



BOĞAZIÇI BETON

Boğaziçi Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.
FİYAT TESPİT RAPORU
Mayıs 2021



Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akad. Mah. Ebulula Nardin Cad. Park Maya Sitesi
F2 Blok Kat:1 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tic. Sic. No: 273255/77 Fax: 0(212) 352 38 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8369
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

İçindekiler

1. Yönetici Özeti	4
2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler	6
2.1. Kuruluş ve Önemli Kilometre Taşları	6
2.1.1. Kuruluş	6
2.1.2. Önemli Kilometre Taşları	6
2.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı	7
2.3. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler	8
2.3.1. Faaliyet Konusu	8
2.3.2. İş Modeli	8
2.3.3. İş Kolları	10
2.3.3.1. Hazır Beton Üretim ve Satışı	10
2.3.3.2. Agregada Madencilik, Üretimi ve Satışı	12
2.3.3.3. İnşaat Malzemeleri Ticaret ve Satış Faaliyetleri	14
2.3.4. Büyüme Desteklemesi Beklenen Unsurlar	14
2.3.4.1. Marka Bilinirliği ve Geniş Müşteri Portföyü	14
2.3.4.2. Potansiyel Yeni Projelerle Artan Hazır Beton Talebi	14
2.3.4.3. Modern Araç Parkı ve Yaygın Beton Santrali Ağı	15
2.3.4.4. Agregada Madencilik ile Yükselen Operasyonel Kârlılık	16
2.3.5. Finansal Veriler	16
2.3.5.1. Gelir Tablosu	16
2.3.5.1.1. Hasılat	17
2.3.5.1.2. Kârlılık	18
2.3.5.2. Bilanço	21
2.3.5.2.1. Mali Yapı	23
2.3.5.2.2. Likidite	24
3. Sektörel Bilgiler	25
3.1. Dünya & Türkiye Hazır Beton Sektörü	25
3.2. Dünya & Türkiye Agregada Sektörü	30
4. Değerleme	33
4.1. Değerleme Yöntemleri	33
5. Ekler	38
5.1. EK - 1 - Benzer Şirketlerin Bilgileri	38
5.2. EK - 2 - Benzer Şirketlerin Çarpanları	39
5.3. EK - 3 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)	40

5.4.EK - 4 - Hazır Beton Üretim Süreci Diyagramı	45
5.5 EK - 5 - Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı	46
5.6 EK - 6 - Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı.....	47
5.7 EK - 7 - Lisans Belgeleri.....	48

Kısaltmalar ve Tanımlar

AB	:	Avrupa Birliği
ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
AGÜB	:	Agrega Üreticileri Birliği
AR-GE	:	Araştırma ve Geliştirme
A.Ş.	:	Anonim Şirketi
Boğaziçi Beton, Şirket	:	Boğaziçi Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Bkz.	:	Bakınız
Cad.	:	Cadde
Covid-19	:	Yeni Koronavirüs Hastalığı
ERMCO	:	European Ready Mixed Concrete Organization
F/K	:	Fiyat/Kazanç
FAVÖK	:	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
FD	:	Firma Değeri
GYO	:	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
İNA	:	İndirgenmiş Nakit Akımları
İnş. San. Ve Tic.	:	İnşaat Sanayi ve Ticaret
İ.T.Ü.	:	İstanbul Teknik Üniversitesi
KİPTAŞ	:	İstanbul Konut İmar Plan San. Ve Tic. Anonim Şirketi
m3	:	metreküp
m3/h	:	metreküp/saat
Mah.	:	Mahalle
No	:	Numara
PD/DD	:	Piyasa Değeri/Defter Değeri
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
SPL	:	Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.
T.C.	:	Türkiye Cumhuriyeti
TÜRKÇİMENTO	:	Türkiye Çimento Sanayicileri Birliği
THBB	:	Türkiye Hazır Beton Birliği
TL	:	Türk Lirası
TOKİ	:	Toplu Konut İdaresi Başkanlığı
TSEN	:	Standard Detayı
TÜİK	:	Türkiye İstatistik Kurumu
UDS	:	Uluslararası Değerleme Standartları
UEPG	:	Avrupa Agregası Birliği
ÜFE	:	Üretici Fiyat Endeksi
Vakıf Yatırım	:	Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Vb.	:	Ve benzeri

1. Yönetici Özeti

17.05.2021 tarihli bu rapor, Ayazağa Kemerburgaz Yolu Cad. No:53, 34396 Sarıyer/İstanbul, Türkiye adresinde mukim Boğaziçi Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile Akat Mah. Ebulula Mardin Cad. No: 18 Park Maya Sitesi F2/A Blok Beşiktaş, İstanbul, Türkiye adresinde mukim Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. arasında 01.12.2020 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Sözleşmesi ve 09.04.2021 tarihinde imzalanmış olan Fiyat Tespit Raporu Sözleşmesi gereği Şirket'in özsermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespit amacıyla hazırlanmıştır.

Şirket ile halka arzda Konsorsiyum Lideri olarak görev alan Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. arasında çıkar çatışması veya herhangi bir menfaat çatışması bulunmamaktadır. Vakıf Yatırım ve Şirket arasında herhangi bir sermaye ilişkisi yoktur. Vakıf Yatırım'ın halka arz işlemi nedeniyle elde edeceği aracılık komisyonu haricinde doğrudan ya da dolaylı olarak halka arzın başarısına bağlanmış bir ekonomik çıkarı bulunmamaktadır.

Şirket Özeti:

Boğaziçi Beton, hazır beton sektöründe faaliyet göstermekte olup Şirket'in ana faaliyet alanı hazır beton ve elemanlarının imalatı, üretimi, alımı, satımı ve taşımasıdır. Hazır beton üretimi ve satışı amacı ile 2003 yılında tek hazır beton santrali ile kurulan Şirket, ilerleyen yıllarda yeni hazır beton santralleri açmak sureti ile İstanbul ilinde faaliyet alanını genişletmiş olup 21 farklı noktada, toplam 30 adet sabit ve mobil hazır beton santrali ile hazır beton üretimi ve satışı gerçekleştirmektedir.

Boğaziçi Beton, hazır beton üretimi ve ticaretinin yanında, 2014 yılı Mayıs ayında imzalamış olduğu rödovans sözleşmesi kapsamında; tüm üretim hakları Şirket'e ait olacak şekilde; maden ocağı işletmeciliği yapmaktadır. Şirket, bu çerçevede agrega, mermer, taş, kireç, kil çıkartılması, satın alınması, işletilmesi, satılması, madenlerin kiraya verilmesi, taş kırma işleri ve taştan kum imal edilmesi faaliyetlerini de gerçekleştirmektedir. Üretimi yapılan agrega hem hazır beton üretiminde kullanılmakta hem de piyasaya satılmaktadır.

Şirket, hazır beton ve agrega üretimi faaliyetlerine ek olarak inşaat malzemeleri pazarında da ticari faaliyetler yürütmekte olup özellikle çimento, tuğla, demir, kiremit, asmolen, ateş tuğlası, fırınlanmış kum vb. ürünlerin alım ve satım faaliyetlerini gerçekleştirmektedir.

Proje Ekibi:

Değerleme çalışması, Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma, Kurumsal Finansman ve Yatırım Danışmanlığı Departmanlarından sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Sn. Sezai Şaklaroğlu tarafından yönetilen konusunda uzman çalışma ekibi tarafından yürütülmüştür. Proje Ekibi üyeleri, SPK mevzuatları uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli bilgi birikimine sahip olup, toplamda 20 yılı aşkın tecrübeye sahiptir.

Sezai Şaklaroğlu, Araştırma, Kurumsal Finansman ve Yatırım Danışmanlığı Departmanlarından sorumlu Genel Müdür Yardımcısı, 20 yıllık sermaye piyasaları kariyerinde pek çok kurumda Araştırma, Strateji ve Kurumsal Finansman uzmanı olarak çalışmıştır. Bu süreç içinde finans ve finans dışı pek çok sektöre yönelik analiz değerlendirme ve raporlama süreci içinde olan Şaklaroğlu, Kurumsal Finans faaliyetleri kapsamında birçok halka arz birleşme ve satın alma ve özelleştirme danışmanlık sürecinde aktif görev almıştır. Marmara Üniversitesi'nde lisans öğrenimini Sermaye Piyasası alanında dereceyle bitiren ve Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü'nde Bankacılık Anabilim Dalı'nda Yüksek Lisansını tamamlayan Sezai Şaklaroğlu, SPK Düzey 3 Lisansı, Türev Araçlar Lisansı ve Kredi Derecelendirme Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 lisans, sicil no. 201576).

Selahattin Aydın, Araştırma ve Strateji Müdürü, çalışma hayatına Şeker Yatırım Menkul Değerler bünyesinde başlayan analist Selahattin Aydın, 2016 yılına kadar araştırma bölümünde görev almış, 2016 yılı ocak ayı itibariyle Vakıf Yatırım Araştırma ve Strateji Bölümü'ne dahil olmuştur. Selahattin Aydın, Marmara Üniversitesi Sermaye Piyasası Bölümü'nden Lisans derecesine sahip olup, SPK İleri Düzey ve Türev Araçları Lisanslarına sahiptir. (SPL Düzey 3 lisans, sicil no. 201598, Türev Araçlar lisans, sicil no. 307597)

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının, SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak 4.1 no.'lu başlıkta yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler, Şirket adına Consulta Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik Anonim Şirketi tarafından hazırlanan 31 Aralık 2018, 31 Aralık 2019 ve 31 Aralık 2020 tarihli bağımsız denetim raporları, Şirket Yönetim Sunumları, THBB ve AGÜB Raporları ve İstatistikleri, kamuya açık olan diğer kaynaklardan edinilen bilgiler ve Vakıf Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Vakıf Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerin doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmektedir.

Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik ilkeler ve sınırlamalar:

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Vakıf Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Değerleme çalışmasında kullanılan yaklaşımlar ve yöntemler değerlemenin amacına uygun şekilde değerlendirilmiş ve belirlenmiştir.
- Vakıf Yatırım, değerlemede kullanılan analiz verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (Bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Bilgi ve belgeye ulaşılması mümkün değilse değerlendirildiğinde bariz şekilde aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Vakıf Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını taahhüt edememektedir. Vakıf Yatırım tarafından projeksiyon dönemine ait verilerin oluşturulmasında, Şirket'in geçmiş faaliyet ve finansal sonuçları ile gelecek yıllara ilişkin beklentileri dikkate alınmıştır. Vakıf Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

Halka Arz Fiyatının Tespit Edilmesinde Kullanılan Yöntemler:

Boğaziçi Beton'un halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen değerlendirme yaklaşımlarından *Maliyet Yaklaşımı*, *Gelir Yaklaşımı*, *Pazar Yaklaşımı* yöntemleri dikkate alınmıştır. Boğaziçi Beton'un halka arz değer tespitinde *Pazar Yaklaşımı* dikkate alınarak bu yaklaşıma istinaden *Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi* kullanılmıştır. Raporun, Değerleme Yöntemleri bölümünde ifade edilen gerekçelerle, halka arz değer tespitinde *Gelir Yaklaşımı* kapsamında *İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi* dikkate alınmış ve bilgi amaçlı olarak EK 5.3'de paylaşılmış ancak halka arz değer tespitinde kullanılmamıştır.

Söz konusu değerlendirme metodolojisi, sektörün ve Şirket'in belirli özelliklerine uygun olarak seçilmiştir. Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında uygulanan çarpan analizinde, Firma Değeri(FD)/Satışlar ve Firma Değeri(FD)/FAVÖK çarpanları dikkate alınmış olup FD/SATIŞLAR Çarpan Analizi yöntemine %30, FD/FAVÖK Çarpan Analizi yöntemine %70 ağırlık verilerek Boğaziçi Beton'un değer tespitinde 1.164,3 Milyon TL halka arz iskontosu öncesi özsermaye değerine ulaşılmıştır. BŞirket'in mevcut çıkarılmış sermayesine göre halka arz iskontosu öncesi birim pay değeri 4,16 TL'dir. Bu değer üzerinden uygulanan %15,8 halka arz iskontosu sonrası halka arz birim pay değeri 3,50 TL olarak belirlenmiştir. Ulaşılan bu fiyata göre halka arzın büyüklüğü 399 Milyon TL olup halka arz sonrası Şirket'in çıkarılmış sermayesi 380 Milyon TL'ye ulaşacak ve halka açıklık oranı %30 olacaktır.

Tablo 1: Değerleme Sonucu

Boğaziçi Beton (Milyon TL)	Ağırlık (%)	Şirket Değeri
Çarpan Analizi FD/SATIŞLAR	30,00%	988,3
Çarpan Analizi FD/FAVÖK	70,00%	1.239,7
Değerleme Sonucu		1.164,3
Halka Arz İskontosu Öncesi Birim Hisse Fiyatı (TL)		4,16

Kaynak: Vakıf Yatırım

Tablo 2: Halka Arz İskontosu Sonrası Fiyat

Boğaziçi Beton Halka Arz İskontosu Öncesi Öz sermaye Değeri (Milyon TL)	1.164,3
Halka Arz İskontosu (%)	15,8
Halka Arz İskontosu Sonrası Öz sermaye Değeri (Milyon TL)	980,3
Halka Arz İskontosu Sonrası Birim Hisse Fiyatı (TL)	3,50

Kaynak: Vakıf Yatırım

Buna göre 1 TL nominal değerli pay başına halka arz fiyatının 3,50 TL olmasını makul buluyoruz.

2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

2.1. Kuruluş ve Önemli Kilometre Taşları

2.1.1. Kuruluş

İlk temelleri 1997 yılında atılan Boğaziçi Beton, 1997 yılından 2003 yılına kadar Set Beton'a üretim ve nakliye pompalama taşeronluğu faaliyetleri gerçekleştirmiş, 2003 yılında ise 100.000 TL sermaye ile İstanbul ili, Kağıthane ilçesinde Zengin Ailesi tarafından kurulmuştur. Şirket'in rapor tarihi itibari ile dört gerçek kişi ortağı bulunmaktadır. Gerçek kişi ortaklar Abdurrahim Zengin (%40), Ertan Zengin (%40), Ayşe Zengin (%19) ve Suat Zengin'dir (%1). Şirket, 12.11.2003 tarihinde İstanbul Ticaret Sicili'ne tescil edilmiş olup süresiz olarak kurulmuştur.

2.1.2. Önemli Kilometre Taşları

2003 - Şirket, Boğaziçi Beton Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi unvanı ile 12.11.2003 tarihinde 100.000 TL sermaye ile İstanbul ili, Kağıthane ilçesinde kurulmuştur.

2006 - İstanbul Ayazağa'da 2 adet 432.000 m3 kapasiteli olmak üzere, Akdağlar Sabit Hazır Beton Santrali kurulmuştur.

2007-2008 - İstanbul Üskümrüköy'de 1 adet 201.600 m3 kapasiteli sabit hazır beton santrali kurulmuş ve yine 2007 yılında Aşçıoğlu Süleyman Seba Projesi ile Şirket ilk yüksek katlı konut projesini gerçekleştirmiştir. 2008 yılında ise İstanbul Ayazağa Merkezde 1 adet 249.600 m3 kapasiteli sabit hazır beton santrali kurulmuştur.

