                               | 4,308,204          | 7,442,393          | 8,400,651          | 35,411,310         |
| <b>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</b>                                 | <b>-</b>           | <b>-</b>           | <b>2,786,468</b>   | <b>2,563,439</b>   |
| <b>Toplam Özkaynaklar</b>                                          | <b>50,346,923</b>  | <b>57,420,584</b>  | <b>71,584,082</b>  | <b>118,107,946</b> |
| <b>Toplam Kaynaklar</b>                                            | <b>259,423,477</b> | <b>310,121,044</b> | <b>445,901,972</b> | <b>555,967,473</b> |

## DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Gedik Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde gelir yaklaşımı ve pazar yaklaşımı (piyasa çarpanları) dikkate alınmıştır.

### İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akışı ("İNA") analizinde kullanılan projeksiyon dönemi 2022-2032 yılları arasını kapsamaktadır.

Paylaşılan projeksiyonlara göre, Şirket'in satışlarının miktar olarak 2022-2024 arasında kafes sayısındaki artışa paralel olarak artacağı, sonrasında sabit kalacağı varsayılmıştır. Fiyatların ise EUR bazında 2023 yılında Avrupa bölge enflasyonu olarak artacağı, sonrasında EUR bazında sabit kalacağı varsayılmıştır. Şirketin sahip olduğu yetiştiricilik belgelerinin ise üretime ara verilmeden yenileneceği varsayılmıştır. Satış gelirleri, miktar projeksiyonları ve EUR fiyat projeksiyonları üzerinden hesaplanıp EUR/TL kur tahminlerine göre TL'ye çevrilmiştir.

| Satış Projeksiyonu (TL) | 2022T       | 2023T         | 2024T         | 2025T         | 2026T         | 2027T         | 2028T         | 2029T         | 2030T         | 2031T         | 2032T         |
|-------------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Net Satışlar            | 841.225.256 | 1.305.145.788 | 1.409.483.422 | 1.580.086.684 | 1.743.183.262 | 1.879.453.549 | 2.026.515.648 | 2.185.042.092 | 2.355.969.444 | 2.540.267.779 | 2.738.983.056 |
| % Büyüme                | 92,1%       | 55,1%         | 8,0%          | 12,1%         | 10,3%         | 7,6%          | 7,6%          | 7,6%          | 7,6%          | 7,8%          | 7,6%          |
| Balık Satışları         | 623.445.613 | 977.831.448   | 1.066.703.136 | 1.195.816.421 | 1.319.248.615 | 1.422.378.557 | 1.533.675.788 | 1.653.649.285 | 1.783.007.843 | 1.922.485.618 | 2.072.874.197 |
| Hacim (kg)              | 6.900.000   | 7.200.000     | 7.500.000     | 7.500.000     | 7.500.000     | 7.500.000     | 7.500.000     | 7.500.000     | 7.500.000     | 7.500.000     | 7.500.000     |
| Ortalama Fiyat (EUR)    | 5,1         | 5,3           | 5,3           | 5,3           | 5,3           | 5,3           | 5,3           | 5,3           | 5,3           | 5,3           | 5,3           |
| Diğer Satışlar          | 217.779.643 | 327.314.340   | 342.780.286   | 384.270.263   | 423.934.647   | 457.074.993   | 492.839.860   | 531.392.807   | 572.961.602   | 617.782.161   | 666.108.859   |

Şirketin brüt kar marjı hesaplamasında Canlı Varlıklar Gerçeğe Uygun Değer Farklarının pozitif etkisi hesaba katılmamıştır. Şirketin satışları EUR bazlı olmasına karşın maliyetlerinin USD bazında olması ve EUR/USD paritesinin düşmesi dolayısıyla brüt kar marjında 2022 yılının ikinci yarısında marjın bir miktar düşeceği varsayılmıştır. Sonraki dönemlerde ise sabit EUR fiyatı ve hacim etkisi ve maliyet enflasyonu ile %22.4 ile %23.1 arasında brüt kar marjları hesaplanmıştır.