2009 - İstanbul Yenibosna'da 2 adet 403.200 m3 kapasiteli sabit hazır beton santrali kurulmuş olup, Şirket'in sektörde daha da büyümesi ve yatırımlarını artırması amacıyla Boğaziçi Beton'a Essentium Group S.L. ortak olmuştur.

2010 - Essentium Group S.L.'nin Türkiye'de yatırım yapma planlarından vazgeçmesi ve yatırımlarını yurt dışında devam ettirmek istemesi nedeni ile şirket ortaklığından ayrılarak, Şirket hisselerini Zengin Ailesi'ne devretmiştir.

2011 - Şirket'in prestij açısından yer aldığı en önemli projelerden olan Torunlar GYO'ya ait Mall of İstanbul inşaatının hazır betonu temin edilmiştir.

2014 - İstanbul Ayazağa'da 2 adet 460.800 m3 kapasiteli sabit hazır beton santrali kurulmuştur. Aynı yıl içerisinde Ayazağa'da 160 hektar büyüklüğünde 270.000.000 ton agrega rezervine sahip maden ocağının, rödovans sözleşmesi kapsamında işletilmesine başlanmıştır. Şirket, 4 adet Mobil hazır beton santrali ile Maslak 1453 Projesi'nde yer alarak, Türkiye'de bugüne kadar yapılmış tüm konut projeleri içerisinde; tek projede dökülmüş en yüksek montanlı hazır beton teminini gerçekleştirmiştir.

Mecidiyeköy - Mahmutbey Metro Projesi için hazır beton teminine başlanılmış olup bu projeye Şirket, metro alt yapı projelerinde de yer almaya başlamıştır.

2015 - İstanbul Ayazağa'da 2 adet 403.200 m3 kapasiteli olmak üzere Danış Sabit Hazır Beton Santrali kurulmuştur. İstanbul Kadıköy'de Kurbağalıdere İslah Çalışması ve özel projeler için 230.400 m3 kapasiteli ve Zekeriyaköy'de özel projeler için 230.400 m3 kapasiteli mobil hazır beton santralleri kurulmuştur. Türkiye'nin en yüksek binası olma özelliğini taşıyan Eroğlu İnşaat'a ait Skyland Projesinin hazır betonu da Şirket tarafından temin edilmiştir.

2016 - İstanbul Çiftalan'da 1 adet 230.400 m3 kapasiteli sabit hazır beton santrali kurulmuştur. Maden Ocağına yeni taş kırma tesis yatırımı yapılarak, yıllık agrega üretim kapasitesi 4.500.000 ton seviyesine yükseltilmiştir. 2016 yılında araç parkurunda geniş çaplı bir modernizasyon gerçekleştirilmiş ve 221 adet Mercedes-Benz marka araç Şirket filosuna eklenmiştir.

2017 - İzmir Bornova'da 2 adet 460.800 m3 kapasiteli sabit hazır beton santrali kurulmuştur. Aynı yıl içerisinde Kuzey İstanbul Modern İnş. San. ve Tic. A.Ş. firması ile Dolgu ve Rehabilitasyon Projesi için Kâr paylaşım sözleşmesi imzalanmıştır. Dolmabahçe ve Ulus Levazım'da 2 adet 345.600 m3 kapasiteli mobil hazır beton santrali kurularak, Levazım-Dolmabahçe Metro Tünel Projesi için hazır beton temini sağlanmıştır. Metro altyapı projelerine ilave olarak İstanbul Bakırköy'de çeşitli özel konut projelerinin hazır beton temini için 172.800 m3 kapasiteli 1 adet, Kayaşehir'de yol, kavşak ve özel konut projelerinin hazır beton temini için de yine 1 adet mobil 172.800 m3 kapasiteli mobil hazır beton santrali kurulmuştur.

2019 - İstanbul Hadımköy'de 2 adet 460.800 m3 kapasiteli sabit hazır beton santrali kurulmuştur. Maden ocağına ilave taş kırma tesis kurulumu için yatırım yapılmış ve bu yatırım ile ocağından toplam 6.000.000 ton taş kırma kapasitesine ulaşılmıştır. Şirket 2019 yılında da metro projelerinde yer almayı sürdürmüş, İstanbul Ümraniye, Halkalı ve Zeytinburnu'nda kurduğu mobil hazır beton santralleri ile Göztepe-Ataşehir-Ümraniye, Ataköy-İkitelli ve Bakırköy-Bahçelievler-Kirazlı Metro Projeleri'nin hazır beton temin işlerini gerçekleştirmiştir. Yine metro projeleri kapsamında Mecidiyeköy-İstanbul Havalimanı, İstanbul Havalimanı-Halkalı Metro hattının ray altı travers betonlarının üretimi de Şirket tarafından gerçekleştirilmiştir. Şirket, metro projelerinin yanında önemli altyapı ve ulaşım projelerinde yer almış İstanbul Haliç'te Haliç Port, Baltalimanı'nda ise İSKİ Su Arıtma Tesisi projelerinin hazır beton temin işlerini gerçekleştirmiştir.

2020 - Şirket 2020 yılında da metro projelerinde iş almayı sürdürmüş olup, İstanbul Arnavutköy'de kurduğu mobil hazır beton santrali ile Halkalı İstanbul Havalimanı Metro projesinde yer almıştır. İstanbul Ataşehir'de bulunan ve Türkiye'nin ve Avrupa'nın en yüksek binası olma özelliğini taşıyan Merkez Bankası binasının hazır beton temini için de 2 adet mobil hazır beton santrali kurulmuştur.

2.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi 280.000.000 TL olup, tamamı ödenmiştir. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine göre kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş olan Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 1.400.000.000 TL'dir. Şirket'in rapor tarihi itibarı ile dört gerçek kişi ortağı bulunmaktadır. Gerçek kişi ortaklar Abdurrahim Zengin (%40), Ertan Zengin (%40), Ayşe Zengin (%19) ve Suat Zengin'dir (%1). Halka arz öncesi ve sonrası için ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda sunulmuştur:

Tablo 3: Boğaziçi Beton Halka Arz Öncesi ve Sonrası Sermaye Tutarları (TL) ve Oranları (%)

Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	TL	%	TL	%
Abdurrahim Zengin	112.000.000	40,0	112.000.000	29,5
Ertan Zengin	112.000.000	40,0	112.000.000	29,5
Ayşe Zengin	53.200.000	19,0	39.200.000	10,3
Suat Zengin	2.800.000	1,0	2.800.000	0,7
Halka Açık Kısım	-	-	114.000.000	30,0
Toplam	280.000.000	100,0	380.000.000	100,0

Kaynak: Şirket

Şirket'in pay sahipleri her bir pay için bir oy hakkına sahiptir. Anılan pay sahipleri, Şirket'in diğer pay sahiplerinden farklı oy haklarına sahip değildir. Şirket esas sözleşmesi uyarınca, Şirket'in sermayesini temsil eden payların tamamı nama yazılı olup, imtiyazlı pay bulunmamaktadır. Şirket paylarında ayrı gruplar bulunmamakta olup Şirket pay sahipleri arasında özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine ve/veya azlığa yönetim kurulunda temsil edilme hakkı verilmemiştir.

2.3. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler

2.3.1. Faaliyet Konusu

Türkiye’de kurulmuş olan ve hazır beton sektöründe faaliyet gösteren Boğaziçi Beton’un esas faaliyet konusu hazır beton üretimi ve satışlarıdır. Şirket, hazır beton üretim ve satışının yanında 2014 yılı Mayıs ayında imzalanmış olduğu rödovans sözleşmesi çerçevesinde gerçekleştirdiği madencilik faaliyetleri kapsamında agrega, mermer, taş, kireç, kil çıkartılması, satın alınması, işletilmesi, satılması, madenlerin kiraya verilmesi, taş kırma işleri ve taştan kum imal edilmesi faaliyetlerini de yürütmektedir.

Şirket, hazır beton ve agrega faaliyetlerinin yanı sıra çimento, demir, kum gibi inşaat malzemelerinin ticareti ile Dolgu ve Rehabilitasyon Projesine Kâr Paylaşımı Katılımı üzerinden de hasılat elde etmektedir.

2.3.2. İş Modeli

Türkiye’nin önde gelen hazır beton şirketlerinden biri olan ve üretim ve satış hacmi bakımından İstanbul’da hazır beton alanında pazarın en önde gelen oyuncularından olan Boğaziçi Beton, 2020 yılında 3,1 Milyon m³ hazır beton ve 1,3 Milyon ton da agrega satışı gerçekleştirmiştir. Hazır beton üretimi ve satışı, ürünün hazırlanışından müşterilere ulaştırılmasına kadar geçen süreç göz önünde bulundurulduğunda bölgesel etkinliğin öne çıktığı bir sektördür. Bu çerçevede değerlendirildiğinde, hazır beton şirketleri açısından Türkiye genel pazar payı yerine faaliyet bölgesindeki pazar payının göz önünde bulundurulması sektörün normlarına daha uygun düşmektedir. THBB (Türkiye Hazır Beton Birliği) tarafından açıklanan sektör verilerine göre Şirket’in 2020 yılı için Türkiye genelinde hazır beton pazar payı %3,2’dir.

Şirket, 2003 yılında tek hazır beton santrali ile hazır beton üretim ve satış faaliyetlerine başlamıştır. Yıllar içerisinde gerek İstanbul Avrupa Yakası’ndaki büyük inşaat projelerine yakınlık gerekse Şirket tesislerinin birbirleri ve tedarikçiler ile olan mesafeleri de göz önünde bulundurularak yeni sabit hazır beton santralleri açılmış ve faaliyet alanı genişletilmiştir. Şirket, sabit hazır beton santrallerine ek olarak yüksek hacimli hazır beton satışı yapılan projelerin içerisine kurulan mobil hazır beton santralleri vasıtasıyla da müşterilerine hizmet vermektedir. Şirket, kiralanan santraller de dahil olmak üzere toplam 30 adet hazır beton santrali ile müşterilerine hizmet sunmaktadır.

Şirket’in hazır beton iş modeli ve üretim süreci genel hatlarıyla aşağıdaki gibi özetlenebilir:



- Müşteri ile yapılan hazır beton sözleşmesi kapsamında, Şirket Kalite & AR-GE Departmanı tarafından TSEN 206: 2013+A1 Standardı’nda hazırlanmış tasarıma bağlı olarak üretim reçetesi oluşturulur,



- Oluşturulan üretim reçetesine göre, Şirket Kalite & Üretim Sorumlusu tarafından hammadde ve stok kontrolü yapılır,



- Kalite & ARGE Departmanı tarafından belirli aralıklarla teste tabi tutulup onaylanan hammaddelerin, üretim yapılacak tesislere tedariki gerçekleştirilir,



- Müşterinin talep etmiş olduğu gün ve saate göre, tesislerde görev alan tesis şefleri tarafından beton programı oluşturularak, üretim planlaması gerçekleştirilir,



- Sevkiyat Sorumlusu tarafından, üretilen betonun müşteriye sevki için gerekli olan mikser ve hazır beton pompası planlaması yapılır, müşterinin talep ettiği zaman diliminde ürün sorunsuz şekilde teslim edilir,



- Hazır beton teslimi sonrası, üretim kalitesi takibi gerçekleştirilir.

Hazır beton üretiminde yer alan yukarıda özetlenen adımlara ek olarak, üretimin sürdürülebilirliğinin sağlanması ve ürün kalitesinin en üst düzeyde tutulması için hazır beton santrallerinin rutin olarak genel bakım ve temizliği de gerçekleştirilmektedir. İşbu Rapor’un ekler bölümünde Ek-4’te yer alan diyagramda tipik bir hazır beton üretim tesisinin kurulumu sunulmuştur.

Boğaziçi Beton'un müşteri profili içerisinde ağırlıklı olarak Taahhüt Şirketleri, Konut, Residence ve AVM İnşaat Şirketleri ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları bulunmaktadır. 31.12.2020 tarihi itibarı ile Şirket'in hazır beton satışlarının; %14 kadarını konut sektöründe Yap-Sat şeklinde faaliyet gösteren müşterilere, kalan %86 kadarını ise ağırlıklı taahhüt ve proje bazlı çalışan müşterilere gerçekleştirilmiştir. Yap-Sat modeliyle çalışan müşterilere gerçekleştirilen satışların yaklaşık %65 kadarını TOKİ ve KİPTAŞ ile hasılat paylaşımlı işlerden, kalan %35'lik kısım ise münferit yap-sat müşterilerine yapılan satışlardan oluşmaktadır.

Hazır beton üretiminde üretim maliyetleri incelendiğinde, %60'ının hammadde giderleri (çimento, agrega, kimyasal ve mineral katkı, doğal kum, su); %40'ının ise diğer giderlerden (işçilik, enerji, akaryakıt, tamir ve bakım, sigorta ve genel üretim giderleri) oluştuğu görülmektedir. Hammadde açısından değerlendirildiğinde tipik olarak bir hazır beton karışımı %60-75 oranlarında agrega, %10 kadar çimento, %15 kadar su, %2 oranına da kadar kimyasal katkı içermekte olup hazır beton üretiminde en önemli hammadde olarak agrega öne çıkmaktadır.

Şirket, sektörde uzun yıllardır yaşanan agrega kaynak yetersizliği ve agrega kalitesi düşüklüğü problemlerinin önüne geçmek ve hazır beton üretimindeki önemli yer tutan agregaya hammadde bağımlılığını azaltmak için 2014 Mayıs ayında İstmad Madencilik ile imzaladığı rödovans sözleşmesi kapsamında Şirket'in Ayazağa Merkez beton santraline yaklaşık 500 metre uzaklıkta bulunan yaklaşık 160 hektarlık ruhsatlı maden sahasında agrega üretim faaliyetlerine başlamıştır.

Şirket'in agrega iş modeli ve üretim süreci genel hatlarıyla aşağıdaki gibi özetlenebilir:



➤ Taşın üzerinde yer alan toprak tabaka dekapaj işlemi ile alınmaktadır.



➤ İşletme, açık ocak şeklinde faaliyetine devam etmekte olup, ocaktaki taşın üretiminde delme-patlatma yöntemi kullanılmaktadır.



➤ Delici makinalar yardımıyla belli bir düzende açılan delikler, patlayıcı madde kullanılarak kontrollü şekilde patlatılmakta ve kayaçların gevşetilmesi sağlanmaktadır.



➤ Patlatma ile gevşetilen kayaçlar ekskavatörler ile kamyonlara yüklenerek kırma eleme tesislerine taşınmaktadır.



➤ Ruhsat sahası içinde bulunan iki farklı tesiste kırma eleme işlemi yapılabilmektedir.

➤ Her kırma aşaması sonrasında kırılan ürün eleklerle aktararak boyutlandırılır.



➤ İstenilen boyuta gelmeyen parçalar geri dönüş bantları ile tekrar kırıcı ünitelere yönlendirilir.

➤ Uygun boyutlanmış olan agrega ise ürün bantları aracılığıyla stok alanlarına aktarılır.



➤ Stok alanında depolanan nihai ürün gerek silo yükleme ile gerekse lastik tekerlekli yükleyiciler ile nakliye araçlarına yüklenerek müşterilere ve Boğaziçi Beton santrallerine sevk edilir.



➤ Üretimi yapılan agreganın kalitesi üretimin her aşamasında uzman ekiplerce kontrol edilmektedir.