Operasyonel giderlerin ise maliyet enflasyonundaki artışa göre yükseleceği varsayılmış ve %8.2-8.4 arasında gerçekleşen bir faaliyet gideri/satışlar oranı hesaplanmıştır. Şirketin FAVÖK marjının ise projeksiyon dönemi boyunca hafif daralacağı varsayılmıştır.

| Satış/Gelir Tablosu Kalemleri (TL) | 2019        | 2020        | 2021        | 2022T       | 2023T         | 2024T         | 2025T         | 2026T         | 2027T         | 2028T         | 2029T         | 2030T         | 2031T         | 2032T         |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Net Satışlar                       | 260.975.383 | 242.587.050 | 437.944.341 | 841.225.256 | 1.305.145.788 | 1.409.483.422 | 1.580.086.684 | 1.743.183.262 | 1.879.453.549 | 2.026.515.648 | 2.185.042.092 | 2.355.969.444 | 2.540.267.779 | 2.738.983.056 |
| % Büyüme                           | -7,0%       | 80,5%       | 92,1%       | 55,1%       | 8,0%          | 12,1%         | 10,3%         | 7,6%          | 7,6%          | 7,6%          | 7,6%          | 7,8%          | 7,8%          | 7,6%          |
| Satışların Maliyeti                | 215.751.786 | 192.024.409 | 325.333.393 | 647.558.776 | 1.003.895.743 | 1.085.491.475 | 1.218.672.745 | 1.345.147.715 | 1.451.738.851 | 1.566.447.813 | 1.680.793.582 | 1.825.009.272 | 1.969.001.959 | 2.125.967.197 |
| Brüt Kar                           | 44.223.597  | 50.562.641  | 112.610.948 | 193.666.480 | 301.250.045   | 322.991.948   | 361.413.939   | 398.035.547   | 427.714.699   | 460.067.835   | 484.248.501   | 530.960.173   | 570.465.820   | 613.015.859   |
| % Brüt marj (Gedik Öngütüsü)       | 16,9%       | 20,8%       | 25,7%       | 23,0%       | 23,1%         | 22,9%         | 22,5%         | 22,5%         | 22,8%         | 22,7%         | 22,6%         | 22,5%         | 22,5%         | 22,4%         |
| Faaliyet Giderleri                 | 18.082.050  | 15.115.460  | 31.981.708  | 68.961.448  | 106.776.727   | 115.982.437   | 130.220.905   | 143.853.376   | 155.511.526   | 168.003.510   | 181.685.357   | 196.437.158   | 212.387.595   | 229.509.993   |
| % Büyüme                           | -           | -16,4%      | 111,5%      | 115,8%      | 54,8%         | 8,6%          | 12,3%         | 10,5%         | 8,1%          | 8,0%          | 8,1%          | 8,1%          | 8,1%          | 8,1%          |
| % Satışlara Oran                   | 6,9%        | 6,2%        | 7,3%        | 8,2%        | 8,2%          | 8,2%          | 8,2%          | 8,3%          | 8,3%          | 8,3%          | 8,3%          | 8,3%          | 8,4%          | 8,4%          |
| FAVÖK                              | 28.717.810  | 38.193.277  | 83.953.122  | 128.983.138 | 201.344.249   | 215.619.238   | 241.761.394   | 266.842.966   | 286.936.479   | 308.549.259   | 331.762.337   | 356.699.513   | 383.486.535   | 412.259.087   |
| FAVÖK Marjı                        | 11,0%       | 15,7%       | 19,2%       | 15,5%       | 15,4%         | 15,3%         | 15,3%         | 15,3%         | 15,3%         | 15,2%         | 15,2%         | 15,1%         | 15,1%         | 15,1%         |

Şirketin işletme sermayesi ihtiyacı, 30.06.2022 itibariyle son 3 yılda gerçekleşen devir hızları sabit kalacak şekilde varsayılarak hesaplanmıştır. Yatırım harcamaları ise yenileme ve bakım onarım yatırımları gereksinimi nedeniyle satışların %2'sine denk gelecek şekilde öngörülmüştür.



İndirgenmiş Nakit Akışı analizinde %17.7 risksiz getiri oranı, %2 risk primi, 1.0 beta ve %6 pay piyasası risk primi varsayımları kullanılmıştır. Borçlanma maliyeti olarak 2022 yılı için %43, sonrası için %26.8 faiz oranı kullanılmış; özkaynak ağırlığı olarak ise %45 oranı kullanılmıştır. Nihai büyüme oranı olarak ise %4 kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akışı analizinde, 2022 ve 2023 yıllarında yatırım harcamaları nedeniyle negatif serbest nakit akışı, 2023 sonrasında ise pozitif serbest nakit akışı hesaplanmıştır. İndirgenmiş Nakit Akışı analizi sonucunda 362.684.373 TL'lik özkaynak değerine ulaşılmıştır.

### Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa çarpanları yönteminde uygulanan varsayımlar, hesaplamalar ve ağırlıklandırmalar genel bir değerlendirme yapmaya uygunlukta açık ve net bir şekilde ifade edilmiştir.

Piyasa çarpanları analizi, değerlemesi yapılacak Şirket'e benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu kapsamda hem Borsa İstanbul'da hem de yurtdışı borsalarda işlem gören benzer şirketler incelenmiştir. İnceleme sonucunda BIST Gıda Endeksinden içecek ve şeker alt sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler ile negatif çarpanı olan ve çarpanlarına göre en yüksek dörtte bir dilimde olan veriler çıkartılarak yurtiçi benzer şirketler medyan değerleri; Yurtdışında işlem gören ve benzer faaliyet gösteren 11 şirketin çarpanı negatif olan ve en yüksek dörtte bir dilimde olan veriler elenerek yurtdışı benzer şirketler medyan değerleri hesaplanmıştır.

Hem yurtiçi hem de yurtdışı benzer şirketler çarpanları ile yapılan değerlemelerde FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanları sırasıyla %20, %40 ve %40 ağırlıklarla kullanılmıştır.

Yurtiçi ve yurtdışı çarpan analizi ile ulaşılan değerler, hem şirketin faaliyet alanına dair bilgi içermesi hem de BIST yatırım şartlarına dair bilgi içermesi amacıyla eşit oranda kullanılmıştır.

Çarpan analizi yönteminde Şirket'in son 12 aylık FAVÖK'ü kullanılmıştır. Son 12 aylık FAVÖK kalemine ulaşmak için, izahnamenin ekinde yer alan 30.06.2022 tarihli konsolide bağımsız denetim raporu dikkate alınmış, canlı varlıklar gerçeğe uygun değer farklarını içermeyen brüt kar ile genel yönetim giderleri, pazarlama satış ve dağıtım giderleri, araştırma ve geliştirme giderleri ve amortisman eklenerek ulaşılmıştır.

Bu doğrultuda son 12 aylık FAVÖK 122.417.967 TL olarak hesaplanmıştır.

| Çarpan Analizi                             | Ağırlık | Sonuç              |
|--------------------------------------------|---------|--------------------|
| <b>Yurt içi Benzer Şirket Medyanı</b>      |         |                    |
| Özsermaye Değeri                           |         | 244.230.562        |
| Pay Başına Değer                           | 50%     | 6,1                |
| <b>Yurt dışı Benzer Şirket Medyanı</b>     |         |                    |
| Özsermaye Değeri                           |         | 161.929.164        |
| Pay Başına Değer                           | 50%     | 4,0                |
| <b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b> |         | <b>406.159.726</b> |
| <b>Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer</b> |         | <b>10,2</b>        |

Çarpan analizi sonucunda 406.159.726 TL'lik özsermaye değerine ulaşılmıştır.

## Değerleme Sonucu

Değerleme çalışması kapsamında İNA yöntemine %50, yurt dışı benzer şirketlere %25, yurt içi benzer şirketlere ise %25 ağırlık verilmiştir. Değerleme çalışması sonucu 9,61 TL olarak hesaplanan Özsu Balık birim pay değerine %20 iskonto uygulanarak 7,69 TL olarak belirlenmiştir.