Şirket, agrega üretimi faaliyetleri ile birlikte hem hazır beton üretim sürecinde hammadde maliyetlerini aşağı çekerek operasyonel kârlılığını artırabilme kabiliyeti edinmiş olup, hem de sektördeki artan agrega talebini de değerlendirerek piyasadaki diğer hazır beton üreticilerine ve müşterilere karşı rekabette avantaj sağladığına inanmaktadır. Şirket, hazır beton üretiminde gerçekleştirdiği agrega satışları ile cirosuna da katkı sağlamaktadır.

2.3.3. İş Kolları

Şirket'in başlıca iş kolları hazır beton üretimi ve satışı ve agrega madenciliği, üretimi ve satışı olmak üzere 2 gruba ayrılmaktadır. Şirket, hazır beton ve agrega faaliyetlerinin yanı sıra ve inşaat malzemeleri ticari faaliyetlerinden de gelir sağlamaktadır.

2.3.3.1. Hazır Beton Üretim ve Satışı

Boğaziçi Beton, net satış gelirlerinde en büyük paya sahip hazır beton ürününün üretimine 2003 yılında tek hazır beton santrali ile başlamış ve ilerleyen yıllarda artan hazır beton talebinin karşılanması ve pazardan daha fazla pay almak amacıyla yeni hazır beton santralleri (sabit ve mobil) açmak sureti ile yatırımlar yapmıştır. Şirket, mevcut durumda, İstanbul ilinde 8 sabit lokasyon ve 13 mobil lokasyon olmak üzere (yüksek hacimli hazır beton satışı yapılan projelerin içerisine kurulan hazır beton santralleri) toplam 21 lokasyonda, 26 adet hazır beton santrali ile hazır beton üretimi ve satışı yapmaktadır. Ayrıca, Şirket'in kendisine ait 26 adet hazır beton santraline ilave olarak faaliyetlerini yürütmek adına kiralamış olduğu 4 adet hazır beton santrali bulunmaktadır. Şirket, kiralanmış santraller ile birlikte toplam 30 adet hazır beton santrali ile hizmet vermektedir. İstanbul ili dışında, İzmir Bornova'da Şirket'e ait 1 adet sabit hazır beton santrali bulunmakta olup, kiraya verilmiştir.

Şirket'in mevcut durumdaki hazır beton tesisleri ve kapasiteleri aşağıdaki tablolarda sunulmuştur:

Tablo 4: Boğaziçi Beton Hazır Beton Santral Kapasiteleri

Sabit Santraller	Santral Adeti	Kapasite	Kapasitesi (m ³)
Ayazağa Merkez Beton Santrali	1	130 m ³ /h	249.600
Ayazağa A-B Hazır Beton Santrali	2	120 m ³ /h + 120 m ³ /h	460.800
Yenibosna Hazır Beton Santrali	2	120 m ³ /h + 90 m ³ /h	403.200
Akdağlar Hazır Beton Santrali	2	120 m ³ /h * 105.000 m ³ /h	432.000
Danış Maden Hazır Beton Santrali	2	120 m ³ /h * 90 m ³ /h	403.200
Hadımköy Hazır Beton Santrali	2	120 m ³ /h + 120 m ³ /h	460.800
Uskumruköy Hazır Beton Santrali	1	105 m ³ /h	201.600
Çiftalan Hazır Beton Santrali	1	120 m ³ /h	230.400
Toplam	13	1.480 m³/h	2.841.600

Mobil Santraller	Adet	Kapasite	Kapasitesi (m ³)
Zeytinburnu Akın Tekstil - Akser	1	90 m ³ /h	172.800
Bakırköy Doğa Madencilik	1	90 m ³ /h	172.800
Kayaşehir	1	90 m ³ /h	172.800
Ataşehir	1	90 m ³ /h	172.800
Dolmabahçe	1	90 m ³ /h	172.800
Kadıköy	1	120 m ³ /h	230.400
Ulus Levazım	1	90 m ³ /h	172.800
Ümraniye	1	90 m ³ /h	172.800
Zekeriyaköy	1	120 m ³ /h	230.400
Baltalı	1	90 m ³ /h	172.800
Haliç	1	90 m ³ /h	172.800
Arnavutköy	1	90 m ³ /h	172.800
Halkalı	1	90 m ³ /h	172.800
Toplam	13	1.230 m³/h	2.361.600
Sabit + Mobil Santraller (Şirket'e ait)	26	2.710 m³/h	5.203.200
Kiralanmış Mobil Santraller	Adet	Kapasite	Kapasitesi (m ³)
Kayaşehir (Zengin Beton)	1	90 m ³ /h	172.800
Ataşehir (Zengin Beton)	1	90 m ³ /h	172.800
Bakırköy Doğa Madencilik (Zengin Beton)	1	90 m ³ /h	172.800
Zeytinburnu Akın Tekstil - Akser (Zengin Beton)	1	90 m ³ /h	172.800
Toplam	4	360 m³/h	691.200
Genel Toplam	30	3.070 m³/h	5.894.400

Kaynak: Şirket

Şirket'in hazır beton üretim kapasitesi ve üretimden satış miktarlarının yıllar içerisindeki değişimi aşağıdaki tabloda sunulmuştur:

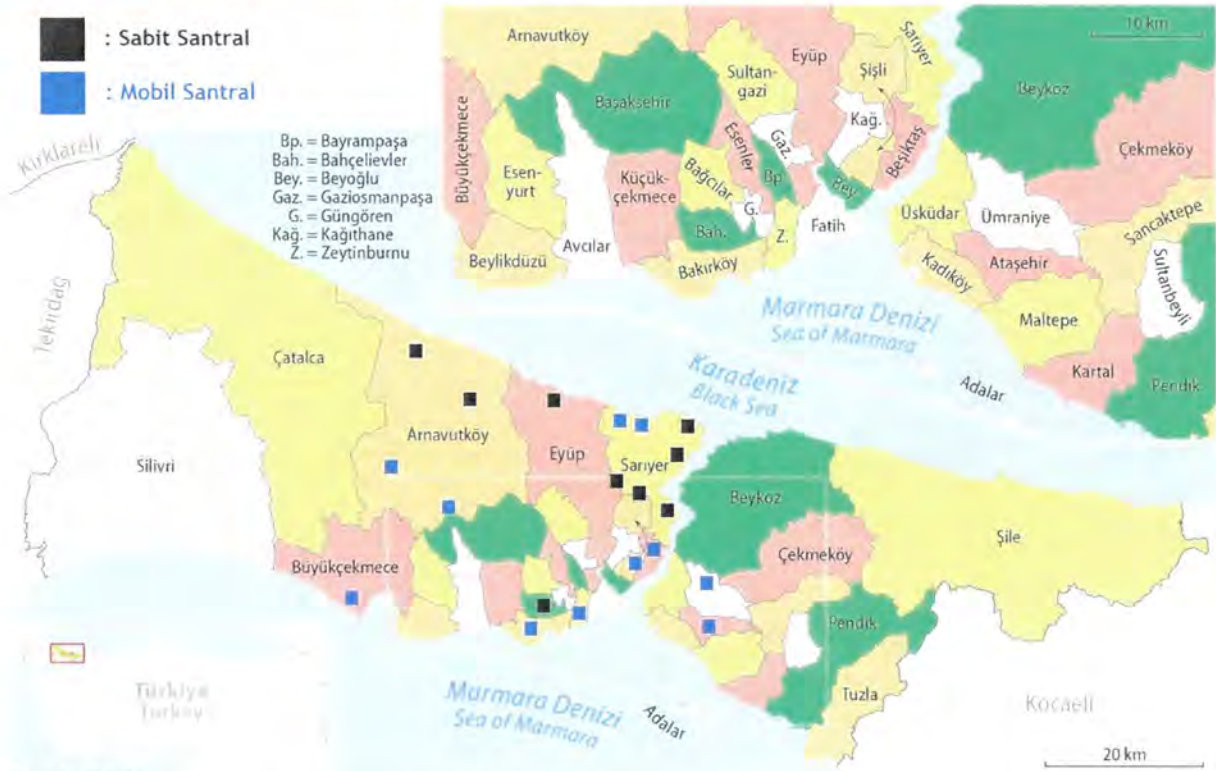
Tablo 5: Boğaziçi Beton Kapasite ve Üretimden Satış Yıllık Gelişimi

Yıl	Toplam Kapasite (m ³ /yıl)	Üretimden Satış (m ³)
2017	5.001.600	3.775.000
2018	5.001.600	3.376.000
2019	5.894.400	2.960.000
2020	5.894.400	3.000.000

Kaynak: Şirket

Şirket hazır beton üretim faaliyetlerini ekseriyetle İstanbul Avrupa Yakası'nda gerçekleştirmekte olup muhtelif projelerde yer almak suretiyle İstanbul Anadolu Yakası'nda da kurduğu mobil hazır beton santralleri aracılığıyla müşterilerine hizmet sunmaktadır. Şirket'in sabit ve mobil hazır beton santrallerinin İstanbul genelinde dağılımı aşağıdaki haritada sunulmuştur:

Şekil 1: Boğaziçi Beton Hazır Beton Santral Lokasyonları



Kaynak: Şirket

Yıllar içerisinde özellikle finansman sorunları ve talep yetersizliği gibi problemlerden ötürü sektörde faaliyet gösteren tesis sayısında bilhassa 2019 yılında ciddi düşüş yaşanmış olup Şirket yıllar içerisinde gerçekleştirdiği yatırımlarla tesis sayısını artırarak İstanbul genelinde faaliyet alanını ve operasyonlarını genişletmiştir. Şirket'e ait tesis sayısı ile Türkiye genelinde hazır beton üretimi yapan tesis sayısını karşılaştırmalı gösteren tablo aşağıda sunulmuştur:

Tablo 6: Türkiye Hazır Beton Üretimi Şirket & Tesis Sayısı ve Boğaziçi Beton Tesis Sayısı

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Türkiye'de Hazır Beton Üretimi Yapan Hazır Beton Şirketi Sayısı	621	570	540	495	450	542
Türkiye'de Hazır Beton Üretimi Yapılan Tesis Sayısı	1.098	1.120	1.184	1.100	900	1.032
Boğaziçi Beton Üretimi Yapılan Tesis Sayısı	19	22	26	29	30	30

Kaynak: Şirket

2015 yılından beri sektörün lider firmalarından olan Şirket, 2019 yılı itibariyle çalıştığı bölge itibariyle pazarda hâkim konumdadır. Hazır beton satışları 2020 yılı Şirket cirosunun yaklaşık %87,3'ünü

VAKIFRAHAT İNŞAAT KURUMU A.Ş.
 Akat Mah. Etilulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
 F-2/1 Blok No:16 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
 Tel: 0 212 352 43 77 Fax: 0(212) 352 36 20
 www.vakifyatirim.com.tr
 Ticaret Sicil No: 357228
 Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
 Mersis No: 0 9220 0 221 50000 7

oluşturmaktadır. Yıllar itibari ile Şirket tarafından gerçekleştirilen hazır beton satış miktarları ve TL tutarları aşağıdaki listede sunulmuştur:

Tablo 7: Boğaziçi Beton Toplam Hazır Beton Satış Hacmi (m³) ve Tutarı (TL)

Yıl	Toplam Hazır Beton Satış (m ³)	Toplam Hazır Beton Satış (TL)
2015	3.642.000	480.223.673
2016	3.715.000	466.991.193
2017	3.809.000	461.601.737
2018	3.409.000	534.131.496
2019	3.014.000	614.898.944
2020	3.061.000	639.704.461

Kaynak: Şirket

Faaliyet gösterilen hazır beton sektörü kapsamında, Türkiye Hazır Beton Birliği'nden elde edilen veriler uyarınca yıllara göre üretilen ve satılan beton miktarını gösterir listeye aşağıda yer verilmektedir. Her ne kadar artan üretim miktarları sayesinde 2017 yılında Türkiye toplam sektör büyüklüğü 115 Milyon m³ hazır beton üretimi ile zirveye ulaşılmış ise de, son yıllarda inşaat sektöründeki yavaşlamayla birlikte beton üretiminde daralma meydana gelmiş ve 2019 yılında 77 Milyon m³ beton üretilmiştir. THBB'nin paylaştığı verilere göre 2020 yılında hazır beton üretimi yıllık %23 artarak 95 mn m³ seviyesine yükselmiş, Şirket'in pazar payı ise %3,2 seviyesinde gerçekleşmiştir.

THBB'den sağlanan Türkiye geneli hazır beton satış hacimleri ile Boğaziçi Beton'un satış hacimleri ve pazar payları aşağıdaki tabloda sunulmuştur:

Tablo 8: Türkiye Hazır Beton Satış Hacimleri ve Boğaziçi Beton Pazar Payları

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Türkiye'de üretilen/satılan Hazır Beton Miktarı (m ³)	107.000.000	109.000.000	115.000.000	100.000.000	77.000.000	95.000.000
Boğaziçi Beton Tarafından Satılan Hazır Beton Miktarı (m ³)	3.642.000	3.715.000	3.809.000	3.409.000	3.014.000	3.061.000
Boğaziçi Beton Pazar Payı (%)	%3,4	%3,4	%3,3	%3,4%	%3,9	%3,2

Kaynak: THBB, Şirket

Hazır beton üretimi ve satışı, ürünün hazırlanışından müşterilere ulaştırılmasına kadar geçen süreç göz önünde bulundurulduğunda bölgesel etkinliğin öne çıktığı bir sektördür. Bu çerçevede değerlendirildiğinde Boğaziçi Beton'un Türkiye geneli için pazar payı yerine, İstanbul ve İstanbul Avrupa Yakası için pazar paylarını göz önünde bulundurmanın sektörün dinamikleri açısından daha anlamlı olduğu değerlendirilmektedir. THBB'den elde edilen verilere göre Marmara Bölgesi 2020 yılında Türkiye hazır beton pazarının ortalama %28'ini gerçekleştirmektedir. Özellikle İstanbul ve İstanbul Avrupa Yakası'nda gerçekleştirilen hazır beton üretim ve satış faaliyetleri dikkate alındığında Boğaziçi Beton'un pazarın önde gelen şirketlerinden biri olduğu değerlendirilmektedir. Şirket, özellikle İstanbul'da altyapı ve üstyapı yatırımlarının ve kentsel dönüşüm çalışmalarının hız kazanmasıyla birlikte hazır beton satış hacmini ve pazar payını artırmayı hedeflemektedir.

2.3.3.2. Agregada Madencilik, Üretimi ve Satışı

Agrega beton/asfalt üretiminde kullanılan kum, çakıl, kırmataş gibi malzemelerin genel adıdır. Tane boyutlarına göre ince (kum, kırma kum) ve kaba (çakıl, kırmataş) agregada olarak ikiye ayrılmaktadır. Beton içinde hacimsel olarak %60-75, asfalt içinde ise %95 civarında yer işgal eden agregada, inşaat sektörü için vazgeçilmez bir yapı hammaddesidir. Beton ve asfaltın yanı sıra demiryolu balastı, anroşman taşı, gabion duvar, kireç, harç, dolgu gibi alanlarda da agregada kullanımı ön plana çıkmaktadır.

Şirket, hem dışarıya hammadde bağımlılığını azaltmak hem de kârlılığını artırmak için Ayazağa'da bulunan Şirket merkez beton santraline (Şirket merkezinin de olduğu konum) yaklaşık 500 metre uzaklıkta bulunan Kemberburgazıyolu Caddesi üzerinde İstmad Madencilik firmasının ruhsat sahibi olduğu ve Bahar Madencilik firması tarafından işletilmekte olan maden sahasını, 2014 yılının Mayıs ayında maden ruhsatı süresince işletilmesi amacı ile devir almıştır.

Şirket tarafından mevcut düzende Agregada üretimi yapılmakta olan maden sahasına yaklaşık 20 km mesafede yer alan Cebeci Maden Sahası 2018 yılının Aralık ayının son haftasında kapatılmıştır. Söz

konusu kapamanın nedenleri arasında; şehrin içinde yer alması, uzun yıllardır taş çıkartılan bir bölge ve maden olması ve birden fazla firmanın iç içe çalışmasından dolayı risk teşkil etmesi, çevresel vb. sorunlar gösterilebilir. Cebeci Maden Sahasında yaklaşık 15 farklı Agregada üretimi ve satışı yapan firma varken, bu 15 firmanın Maden Ruhsatı, Patlayıcı Ruhsatı ve çalışma izinleri iptal edilmiş ve bu 15 farklı firmanın faaliyet gösterdiği alan 2'ye ayrılarak, 2 ayrı firma (Kuzey Cebeci ve Güney Cebeci) kurulması şeklinde karar alınmıştır. Kapatılma akabinde söz konusu firmalar kurulmuş, daha sonra bu kurulan 2 firma üzerine yeni maden ruhsatları alınmış ve firmalarda yeni yönetim kurulları oluşturulmuştur. Cebeci Maden Sahası'nın 2019 Haziran ayı ortalarına kadar kapalı olduğu süreçte Avrupa yakasının agrega ihtiyacının büyük kısmı Şirket'in de agrega üretimi yapmakta olduğu Ayazağa Maden Bölgesi ve İstanbul Havalimanı Bölgesi'nden karşılanmıştır. İstanbul Avrupa yakasında; agrega ihtiyacının tamamına yakının karşılandığı yerler; Ayazağa Maden Bölgesi, İstanbul Havalimanı Bölgesi, Cebeci Maden Bölgesi ve Çatalca Maden Bölgesi'dir. Çatalca Maden Bölgesinden agrega getirmenin nakliye maliyeti de göz önüne alındığında, Cebeci Maden Bölgesi'nin kapalı olduğu dönemde İstanbul Havalimanı Bölgesi ve Ayazağa Maden Bölgesi'ndeki agrega, konumu gereği daha da fazla stratejik önem arz etmektedir.

Agrega tarafında, gerek Cebeci Maden Bölgesi'ndeki gelişmelerin Şirket'in beklentileri çerçevesinde gelişimi gerekse de faaliyet gösterdiği bölgedeki rakiplerin mali durumları göz önüne alınarak, 2019 Eylül ayında ikinci taş kırma tesis yatırımına başlanılmış ve Ocak 2020 tarihinde söz konusu taş kırma tesisi de faaliyete başlamıştır. Şirket, böylece 2016 yılında kurulan taş kırma tesisi ve 2020 yılında faaliyete geçen taş kırma tesisi ile birlikte hali hazırda İstanbul Avrupa Yakasının en büyük taş kırma (yıllık 6.000.000 ton kapasite) kapasiteli tesislerinden birine sahip olmuştur.

Rödovans sözleşmesi kapsamında işletilmekte olan 160 hektar büyüğündeki maden sahasında, İstanbul Teknik Üniversitesi Maden Fakültesi Jeoloji ve Maden Mühendisliği Bölümü tarafından hazırlanan Ekim 2018 tarihli Şirket'e ait İstanbul, Şişli İlçesi Kemerburgaz Köyü Kalker ve Kumtaşı Sahasının Jeolojik İnceleme ve Rezerv Raporu'na göre 270 Milyon ton Agregada rezervi olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, toplam 160 hektar alandan oluşan ruhsat içerisinde hali hazırda izni alınmış ve üretim yapılabilecek yaklaşık 55 hektar alan daha bulunmaktadır. Maden sahasına 2016 ve 2019 yılında yapılan taş kırma makinesi yatırımlarının yanında çamur arıtma tesisi kurulması ve mevcut eski taş kırma tesisinin olduğu alanın yenilenmesi gibi gerekli tüm alt yapı yatırımları da tamamlanmıştır.

Agrega satışları 2018, 2019 ve 2020 yılları itibariyle Şirket cirosunun sırasıyla yaklaşık %1,0, %8,2 ve %4,7'sini oluşturmaktadır. Yıllar itibari ile Şirket tarafından gerçekleştirilen agrega üretim ve satış miktarları ve piyasaya gerçekleştirilen agrega satışlarının TL tutarları aşağıdaki listede sunulmuştur:

Tablo 9: Toplam Agregada Satış Miktarı (ton) ve Tutarı (TL)

Yıl	Agregada Üretim (ton)	Agregada Satış (ton)	Agregada Satış (TL)
2015	1.615.000	-	-
2016	2.153.000	-	-
2017	2.610.000	248.000	2.997.130
2018	2.154.000	440.000	6.659.614
2019	3.966.000	2.481.000	63.493.391
2020	3.938.000	1.330.000	34.512.664

Kaynak: Şirket

Agregada ihtiyacın ve talebin artması ve bu talebi karşılayacak üretim kapasitesinin sınırlı olması nedeni ile agrega fiyatlarının artmasının, Şirket'in dışarıya gerçekleştirdiği agrega satışlarını olumlu etkilemesi ve Şirket kârlılığını artırması beklenmektedir. Buna ek olarak, artan agrega fiyatları ile hazır beton sektöründeki rakiplerin girdi maliyetlerinin artması sonucu, potansiyel yeni işlerin alınmasında verilecek fiyat tekliflerinde Şirket'in rekabet gücü de artmakta ve bu durum Şirket'e hareket alanını geniş tutmasına imkân vermektedir.

THBB tarafından hazırlanan 2020 Yılı Hazır Beton Raporu'ndaki bilgiler uyarınca 2021 yılı ve sonrasında sektör açısından beklenen olası riskler arasında, agrega kaynaklarının yetersizliği ve agrega kalitesinde yaşanan sorunların üretimi ve birim maliyetleri olumsuz etkilemesi unsurları öne çıkmakta olup bu çerçevede değerlendirildiğinde, agreganın önümüzdeki yıllarda hazır beton üreticisi için çok daha önem kazanacağı beklenmektedir. Şirket agrega madenciliği faaliyetleri kapsamında dikey entegrasyonunu tamamlayarak hammadde tedarik güvenliğini sağlamış olup önümüzdeki dönemde sektörde artmasını beklediği kaliteli agrega talebi ile birlikte agrega satışlarının toplam hasılat içindeki payının da artmasını öngörmektedir.

2.3.3.3. İnşaat Malzemeleri Ticaret ve Satış Faaliyetleri

Boğaziçi Beton, hazır beton ve agrega üretim ve satış faaliyetlerinin yanı sıra inşaat malzemelerinin alım ve satımı suretiyle de ticari faaliyetler gerçekleştirmektedir. Şirket, yer aldığı çeşitli projelerde talep etmesi durumunda müşterisinin sahadaki ihtiyaçlarına yönelik olarak çimento, tuğla, demir, kiremit, asmolen, ateş tuğlası, fırınlanmış kum gibi çeşitli inşaat malzemelerinin alımını ve satımını gerçekleştirerek de gelir elde etmektedir. Bu gelirlerin toplam hasılat içerisindeki payı oldukça az olmakla beraber (2020: %5,5) brüt kârlılığa etkisi de oldukça sınırlıdır. Şirket, inşaat malzemelerine istinaden gerçekleştirdiği bu ticari faaliyetleri, hizmet verdiği müşterilerin hazır beton dışındaki ihtiyaçlarını da karşılayabilmek adına yürütmektedir.

2.3.4. Büyüme Desteklemesi Beklenen Unsurlar

2.3.4.1. Marka Bilinirliği ve Geniş Müşteri Portföyü

Boğaziçi Beton, bünyesinde çimento üretim faaliyeti bulundurmayan ve agrega maden ocağı işletmeciliği yapan az sayıda hazır beton üreticilerinden biri konumunda olup ağırlıklı olarak İstanbul Avrupa Yakası'nda faaliyet göstermektedir. Hazır betonun taşınma kabiliyeti nitelik ve maliyet nedenleriyle sınırlı olduğundan, üreticilerin varlığı faaliyet gösterdikleri bölge içinde değerlendirilmelidir. Bu çerçevede değerlendirildiğinde Boğaziçi Beton İstanbul Avrupa Yakası'nda sektörün önde gelen oyuncularındandır.

Tedarikçiler ve müşterilerle yıllar içerisinde geliştirilen güçlü ilişkiler neticesinde sektörde önemli derecede bir marka bilinirliğine sahip olan Boğaziçi Beton; Konut, Residence ve AVM İnşaat Şirketleri, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Taahhüt Şirketlerine en modern üretim modelleriyle hizmet sunmaktadır.

Şirket'in bugüne kadar gerçekleştirmiş olduğu hazır beton işlerinin satış tonajına göre başlıcaları aşağıdaki tabloda sunulmuştur:

Tablo 10: Boğaziçi Beton - Tamamlanan Başlıca Projeler

Müşteri Adı	Proje Adı	Proje Tipi	Yeri	Süre	Satış Hacmi (m3)
Akdeniz İnş. ve Eğ. Hizm. A.Ş.	Maslak 1453	Yap-Sat	Maslak	3 yıl	1.800.000
KRP Otoyolu İnş. Adi Ort.Tic.İşl.	Kuzey Marmara Otoyolu	Devlet Taahhüdü	İhsaniye-Yassıören-Kınalı	3 yıl	1.000.000
Artas Invest Adi Ortaklığı	Vadi İstanbul	Yap-Sat	Kâğıthane	4 yıl	1.000.000
Güermak Kolin Kalyon Mahmutbey Mecidiyeköy Metro Yapım Ortaklığı	Mecidiyeköy-Mahmutbey Metro Projesi	Devlet Taahhüdü	Mecidiyeköy-Mahmutbey	5 yıl	750.000
Torunlar GYO A.Ş.	Mall Of İstanbul	Özel Taahhüt	Mahmutbey	6 yıl	600.000
Torunlar GYO A.Ş.	5. Levent	Yap-Sat	Hasdal	3 yıl	600.000
Eroğlu Yapı İnş. ve Gayr. Gel. San. ve Tic. A.Ş.	Skyland	Yap-Sat	Kâğıthane	5 yıl	400.000
Doğa Madencilik Endüstri İnş. ve Tic. A.Ş.	Pruva 34	Yap -Sat	Bakırköy	3 yıl	400.000
Galataport İstanbul Liman İşl. ve Yat. A.Ş.	Salı Pazarı	Özel Taahhüt	Karaköy	3 yıl	350.000
Alsim Alarko San. Tesisleri ve Tic. A.Ş.	Kabataş-Mahmutbey Metro Hattı	Devlet Taahhüdü	Kabataş-Mahmutbey	5 yıl	300.000

Kaynak: Şirket

2.3.4.2. Potansiyel Yeni Projelerle Artan Hazır Beton Talebi

İkinci derece deprem kuşağında yer alan ülkemizde Bingöl, Van, Manisa, Elazığ, Malatya ve en son İzmir başta olmak üzere son bir yıldır art arda yaşanan depremler hem toplumsal ve kentsel hem de ekonomik bir sorun olarak son dönemde daha da önem kazanmıştır. Türkiye'de yaşanan deprem tehlikesinin yanı sıra hızla artan nüfus ile köyden kentlere yapılan göçün kaçak yapılaşmayı artırması da kentsel dönüşümün gerekliliğini ortaya çıkarmaktadır. T.C. Çevre ve Şehircilik Bakanlığı verilerine göre ülkemizde yaklaşık 17 Milyon bina ve 28,6 Milyon konut bulunmakta olup bu konutların yaklaşık 6,7 Milyon kadarı depreme dayanıklılık açısından risk arz etmektedir. Risk arz eden yapıların da yaklaşık 1,5 Milyonunun acil olarak dönüşüme girmesi gerektiği değerlendirilmektedir.

Bu çerçevede değerlendirildiğinde, kentsel dönüşüm ihtiyacının en yoğun olarak hissedildiği bölge Marmara Bölgesi ve bölge özelinde İstanbul ve çevresi olarak öne çıkmaktadır. Şirket'in faaliyetlerinin önemli bir kısmını İstanbul'da gerçekleştirdiği göz önünde bulundurulduğunda büyük çaplı kentsel dönüşüm projelerinin hayata geçirilmesinin, Şirket'in önümüzdeki dönemdeki potansiyel iş alanlarını

Türkiye’de artan nüfusla beraber özellikle İstanbul’da altyapı ihtiyacı her geçen gün daha da artmakta olup büyük şehirlerin gelişmesiyle beraber ulaşım projeleri de gün geçtikçe daha da önem kazanmaktadır. Bu kapsamda değerlendirildiğinde, önümüzdeki dönemlerde gerçekleştirilmesi planlanan köprü ve viyadük işleri (köprüler, viyadükler, alt ve üst geçitler, akedükler) ve tünel işleri (karayolu ve demiryolu tünelleri, su iletim, derivasyon ve kuvvet tünelleri, atık su tünelleri, deniz ve nehir altı tünelleri, makro tüneller, galeri ve şaftlar) gibi altyapı projeleri ile her muhtelif üstyapı projelerinin yeni iş olanakları yaratarak, Şirket üretim ve satışlarını olumlu etkileyeceği değerlendirilmektedir.