| Değerleme Sonucu                                      | Ağırlık     | Özkaynak Değeri    |
|-------------------------------------------------------|-------------|--------------------|
| İndirgenmiş Nakit Akışları                            | 50%         | 362.684.373        |
| Piyasa Yaklaşımı - Yurt içi Benzer Şirket Çarpanları  | 25%         | 488.461.124        |
| Piyasa Yaklaşımı - Yurt dışı Benzer Şirket Çarpanları | 25%         | 323.858.327        |
| <b>Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri</b>             | <b>100%</b> | <b>384.422.049</b> |
| Pay Adedi                                             |             | 40.000.000         |
| <b>Ağırlıklandırılmış Pay Değeri</b>                  |             | <b>9,61 TL</b>     |

| Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL)    | 30.06.2022 –<br>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                |
| <b>Halka Arz Pay Başına Değer</b>   | <b>7,69</b>               |
| Sermaye Artırım Oranı               | 50,00%                    |
| Sermaye Artırımı (Pay Adedi)        | 20.000.000                |
| Sermaye Artırımı (TL Tutar)         | 153.800.000               |
| Halka Arz Edilecek Pay Adedi        | 20.000.000                |
| Halka Arz Büyüklüğü                 | 153.800.000               |
| Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri     | 461.400.000               |
| Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye   | 60.000.000                |
| Halka Açıklık Oranı                 | 33,33%                    |

\* Halka Arz Pay Başına Değer virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

## NIHAİ GÖRÜŞÜMÜZ

Fiyat tespit raporunun genel olarak açık ve anlaşılır olduğu, tespit edilen hisse başı fiyatın ise yapılan projeksiyonlara göre makul olduğu gözlenmektedir.

Değerleme metodu olarak, üç farklı yöntemin uygulanması ve çarpan analizinde seçilen benzer şirket gruplarını makul bulmaktayız. İndirgenmiş Nakit Akışı yönteminde kullanılan büyüme oranının Şirket'in büyüme potansiyeline bağlı olarak makul bulmaktayız.

Sonuç olarak, İNA, Piyasa Çarpanı ve Sektör Çarpanı yöntemleri uygulanarak ulaşılan özsermaye değerine ve uygulanan iskonto sonucu ulaşılan 7,69 TL halka arz fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.



## Yatırım Finansman Menkul Değerler

Meclis-i Mebusan Cad. 81 Fındıklı 34427 Beyoğlu/İstanbul

Tel: +90 (212) 317 69 00 Faks: +90 (212) 282 15 50 - 51

### UYARI NOTU:

Bu e-posta mesajı ve ekleri gönderildiği kişi ya da kuruma özeldir ve gizlidir. Hiçbir şekilde üçüncü kişilere açıklanamaz ya da yayınlanamaz. Yetkili alıcılardan biri değilseniz, bu mesajın herhangi bir şekilde ifşa edilmesi, kullanılması, kopyalanması, yayılması veya mesajda yer alan hususlarla ilgili olarak herhangi bir işlem yapılmasının kesinlikle yasak olduğunu bildiririz. Eğer mesajın alıcısı veya alıcısına iletmekten sorumlu kişi değilseniz lütfen mesajı sisteminizden siliniz ve göndereni uyarınız. Gönderen ve Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş., bu mesajın içerdiği bilgilerin doğruluğu, güncelliği ve eksiksiz olduğu konusunda bir garanti vermemektedir, içerik Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından her zaman değiştirilebilir. Bu e-posta yer alan bilgiler "Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş." tarafından genel bilgilendirme amacı ile her türlü veri, yorum ve değerlendirmeler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklara dayanılarak hazırlanmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan içerik, yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu e-posta içeriğinde yer alan çeşitli bilgi ve görüşlere dayanarak yapılacak ileriye dönük yatırımlar ve ticari işlemlerin sonuçlarından ya da ortaya çıkabilecek zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Mesajın içeriğinden, iletilmesinden, alınmasından, saklanmasından, gizliliğinin korunamamasından, virüs içermesinden ve sisteminizde yaratabileceği zararlardan Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Yatırım Finansman bu mesajın içeriği ve ekleri ile ilgili olarak hukuki açıdan herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Teşekkür ederiz.

### Hizmet Noktalarımız

|                |                     |        |                     |
|----------------|---------------------|--------|---------------------|
| Genel Müdürlük | +90 (212) 317 69 00 | Merkez | +90 (212) 334 98 00 |
| Antalya        | +90 (242) 243 02 01 | Ankara | +90 (312) 417 30 46 |
| Ulus           | +90 (212) 263 00 24 | Bursa  | +90 (224) 224 47 47 |
| Caddebostan    | +90 (216) 302 88 00 | İzmir  | +90 (232) 441 80 72 |
| Samsun         | +90 (362) 431 46 71 | Bodrum | +90 (252) 999 14 04 |