Şirket’in hali hazırda devam eden hazır beton işlerinin satış tonajına göre başlıcalarını aşağıdaki tabloda sunulmuştur:

Tablo 11: Boğaziçi Beton - Halihazırda Devam Eden Projeler

Müşteri Adı	Proje Adı	Proje Tipi	Yeri	Süre	Satış Hacmi (m3)
Halkalı Yeni Havalimanı Metro Hattı İnş. Adi Ort.Tic.İşletmesi	Halkalı-3.Havalimanı Metro	Devlet Taahhüdü	Halkalı - İhsaniye	2 yıl	660.000
Zirveler G.menkul İnş. Yat. A.Ş.	Topkapı 29	Yap - Sat	Zeytinburnu	3 yıl	450.000
Aga Enerji Nakl.Mad.İnş.San. ve Tic. A.Ş.	İkitelli-Ataköy ve Bakırköy-Kirazlı Metro Hatları	Devlet Taahhüdü	İkitelli-Ataköy, Bakırköy-Kirazlı	3 yıl	350.000
İstanbul Üst Yapı İnş. Ve Tic. A.Ş.	Kabataş İskelesi ve Tünel İnş.	Devlet Taahhüdü	Dolmabahçe-Levazım	7 yıl	280.000
Limak İnşaat San. ve Tic. A.Ş.	Merkez Bankası İnşaatı	Devlet Taahhüdü	Ataşehir	3 yıl	260.000
Haliç Altınboynuz Marina Tur.G.menkul İnş.Yat.Tic. A.Ş.	Tersane Haliç	Özel Taahhüt	Haliç	4 yıl	240.000
Akyapı İnş. Taah. San. ve Tic. A.Ş.	Mavera Comfort, Residence ve Home	Özel Taahhüt	Kayaşehir	2 yıl	150.000
Selim İnşaat Gıda San. ve Tic. Ltd.Şti.	Deliklikaya Organize Sanayi Sitesi	Sanayi	Hadımköy	6 yıl	125.000
Gülermak Nurok Makyol Metro Adi Ortaklığı	UAG Metro Projesi	Devlet Taahhüdü	Ümraniye-Ataşehir-Göztepe	4 yıl	105.000

Kaynak: Şirket

2.3.4.3. Modern Araç Parkı ve Yaygın Beton Santrali Ağı

Şirket, 2003 yılında tek hazır beton santrali ile hazır beton üretimi ve satışı amacı ile kurulmuş olup sonraki yıllarda artan hazır beton talebinin karşılanması ve pazardan daha fazla pay almak amacıyla yeni hazır beton santralleri (sabit ve mobil) açmak sureti ile yatırımlar gerçekleştirmiştir. İstanbul’da 8 sabit lokasyona ilave olarak yüksek hacimli hazır beton satışı yapılan projelerin içerisine kurulan mobil hazır beton santrallerinin bulunduğu 13 mobil lokasyon olmak üzere toplam 21 farklı noktada, 26 adet hazır beton santrali ile hazır beton üretimi ve satışı yapmaktadır. Ayrıca, Şirket’in kendisine ait 26 adet hazır beton santraline ilave olarak faaliyetlerini yürütmek adına kiralamış olduğu 4 adet hazır beton santrali bulunmaktadır. Şirket, kiralanmış santraller ile birlikte toplam 30 adet hazır beton santrali ile hizmet vermektedir. THBB verileri uyarınca 2020 yılı itibarıyla Türkiye’de hazır beton üretimi gerçekleştiren şirket başına düşen tesis sayısı yaklaşık 2 olarak hesaplanmakta olup (Bkz. Tablo No:6) Şirket’in üretim yaptığı santral sayısı değerlendirildiğinde pazardaki konumu daha iyi anlaşılmaktadır.

Şirket, özellikle İstanbul Avrupa Yakası’nda oldukça geniş bir tesis ve operasyon ağına sahip olup yıllar içerisinde müşterilerine daha hızlı ve kaliteli hizmet sunmak adına tesisleşme yatırımları gerçekleştirerek, lokasyon ağını İstanbul Avrupa Yakası’nda bilhassa inşaat faaliyetlerinin yoğun olduğu bölgelerde ciddi oranda genişletmiştir. Şirket, son dönemde özellikle aldığı devlet taahhüdü işleri kapsamında İstanbul Anadolu Yakası’nda da faaliyetlere başlamış olup, şehrin bu bölgesinde kurduğu mobil hazır beton santralleri vasıtasıyla hizmet vermektedir (Bkz. Şekil No:1).

Şirket müşterilerine en kaliteli ve hızlı şekilde hizmet sağlayabilmek adına araç parkını düzenli olarak modernizasyona tabi tutmakta olup eskiyen araç ve ekipmanlar değerine uygun şekilde satılarak araç parkuru her yıl yenilenmektedir. Şirket halihazırda, 172 Transmikser, 59 Hazır Beton Pompası, 100 Kamyon, 222 İş Makinesi ve diğer araçlar olmak üzere 553 adet Kamyon ve İş Makinesi ile müşterilerine hizmet sunmaktadır. Aden Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan 31 Aralık 2020 Tarihli Makine Değerleme Raporu’na göre Şirket’in araç parkurunun toplam pazar değeri 376 Milyon TL’dir.

2.3.4.4. Agregada Madenciligi ile Yükselen Operasyonel Kârlılık

Agrega, hem genel inşaat sektörü hem de hazır beton sektörü özelinde en önemli hammaddelerden biridir. Artan nüfus yoğunluğu sonucu başta kentsel dönüşüm olmak üzere üst ve altyapı yatırımları ile mega projeler için sürdürülebilir agrega üretimi gereksinimi doğmaktadır. Agregada kaynaklarının yetersizliği sonucu özellikle hazır beton sektörü için stratejik önemi her geçen gün artmakta olup agrega üretim kalitesinde yaşanan sorunlar hazır beton ürün birim maliyetlerini olumsuz etkilemektedir.

Şirket, sektörde uzun yıllardır yaşanan agrega kaynak yetersizliği ve agrega kalitesi düşüklüğü problemlerinin önüne geçmek ve hazır beton üretimindeki önemli yer tutan agregaya hammadde bağımlılığını azaltmak için Ayazağa'da bulunan Şirket merkez beton santraline (Şirket merkezinin de olduğu konum) yaklaşık 500 metre uzaklıkta bulunan Kemberburgazyolu Caddesi üzerinde İstmad Madencilik firmasının ruhsat sahibi olduğu ve Bahar Madencilik firması tarafından işletilmekte olan maden sahasını, 2014 yılının Mayıs ayında maden ruhsatı süresince işletilmesi amacı ile rödovans sözleşmesi kapsamında devir almıştır.

Avrupa Yakası'ndaki önemli agrega maden sahaları; Ayazağa Maden Bölgesi, İstanbul Havalimanı Bölgesi, Cebeci Maden Bölgesi ve Çatalca Maden Bölgesi'dir. Cebeci Maden Bölgesi'nin uzun süre kapalı kalması ve Çatalca Maden Bölgesi'nden agrega getirmenin yüksek nakliye maliyeti göz önünde bulundurulduğunda Şirket'in maden işletmeciliği yaptığı Ayazağa Maden Bölgesi konumu gereği hazır beton üretimi açısından stratejik önem kazanmıştır.

Şirket, Cebeci Bölgesi'ndeki maden ocaklarının kapatılmasını da göz önünde bulundurularak 2019 Eylül'de yeni bir taş kırma tesisi yatırımına başlamış ve Ocak 2020'de yatırım tamamlanmıştır. 2018 ve 2019 yıllarında maden sahasının tüm dekapaj, alt yapı, yol vb. yatırımları da tamamlanmış olup yıllık yaklaşık 6 Milyon ton kapasite ile İstanbul Avrupa Yakası'nın en büyük taş kırma kapasiteli tesislerinden birine sahip olunmuştur.

Şirket, hazır beton üretiminde en önemli hammaddelerden birine sahip olarak operasyonel kârlılıkta önümüzdeki dönemlerde yükseliş yaşanmasını öngörmekte olup agrega talebinin artmasına karşın üretim kapasitesinin sınırlı olmasıyla agrega fiyatlarında yaşanabilecek artışların, artan agrega satış hacimleri ile beraber Şirket'in cirosuna ve kârlılığına olumlu etki yapmasını beklemektedir. İlave olarak, agrega fiyatlarındaki artışla beraber rakiplerin artan girdi maliyetleri sonucu bölgedeki gerçekleştirilecek ihalelerde Şirket'in rekabet gücünde de artış yaşanabileceği değerlendirilmektedir.

2.3.5. Finansal Veriler

2.3.5.1. Gelir Tablosu

Şirket'in 2018, 2019 ve 2020 yıllarına istinaden karşılaştırmalı gelir tablosu aşağıda sunulmuştur.

Tablo 12: Gelir Tablosu (bin TL)

bin TL	2018	2019	2020
Hasılat	648.877	778.325	732.811
Satışların Maliyeti (-)	-585.215	-681.754	-664.798
BRÜT KÂR	63.662	96.572	68.013
Genel Yönetim Giderleri (-)	-7.399	-8.561	-6.555
Pazarlama Giderleri (-)	-50	-67	-18
FAALİYET KÂRI	56.213	87.944	61.440
Amortisman ve İtfa Payları	59.314	81.175	95.395
FAVÖK	115.527	169.119	156.835
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	31.646	34.495	33.747
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-43.341	-29.118	-21.259
ESAS FAALİYET KÂRI	44.519	93.321	73.928
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	205	15.941	32.433
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-50	-2.517	-804
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KÂRI	44.674	106.744	105.557
Finansman Gelirleri	27.356	13.384	2.297
Finansman Giderleri (-)	-114.312	-103.691	-69.371
SÜRDÜRÜLEBİLİR FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KÂRI	-42.282	16.438	38.483

Dönem Vergi Gideri (-)	-	-	-1.426
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	7.724	-3.654	-7.436
DÖNEM KÂRI	-34.558	12.784	29.621

Kaynak: Şirket

2.3.5.1.1. Hasılat

Şirket'in net satış gelirleri, ağırlıklı olarak hazır beton satışlarından oluşmaktadır. Ayrıca Şirket, agrega üretimi ve satışı, inşaat malzemeleri (çimento, demir, kum, tuğla vb.) satışı ve Dolgu ve Rehabilitasyon Projesine katılım geliri gibi gelir kaynaklarına da sahiptir. 2020 yılında net satış gelirlerinin %87,3 ile ağırlıklı kısmını hazır beton satış gelirleri oluştururken (2019: %79,0, 2018: %82,3) diğer gelirlerin payı ise %13,8 olarak gerçekleşmiştir (2019: %22,6, 2018: %18,8). Şirket'in nervürlü demir, agrega, çimento satışları ile taşıt satış gelirleri¹, nakliye gelirleri ve kira gelirleri diğer gelirler altında sınıflandırılmaktadır.

Şirket'in finansal tablo dönemleri itibarıyla faaliyet kollarına göre hasılatının gelişimi ve faaliyet kollarının toplam net satışlar içerisindeki payları aşağıdaki tabloda sunulmuştur:

Tablo 13: Net Satış Gelirlerinin Kırılımı (bin TL)

bin TL	2018	% Satışlar	2019	% Satışlar	2020	% Satışlar
Hazır Beton Satış Gelirleri	534.131	82,3	614.899	79,0	639.704	87,3
Diğer Gelirler	122.115	18,8	175.540	22,6	100.800	13,8
Nervürlü Demir Satışları	22.155	3,4	72.463	9,3	40.524	5,5
Agrega Satışları	6.660	1,0	63.493	8,2	34.513	4,7
Çimento Satışları	17.338	2,7	11.797	1,5	-	-
Taşıt Satış Gelirleri ¹	41.828	6,4	-	-	-	-
Nakliye Gelirleri	7.779	1,2	8.606	1,1	6.362	0,9
Kira Gelirleri	6.704	1,0	5.958	0,8	5.753	0,8
Diğer ²	20.195	3,1	13.223	1,7	13.649	1,9
Brüt Gelirler	656.246	101,1	790.439	101,6	740.504	101,0
Satış İskontosu (-)	-7.370	-1,1	-12.114	-1,6	-7.694	-1,0
Net Satışlar	648.877	100,0	778.325	100,0	732.811	100,0

Kaynak: Şirket

Şirket'in hasılatı 2019 yılında 2018 yılına göre %20 artarak 648,9 Milyon TL'den 778,3 Milyon TL'ye yükselmiştir. Söz konusu hasılat artışında, ana faaliyet konusu olan hazır beton satışlarındaki %15'lik yükselişin yanında diğer inşaat malzemeleri grubundaki özellikle 72,5 Milyon TL'lik nervürlü demir ve 63,5 Milyon TL'lik agrega satışları da etkili olmuştur. Hazır Beton Sektörü'nde 2019 yılında bir önceki yıla göre beton üretim ve satışında yaklaşık %23'lük bir düşüş gerçekleşirken, Şirket'in belirtilen dönemde üretim ve satışındaki düşüş yaklaşık %13,3 seviyesinde gerçekleşmiştir. Hem sektöre göre sınırlı düşüş yaşanması hem de m³ başına fiyatlarda ilgili dönemde artış yaşanmasıyla beraber, Şirket 2019 yılında sektördeki daralmaya rağmen satışlarını artırmıştır.

Şirket'in hasılatı 2020 yılında ise bir önceki göre %6 azalarak 732,8 Milyon TL olarak gerçekleşmiştir. İlgili dönemde satışların detayı incelendiğinde Şirket'in esas faaliyeti olan hazır beton satışlarının bir önceki yıla göre %4'lük artışla 639,7 Milyon TL olarak gerçekleştiği görülmektedir. 2020 yılında net satışlarda yaşanan %6'lık daralmanın nedeni olarak Covid-19 kaynaklı inşaat sektöründeki daralmaya bağlı olarak diğer inşaat malzemeleri grubunda özellikle nervürlü demir, agrega satışları ve çimento satışlarında yaşanan düşüşler öne çıkmaktadır. Tüm dünyayı başta sağlık olmak üzere özellikle ekonomik açılardan da olumsuz etkileyen Covid-19 pandemisi sürecinde, 2020 yılı Haziran ayı sonu itibarıyla yeni normal düzene geçilmesi ve ardından kredi faizlerinin düşürülmesi ile pandemi sürecinde biriken konut talebine kredi kaynaklı finansman sağlamış olup, inşaat sektörü başta olmak üzere bağlı diğer sektörleri de canlandırarak iç piyasalara yukarı yönlü bir ivme kazandırmış ve yaşanan bu gelişmeler hasılatlardaki düşüşün sınırlı seviyede kalmasında rol oynamıştır.

¹ Şirket 31 Aralık 2018 döneminde faaliyetlerinde kullandığı araçların satışından elde ettiği 41.284.434 TL maddi duran varlık satış kârını olağan faaliyetleri içinde değerlendirerek hasılat içerisinde raporlamıştır. Söz konusu işlem olağan faaliyetlerinin bir parçası olmamasına rağmen, yıl boyunca gerçekleşen araç satış kartları Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler yerine Hasılat içerisinde yer alan Diğer Gelirler içerisinde muhasebeleştirilmiştir. Bu sınıflandırma hatasının net gelir üzerinde etkisi olmamakta birlikte, 31 Aralık 2018 tarihinde sona eren yıl için 41.284.434 TL tutarında hasılatın ve brüt kârın artmasına neden olmuştur.

² Diğer satış gelirleri söz konusu katılım payı, fiyat farkı gelirleri ve diğer muhtelif gelirlerden oluşmaktadır.

2.3.5.1.2. Kârlılık

Satılan Malın Maliyeti:

Satılan malın maliyetinin yıllar içerisindeki değişimi incelendiğinde, 2019 yılında hasılatındaki artışa da paralel olarak bir önceki yıla göre %17'lik artışla 585,2 Milyon TL'den 681,8 Milyon TL'ye yükseldiği görülmektedir. 2020 yılında ise yine satış hasılatındaki %6'lık düşüğe paralel olarak bir önceki yıla göre %2'lik gerilemeyle, satılan malın maliyeti kalemi 664,8 Milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda satılan malın maliyeti kaleminin detayı sunulmuştur:

Tablo 14: Satışların Maliyeti (bin TL) ve Kırılımı (%)

bin TL	2018	%	2019	%	2020	%
İlk Madde ve Malzeme Giderleri	246.710	42,2	223.413	32,8	240.060	36,1
Genel Üretim Giderleri	63.793	10,9	146.827	21,5	153.525	23,1
Amortisman Giderleri	59.172	10,1	80.828	11,9	95.151	14,3
Personel ve Ücret Giderleri	60.276	10,3	50.496	7,4	58.742	8,8
Akaryakıt Giderleri	92.159	15,7	99.169	14,5	55.246	8,3
Satılan Ticari Mallar Maliyeti	62.613	10,7	79.186	11,6	56.285	8,5
Satılan Hizmet Maliyeti	-	-	-	-	4.034	0,6
Kıdem Tazminatı Karşılık Giderleri	492	0,1	1.205	0,2	1.755	0,3
Toplam Satışların Maliyeti	585.215	100,0	681.754	100,0	664.798	100,0

Kaynak: Şirket

2019 yılında satılan malın maliyeti kaleminin artışında en önemli etkenler olarak genel üretim giderleri ve amortisman giderlerindeki artışlar öne çıkmaktadır. 2019 yılında inşaat ve hazır beton sektöründe yaşanan maliyet artışlarının etkisiyle genel üretim giderleri içerisinde yer alan tamir ve bakım, nakliye, elektrik, rödovans, sigorta ve iş makinesi kiralama giderleri gibi maliyet kalemlerinde ciddi artış yaşanmış olup 2018 yılında 63,8 Milyon TL olan genel üretim giderleri 146,8 Milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket operasyonlarının devamlılığı için her yıl gerek maden operasyonlarında (taş kırma tesisleri, dekapaj yatırımları) gerekse hazır beton (yeni tesisler, araç ve iş makineleri) operasyonlarında muhtelif yatırımlar gerçekleştirmekte olup bu yatırımlar neticesinde de maddi duran varlıklarında yıllar içerisinde artış yaşanmaktadır. Bu artışlar neticesinde de nakit çıkışı gerektirmeyen amortisman giderleri kaleminde yıllar içerisinde artış yaşanmış 2018, 2019 ve 2020 yıllarında satılan malın maliyeti içerisindeki amortisman giderleri sırasıyla, 59,2 Milyon TL, 80,8 Milyon TL ve 95,2 Milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

2020 yılında satılan malın maliyetindeki %2'lik gerilemede özellikle akaryakıt giderleri ve satılan ticari malların maliyetindeki düşüş etkili olmuştur. 2018 ve 2019 yıllarında Şirket'in agrega üretimi gerçekleştirdiği maden ocağında üretim kapasitesinin ve verimliliğin artırılması için kurulan 2. taş kırma tesisinin bulunduğu alanda gerçekleştirilen yoğun dekapaj, alt yapı ve yol çalışmaları sonucu bu yıllarda akaryakıt giderlerinde yüksek seviyeler gözlenmiştir. 2020 yılında ise maden ocağında gerçekleştirilen dekapaj, altyapı ve yol çalışmaları büyük ölçüde tamamlandığından bu çalışmalar daha sınırlı düzeyde kalmış ve akaryakıt giderlerinde 2020 yılında bir önceki yıla göre %44 düşüş yaşanmıştır. Satılan ticari mallar maliyeti diğer gelirler içerisinde bulunan inşaat grubu satışlarında (demir, agrega, çimento) 2020 yılında yaşanan düşüslere paralel olarak gerilemiştir. Satılan malın maliyetinde yıllar içerisinde yaşanan değişimlere de bağlı olarak Şirket'in 2018 yılında %9,8 olan brüt kâr marjı, hem üretimde verimliliğin artması hem de m³ başına fiyatlardaki artışla beraber 2019 yıl sonunda %12,4'e yükselmiştir. 2020 yılında ise üretimdeki artan verimliliğe rağmen hammadde fiyatlarındaki artış ve Covid-19 etkisiyle daralan pazarla satışlardaki düşüşün etkisi ile brüt kâr marjı %9,3'e gerilemiştir.

Faaliyet Giderleri:

Şirket'in faaliyet giderleri ana olarak genel yönetim giderleri ve pazarlama giderlerinden oluşmakta olup ağırlık büyük çoğunluğu (ortalama %99,4) genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır. Genel Yönetim Giderleri'nin detayları aşağıdaki tablolarda sunulmuştur:

Tablo 15: Genel Yönetim Giderleri (bin TL) ve Kırılımı (%)

bin TL	2018	%	2019	%	2020	%
Personel Ücret ve Giderleri	3.550	48,0	3.012	35,2	3.752	57,2
Hizmet, Müşavirlik, Bilirkişi Giderleri	2.168	29,3	2.059	24,1	1.438	21,9
Kıdem Tazminatı Karşılık Giderleri	74	1,0	212	2,5	365	5,6
Amortisman Giderleri	142	1,9	347	4,1	244	3,7
Dava ve İcra Takip Giderleri	692	9,3	1.805	21,1	63	1,0
Diğer Giderler	773	10,5	1.125	13,1	693	10,6

Toplam	7.399	100,0	8.561	100,0	6.555	100,0
--------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Kaynak: Şirket

2018 yılında 7.399.091 TL olan genel yönetim giderleri 2019 yılında özellikle dava ve icra takip giderlerindeki artışlarla %16 yükselerek 8,6 Milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında ise dava ve icra takip giderlerinde ciddi oranda düşüş yaşanmış olup genel yönetim giderleri bir önceki yıla göre %24 gerileyerek 6,6 Milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 2018 yılında 49.867 TL olan pazarlama giderleri, 2019 yılında 67.310 TL, 2020 yılında ise 17.716 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in brüt kâr marjındaki gelişime de bağlı olarak faaliyet kâr marjı 2018, 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla, %8,7, %11,3 ve %8,4 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket operasyonlarının devamlılığını sağlamak adına yıllar içerisinde gerek maden tarafında (taş kırma tesisleri, dekapaj yatırımları) gerekse hazır beton (yeni tesisler, araç ve iş makineleri) tarafında muhtelif yatırımlar gerçekleştirmiş olup, bu yatırımlar sonucunda maddi duran varlıklarında da önemli artış yaşanmıştır. Bu artışlara paralel olarak da yıllar içerisinde ayrılan amortismanlarda da artış yaşanmıştır. Nakit olmayan bu giderlerin faaliyet kârına eklenmesiyle hesaplanan ve Şirket'in operasyonel kârlılığı açısından daha sağlıklı bir gösterge olan FAVÖK'ün 2018 yılında 115,5 Milyon TL, 2019 yılında 169,1 Milyon TL ve 2020 yılında 156,8 Milyon TL olarak gerçekleştiği görülmektedir. Hem üretimde verimliliğin sağlanması ile ortalama hammadde maliyetlerinin düşürülmesi hem de m³ bazında fiyatlardaki artışlarla beraber Şirket'in FAVÖK marjı 2018 yılında %17,8, 2019 yılında %21,7 ve 2020 yılında ise hammadde fiyatlarındaki artış ve Covid-19 kaynaklı pazar daralmasına rağmen sınırlı bir düşüşle %21,4 olarak gerçekleşmiştir.

Aşağıdaki tabloda Şirket'in yıllar içerisindeki brüt kârlılık, faaliyet kârlılığı ve operasyonel kârlılığının (FAVÖK) gelişimi özet olarak sunulmuştur:

Tablo 16: Operasyonel Karlılık Göstergeleri

Bin TL	2018	2019	2020
Hasılat*	648.877	778.325	732.811
Satışların Maliyeti (-)	(585.215)	(681.754)	(664.798)
BRÜT KAR (ZARAR)	63.662	96.572	68.013
Brüt Kâr Marjı (%)	%9,8	%12,4	%9,3
Genel Yönetim Giderleri (-)	(7.399)	(8.561)	(6.555)
Pazarlama Giderleri (-)	(50)	(67)	(18)
Faaliyet Kârı (Zararı)*	56.213	87.944	61.440
Faaliyet Kâr Marjı (%)	%8,7	%11,3	%8,4
Amortisman ve İtfa Giderleri	59.314	81.175	95.395
FAVÖK*	115.527	169.119	156.835
FAVÖK Marjı (%)	%17,8	%21,7	%21,4

Kaynak: Şirket

*Şirket'in 2018 yılı finansal raporlarında, Şirket faaliyetlerinde kullandığı araçların satışından elde edilen 41.284.434 TL maddi duran varlık satış karları hasılat içerisinde raporlanmıştır. Bu sınıflandırma hatasının, net gelir üzerinde etkili olmamakla birlikte finansal tablolarda hasılat ve brüt karın bu oranda artmasına neden olmuştur. Buna göre 2018 yılında Şirket'in düzeltilmiş hasılatı 507.592 bin TL, faaliyet karı 14.929 bin TL ve FAVÖK rakamı da 74.243 bin TL'dir.

Esas Faaliyetlerden Gelirler/Giderler:

Esas faaliyetlerinden gelirler kalemi incelendiğinde yıllar içerisinde önemli bir değişim yaşanmadığı görülmekte olup, 2018 yılında 31,6 Milyon TL, 2019 yılında 34,5 Milyon TL, 2020 yılında ise 33,7 Milyon TL olarak gerçekleştiği görülmektedir. Esas faaliyetlerden giderler kalemi incelendiğinde ise 2019 yılında bir önceki yıla göre %33'lük düşüşle 43,3 Milyon TL'den 29,1 Milyon TL'ye gerilediği, 2020 yılında ise %27 oranında düşüşle 21,3 Milyon TL olarak gerçekleştiği gözlemlenmektedir. 2019 yılındaki düşüşte özellikle kur farkı giderlerindeki gerileme etkili olurken, 2020 yılındaki düşüşte ise özellikle şüpheli alacakların tahsilatının yükselmesi ile birlikte şüpheli alacak karşılık giderlerindeki gerileme etkili olmuştur. Esas faaliyetlerden gelirler ve giderler kalemlerinin detayları aşağıdaki tablolarda sunulmuştur:

Tablo 17: Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler ve Giderler (bin TL)

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler (Bin TL)	2018	2019	2020
Ertelenmiş Finansman Gelirleri	22.028	25.105	18.608
Sigorta Hasar Tazminatı Gelirleri	1.960	2.660	4.138
İş Davası Karşılık İptali	-	1.586	3.887
Şüpheli Alacak Karşılık İptali	434	3.058	3.989
Mevduat Faiz Gelirleri	676	290	1.196
Kur Farkı Gelirleri	3.390	449	761
Vade Farkı Gelirleri	-	242	338

Tamir Bakım Gelirleri	-	-	33
Makine Çalışma Bedeli	3.068	1.022	-
Diğer	90	83	797
Toplam	31.646	34.495	33.747

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (Bin TL)	2018	2019	2020
Ertelenmiş Finansman Giderleri	19.541	16.267	16.508
İş Davası Karşılık Giderleri	4.851	4.313	3.248
Şüpheli Alacak Karşılığı Giderleri	7.999	7.944	184
Kur Farkı Giderleri	10.299	519	1.240
Diğer	651	74	79
Toplam	43.341	29.118	21.259

Kaynak: Şirket

Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler ve Giderler:

Yatırım faaliyetlerinden gelirler kalemi 2018 yılında 0,2 Milyon TL seviyesindeyken, 2019 yılında 15,9 Milyon TL, 2020 yılında ise 32,4 Milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket, araç parkurunda yıllar içerisinde modernizasyon çalışmaları çerçevesinde yeni yatırımlar gerçekleştirmiş olup eski araçların değerine uygun şekilde satılması suretiyle sabit kıymet satış kârı elde etmiştir. Yine bu kapsamda gerçekleştirilen işlemler neticesinde oluşan sabit kıymet satış zararları ise 2018 yılında 0,05 Milyon TL, 2019 yılında 2,5 Milyon TL, 2020 yılında ise 0,8 Milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Finansman Gelirleri ve Giderleri:

Özellikle ilişkili taraf faiz gelirleri ve finansal kiralama kur farkı gelirlerindeki gerilemenin bir sonucu olarak finansman gelirlerinde yıllar içerisinde düşüş yaşanmıştır. Finansman gelirleri, 2018 yılında 27,4 Milyon TL seviyesindeyken, 2019 yılında 13,4 Milyon TL, 2020 yılında ise 2,3 Milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Finansman giderlerinin yıllar içerisindeki kompozisyonu incelendiğinde büyük bir kısmının kredi faiz giderlerinden oluştuğu görülmektedir. 2018 yılında 92,2 Milyon TL olan kredi faiz giderleri, faizlerdeki düşüşün etkisi ile 2019 yılında 85,3 Milyon TL, 2020 yılında ise 52,1 Milyon TL seviyesine gerilemiştir. Kredi faiz giderlerinde dönemler itibarıyla yaşanan bu düşüşte yıllar içerisinde orta vadeli düşük faizli kredilerin kullanılması, yüksek faizli kredilerin ödeme planlarının güncellenerek faiz oranlarının düşürülmesi ve mevcut durumdaki kısa vadeli faiz oranlarının düşmesi önemli etkenler olarak öne çıkmıştır. Finansman giderleri içerisinde kredi faiz giderlerinden sonra bir diğer önemli kalemler olan kur farkı giderleri 2018 yılında 14,9 Milyon TL iken 2019 yılında 4,5 Milyon TL ve 2020 yılında ise 3,7 Milyon TL düzeyine gerilemiştir. Bu gelişmeler çerçevesinde toplam finansman giderleri 2018 yılında 114,3 Milyon TL seviyesindeyken, 2019 yılında 103,7 Milyon TL, 2020 yılında ise 69,4 Milyon TL seviyesine gerilemiştir. Finansman giderlerindeki önemli derecedeki bu azalma, Şirket'in hem kârlılığının artmasına hem de özkaynaklarının güçlenmesine katkı sağlamıştır. Finansman gelirleri ve giderleri kalemlerinin detayları aşağıdaki tablolarda sunulmuştur:

Tablo 18: Finansman Gelirleri ve Giderleri (bin TL)

Finansman Gelirleri (Bin TL)	2018	2019	2020
Faiz Gelirleri	4.105	7.821	-
İlişkili Taraf Faiz Gelirleri	14.417	3.131	1.679
Finansal Kiralama Kur Farkı Gelirleri	8.834	2.432	617
Toplam	27.356	13.384	2.297

Finansman Giderleri (Bin TL)	2018	2019	2020
Kredi Faiz Giderleri	92.234	85.291	52.053
Kiralama Yükümlülüklerine İlişkin Faiz Giderleri	-	6.178	4.914
Finansal Kiralama Kur Farkı Giderleri	14.867	4.494	3.714
Finansal Kiralama Faiz Giderleri	887	1.598	2.929
Faktoring Faiz Giderleri	4.957	3.577	2.633
Banka Masrafları	952	2.146	1.938
Teminat Mektubu ve Komisyon Giderleri	169	215	570
Kıdem Tazminatı Finansman Etkisi	245	192	358
İlişkili Taraf Faiz Giderleri	-	-	262
Toplam	114.312	103.691	69.371

Kaynak: Şirket

Dönem Net Kâr/Zararı:

Şirket'in yükselen operasyonel verimliliğini dönem kârına daha etkin şekilde yansıtabilmesi, araç modernizasyonu çerçevesinde elde edilen sabit kıymet satış kârlarındaki artış ve özellikle net finansman giderlerinde yıllar içerisinde yaşanan gerileme ile birlikte Şirket'in net dönem kârında yıllar içerisinde önemli iyileşme yaşanmış olup 2018 yılında gerçekleşen 34,6 Milyon TL'lik dönem zararına karşın, 2019 yılında 12,8 Milyon TL, 2020 yılında ise 29,6 Milyon TL net dönem kârı kaydedilmiştir.

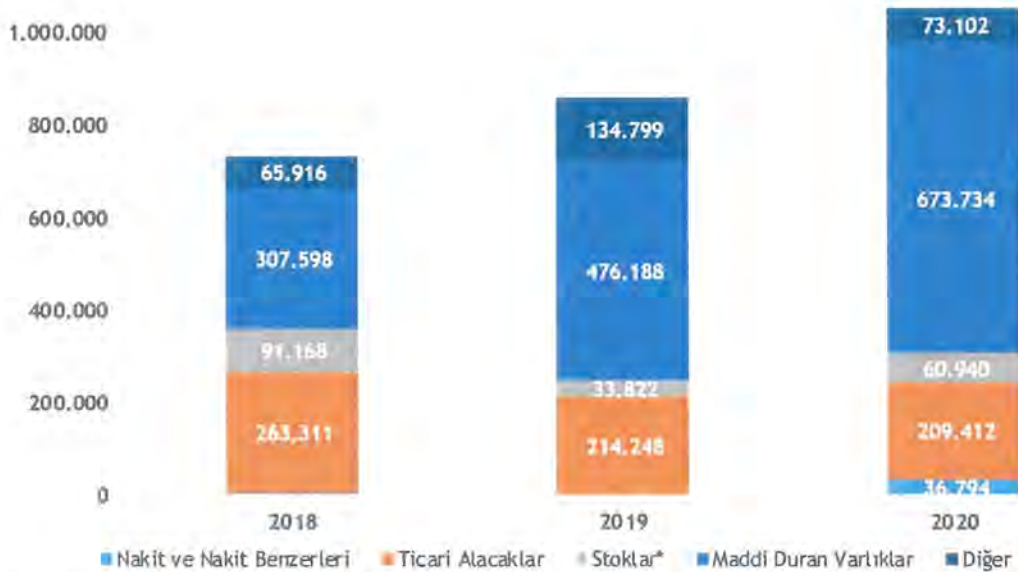
2.3.5.2. Bilanço

31 Aralık 2020 sonu itibarıyla, Şirket'in toplam aktif büyüklüğü 1.054,0 Milyon TL olup, 2019 sonuna göre %22,6 artış göstermiştir. 2020 yılsonu itibarıyla Şirket'in toplam aktiflerinin %63,9'unu maddi duran varlıklar, %19,9'unu ise ticari alacaklar kalemi oluşturmaktadır.

2018 yılsonunda 263,3 Milyon TL olan Ticari Alacaklar kalemi 2019 yılsonunda 214,2 Milyon TL'ye, 2020 yıl sonunda ise 209,4 Milyon TL'ye gerilemiştir. Şirket'in satışlarını nakit ve kısa vadeli olarak gerçekleştirmesi sonucu hasılatta 2019 yılında yaşanan %20'lik artışa rağmen ticari alacaklar kaleminde aynı dönemde %18,6'lık düşüş yaşanmıştır. Ticari alacaklardaki düşüş 2020 yılsonunda da devam etmiş olup ticari alacaklar kalemi aynı dönemdeki hasılatdaki azalmaya paralel olarak %2,3'lük düşüşle 209,4 Milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

2018 yılsonunda 307,6 Milyon TL olan Şirket'in maddi duran varlıkları 2019 yılsonunda %54,8'lik artışla 476,2 Milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artıştaki en önemli etkenler olarak, Şirket'in işlettiği maden ocağına yapılan yeni taş kırma tesisi başta olmak üzere maden ocağına yapılan yatırımlar yanında yıl içerisinde açılan yeni hazır beton tesisleri kurulumları ve yeni araç ve iş makineleri alımları da öne çıkmaktadır. 2020 yılsonunda da maddi duran varlıklarda bir önceki yıla göre %41,5 oranında artarak 673,7 Milyon TL'ye yükselmiştir. Bu yükselişte maden sahasına yapılan dekapaj yatırımları, yıl içerisinde alınan yeni projelerle birlikte kurulan mobil hazır beton tesisleri ve yeni alınan araç ve iş makinelerinin yanında araç ve iş makinelerinin yeniden değerlendirilmesinden oluşan artış da etkili olmuştur. Aden Gayrimenkul Değerleme A.Ş. firması tarafından hazırlanan Taşıt Araçları, İş Makinesi ve Yardımcı Ekipmanlar Görüş Raporu (31.12.2020 Değer Tarihi) kapsamında, 2020 yılsonunda maddi duran varlıklarda 165,6 Milyon TL tutarında yeniden değerlemeden kaynaklı artış yaşanmıştır. Söz konusu yeniden değerlendirme sonucu maddi vuran varlıklarda meydana gelen artışlar, ertelenmiş vergi etkisi netleştirildikten sonra bilançoda özkaynaklar grubunda yer alan "Birlikte Diğer Kapsamlı Gelir - Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak" hesabına (yeniden değerlendirme fonu) alacak olarak kaydedilmiştir. Şirket'in yıllar içerisinde aktiflerinin kompozisyonu ve gelişimi aşağıdaki grafikte sunulmuştur.

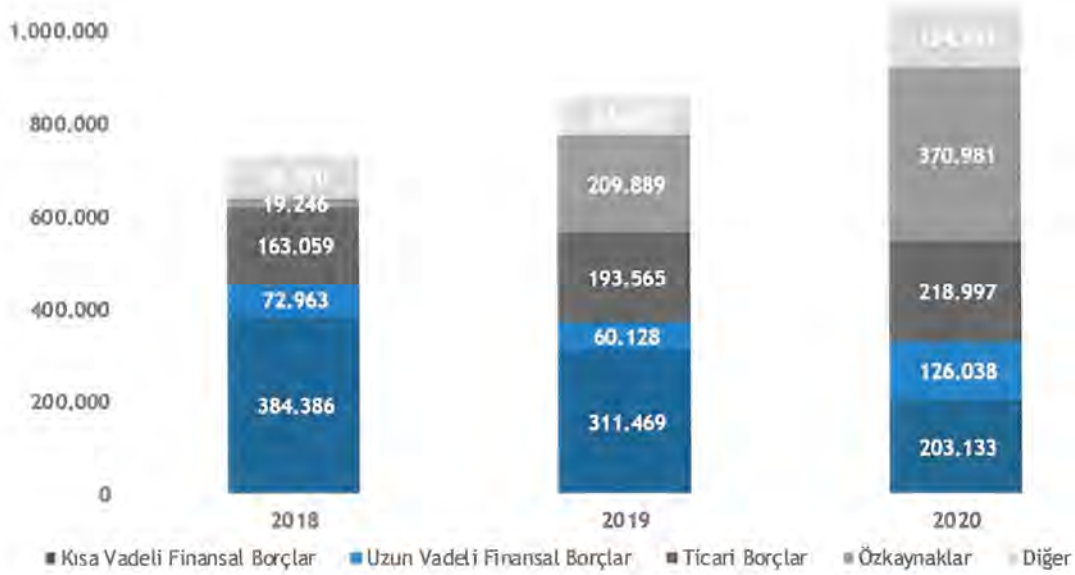
Şekil 2: Şirket Aktifleri (bin TL)



Kaynak: Şirket, *Stoklar kalemi hesaplanırken peşin ödenmiş giderler içerisinde yer alan verilen sipariş avansları da dâhil edilmiştir

2020 yılsonu itibariyle Şirket'in toplam kaynaklarının %19,3'ünü kısa vadeli finansal borçlar³, %12,0'ını uzun vadeli finansal borçlar, %20,8'ini ticari borçlar, %35,2'sini ise özkaynaklar oluşturmaktadır. Şirket'in yıllar içerisinde kaynaklarının kompozisyonu ve gelişimi aşağıdaki grafikte sunulmuştur:

Şekil 3: Şirket Kaynakları (bın TL)



Kaynak: Şirket

2018 yılsonunda 219,2 Milyon TL olan kısa vadeli finansal borçlar 2019 yılsonunda sınırlı bir düşüşle 217,3 Milyon TL olarak gerçekleşmiş, 2020 yılsonunda ise %55'lik düşüşle 50,7 Milyon TL'ye gerilemiştir. Yine aynı dönemde uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları da %62'lik artışla 94,2 Milyon TL'den 152,4 Milyon TL'ye yükselmiştir. 2018 yılsonunda 73,0 Milyon TL olan uzun vadeli finansal borçlar 2019 yılsonunda %18 gerileyerek 60,1 Milyon TL olarak gerçekleşse de, 2020 yılsonunda bir önceki yıla göre %110'luk artışla 126,0 TL'ye yükselmiştir. 2020 yılında gerçekleşen bu artıştaki en önemli etken kısa vadeli finansal borçların faiz ve vadelerdeki uygun koşullardan faydalanarak daha uzun vadelere yayılması ve uzun vadeli finansal borçlara dönüştürülmesidir. Şirketin finansal tablolarında da görüleceği üzere Şirket, önceki dönemlerde daha çok kısa vadeli finansman kredileri ile faaliyetlerini sürdürürken, 2020 yılında kısa vadeli borçlanmaların uzun vadelerle yenilendiği görülmektedir. Söz konusu kısa vadeli kredileri uzun vadeye yayma işlemi, faizlerin %7,5-10 seviyelerine düştüğü dönemlerde orta vadeli krediler kullanılarak gerçekleştirilmiş olup, kredi vadeleri ile faiz oranlarında yapılan dönüşümlerin etkisi gelir tablosuna da olumlu yansımış ve önceki yıllara göre finansman giderlerinin önemli ölçüde düşürülmesi sağlanmıştır.

2018 yılsonunda 163,1 Milyon TL olan ticari borçlar 2019 yılsonunda %19 artışla 193,6 Milyon TL'ye yükselmiş, 2020 yılsonunda ise %13,1 artarak 219,0 Milyon TL'ye yükselmiştir. İncelenen dönemler itibari ile ticari borçlarda yaşanan artışın en önemli nedeni, Şirket politikası gereği faaliyetlerin kısa vadeli banka kredileri yerine piyasadaki bilinirlikten de faydalanarak ticari borçlanmalarla fonlanmasının tercih edilmesidir. Yine Şirket politikası gereği ticari alacakların ortalama tahsil süreleri kısaltılarak vadeler öne çekilmiş, ticari borçların vadelerinin uzatılmasıyla kullanılan kredilerin faiz oranlarının düşürülmesi neticesinde işletme sermayesi açısından önemli iyileştirme adımları atılmıştır.

Şirket'in 2018 yılı faaliyetlerinden, yasal kayıtlara (VUK) göre düzenlenen Finansal Tablolarda 34,6 Milyon TL dönem zararı oluşmuştur. Bu zararın nedeni olarak Şirket tarafından yapılan yatırımlardan kaynaklanan finansman giderleri, kur artışı kaynaklı kambiyo zararları ve amortisman giderleri olarak öne çıkmaktadır. Belirtilen zararın etkisinin ortadan kaldırılması için 2019 yılsonunda ortaklar tarafından sermaye artışı gerçekleştirilmiştir.

2018 yılsonunda 19,2 Milyon TL olan toplam özkaynaklar, 2019 yılsonunda hem dönem net kârında yaşanan artış, hem Şirket'in ödenmiş sermayesinin bedelli sermaye artırımını ile 100,0 Milyon TL'den 280,0 Milyon TL'ye artırılması ile birlikte 209,9 Milyon TL seviyesine yükselmiştir. 2020 yılsonunda ise bir önceki yıla göre %76,8'lik artışla 371,0 Milyon TL'ye yükselmiştir. 2020 yılsonunda yaşanan artıştaki

³ Kısa vadeli ve uzun vadeli finansal borçlar hesaplaması yapılırken finansal kiralama borçları da dahil edilmiştir.

en önemli etken Aden Gayrimenkul Değerleme A.Ş. firması tarafından hazırlanan Taşıtl Araçları, İş Makinesi ve Yardımcı Ekipmanlar Görüş Raporu (31.12.2020 Değer Tarihi) kapsamında 2020 yılsonunda maddi duran varlıklarda yaşanan 165,6 Milyon TL tutarında yeniden değerlemeden kaynaklı artıştır. Söz konusu yeniden değerlendirme sonucu maddi vuran varlıklarda meydana gelen artışlar, ertelenmiş vergi etkisi netleştirildikten sonra bilançoda özkaynaklar grubunda yer alan “Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir - Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak” hesabına (yeniden değerlendirme fonu) alacak olarak kaydedilmiş olup 2019 yılsonunda -1,9 Milyon TL (negatif) olan Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir/Gider kalemi, 2020 yılsonunda 129,16 Milyon TL’ye yükselmiştir.

2.3.5.2.1. Mali Yapı

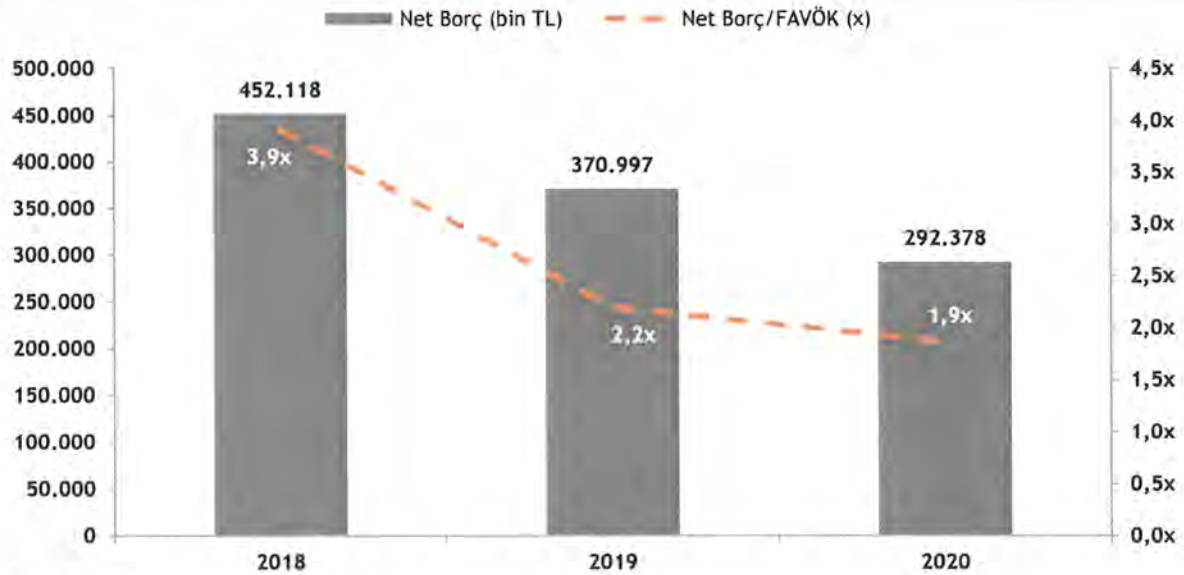
Tablo 19: Mali Yapı Oranları

Mali Yapı Oranları	2018	2019	2020
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler / Toplam Aktifler)	97,4%	75,6%	64,8%
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplamı	85,9%	65,1%	48,1%
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Aktif Toplamı	11,5%	10,5%	16,7%
Özkaynaklar/Aktif Toplamı	2,6%	24,4%	35,2%
Toplam Yükümlülükler/Özkaynaklar	37,10x	3,10x	1,84x

Kaynak: Şirket

Hem finansal borçlardaki gerileme hem de özkaynaklardaki artışla beraber, Şirket’in kaldıraç oranı yıllar içerisinde düşüş kaydetmiş olup 2018 yılsonunda %97,4 olan kaldıraç oranı, 2020 yılsonunda %64,8’e gerilemiştir. Güçlenen sermayenin yardımı ile 2018 sonunda %2,6 olan özkaynakların toplam aktiflere oranı, 2020 yılsonu itibarıyla %35,2 düzeyine ulaşmıştır. Şirket’in kısa vadeli yükümlülüklerinin toplam aktif içerisindeki payı 2018’de %85,9 iken, 2019 yılında %65,1’e, 2020 yılsonunda ise %48,1’e gerilemiştir.

Şekil 4: Net Borç (bin TL) ve Net Borç/FAVÖK oranı (x)

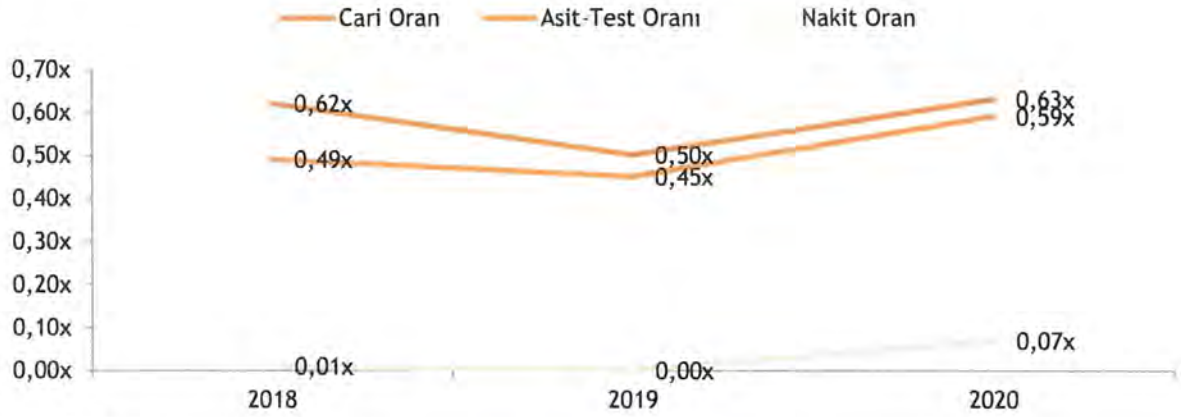


Kaynak: Şirket

Şirket’in toplam finansal yükümlülükleri 2018 yılsonunda 457,4 Milyon TL iken, 2019 yılsonunda 371,6 Milyon TL, 2020 yılsonunda ise 329,2 Milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Borçlanmada yıllar içerisindeki genel azalma eğilimi sonucunda Şirket’in net borç seviyesinde ciddi iyileşme gerçekleşmiş olup, Şirket’in net borcu 2018 yılsonunda 452,1 Milyon TL iken, 2019 yılsonunda %17,9’luk düşüşle 371,0 Milyon TL’ye gerilemiş, 2020 yılsonunda ise %21,2’lik düşüş ile 292,4 Milyon TL’ye gerilemiştir. Bu çerçevede değerlendirildiğinde, Şirket’in Net Borç/FAVÖK oranı da yıllar içerisinde azalmış olup, 2018 yılsonunda 3,9x olan Net Borç/FAVÖK oranının, 2019 yılsonunda 2,2x, 2020 yılsonunda ise 1,9x değerine gerilediği görülmektedir.

2.3.5.2.2 Likidite

Şekil 5: Likidite Oranları (x)



Kaynak: Şirket

2019-2020 dönemi incelendiğinde Şirket'in likidite oranı değerlerinin artış eğiliminde olduğu gözlenmekte olup, bu da Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabilecek likiditeye sahip olduğunu göstermektedir.

Yıllar itibariyle Şirket'in "uyarlanmış" net işletme sermayesinin ve Net İşletme Sermayesi/Hasılat oranının yıllar itibariyle değişimi aşağıdaki tabloda sunulmuştur. Net işletme sermayesi / hasılat oranında meydana gelen azalışın ana sebebi ticari alacak gün sayısı ve stok gün sayısında meydana gelen azalıştır.

Tablo 20: İşletme Sermayesi Yönetimi (mn TL)

	2018	2019	2020
Ticari Alacaklar	263,3	214,2	209,4
<i>Ticari Alacak Günü</i>	148	100	104
Stoklar	78,2	27,2	19,8
<i>Stok Gün Sayısı</i>	49	15	11
Ticari Borçlar	163,1	193,6	219,0
<i>Ticari Borç Günü</i>	92	91	109
Diğer Dön Varlıklar	18,0	11,8	55,0
Diğer KV Borçlar	82,4	45,8	76,8
ΔNet İşletme Sermayesi	-59,9	160,9	50,0
<i>Hasıllata Oran (%)</i>	<i>-9,2%</i>	<i>20,7%</i>	<i>6,8%</i>

Kaynak: Şirket

Şirket'in karşılaştırmalı bilanço tablosu aşağıda sunulmuştur.

Tablo 21: Bilanço (bin TL)

bin TL	2018	2019	2020
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.230	599	36.794
Ticari Alacaklar	263.311	214.248	209.412
Diğer Alacaklar	23.635	24.115	274
Stoklar	78.200	27.232	19.816
Peşin Ödenmiş Giderler	17.938	11.741	55.021
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	74	20	--
Toplam Dönen Varlıklar	388.388	277.955	321.317
Ticari Alacaklar	-	22.123	3.113
Diğer Alacaklar	50	102	100
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	759	-
Maddi Duran Varlıklar	307.598	476.188	673.734
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	50.611	41.631

Şerefiye Dışındaki Maddi Olmayan Duran Varlıklar	17.625	15.478	14.000
Peşin Ödenmiş Giderler	4	-	87
Ertelenmiş Vergi Varlığı	19.560	16.441	-
Toplam Duran Varlıklar	344.837	581.702	732.665
TOPLAM VARLIKLAR	733.224	859.657	1.053.982
Kısa Vadeli Borçlanmalar	219.210	217.269	50.706
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	165.176	94.199	152.427
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	8.685	8.545
Ticari Borçlar	163.059	193.565	218.997
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	3.045	4.544	6.339
Diğer Borçlar	36.562	20.847	19.779
Ertelenmiş Gelirler	42.343	19.691	47.948
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	1.333
Kısa Vadeli Karşılıklar	460	759	1.400
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	629.855	559.559	507.473
Uzun Vadeli Borçlanmalar	72.963	60.128	126.038
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	15.246	10.322
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	23.863
Uzun Vadeli Karşılıklar	11.161	14.835	15.306
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	84.124	90.209	175.528
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	713.979	649.768	683.001
Ödenmiş Sermaye	100.000	280.000	280.000
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	244	(1.897)	129.575
Kârdan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	1.751	1.751	1.751
Geçmiş Yıllar Zararları	(48.191)	(82.750)	(69.966)
Net dönem Karı/Zararı	(34.558)	12.784	29.621
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	19.246	209.889	370.981
TOPLAM KAYNAKLAR	733.224	859.657	1.053.982

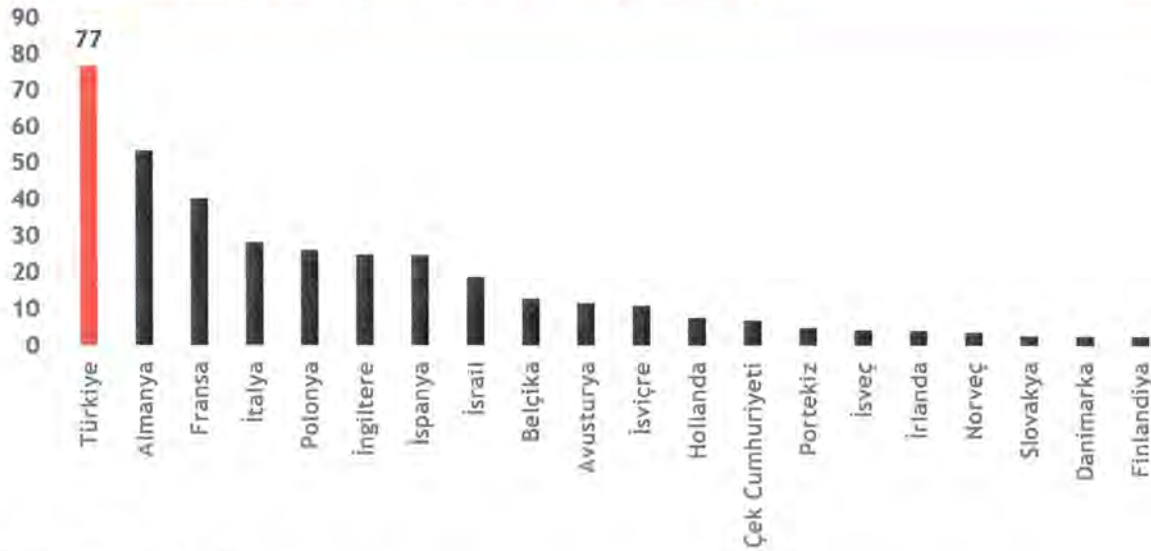
Kaynak: Şirket

3. Sektörel Bilgiler

3.1. Dünya & Türkiye Hazır Beton Sektörü

Avrupa Hazır Beton Birliği'nden (ERMCO) alınan 2019 yılı verilerine göre tüm Avrupa Birliği ("AB") üyesi ülkelerin toplam üretim miktarı 260 Milyon m³ iken, Türkiye tek başına 77 Milyon m³ beton üretmiştir. Bu üretim miktarı ile Türkiye, AB ülkeleri arasında birinci iken Almanya 53,5 Milyon m³ üretim ile ikinci, Fransa 40,3 Milyon m³ üretim ile üçüncü sırada yer almıştır.

Şekil 6: Ülke Bazında 2019 Hazır Beton Üretimi (Milyon m³)



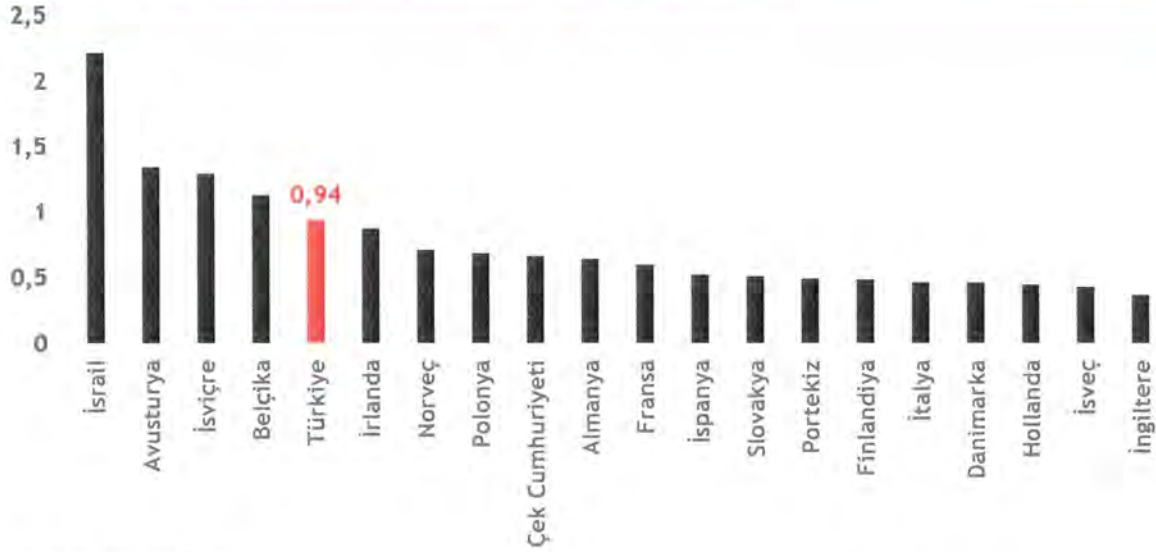
Kaynak: ERMCO 2019 Report

Avrupa Hazır Beton Birliği (ERMCO) 2019 verileri uyarınca, AB ülkelerinde ortalama kişi başı hazır beton üretimi 0,50 m³ iken, Türkiye'de kişi başı hazır beton üretimi 0,94 m³'tür. Sadece miktar

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akal Mah. Ebulula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
E-2/A Blok No:18 Kat:10 34335 İSTANBUL
Tel: (212) 352 30 77 Fax: (212) 352 36 20
www.vakifyatirim.com.tr
İşletme Sicil No: 357238
Borçlanma Kurumları V.D. 522 008 8859
Mersis No: 0-9728-0883-5900017

açısından değil kullanılan betonların dayanım sınıflarında da Türkiye öndedir. Kullanılan betonların dayanım sınıflarına bakıldığında; önemli bir deprem kuşağında yer alan, C25/30-C30/37 dayanım sınıflarında %69,5 ile Türkiye, %61 olan AB ortalamasının üstündedir. C35/45 ve üstü dayanım sınıflarında ise Türkiye %25 ile %14 olan AB ortalamasının üstündedir.

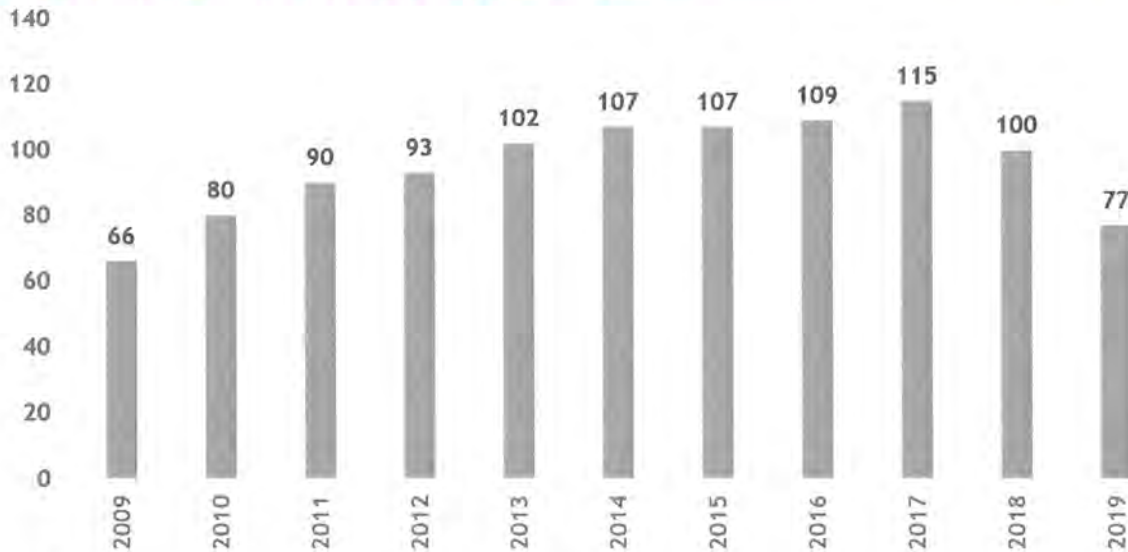
Şekil 7: Ülke Bazında 2019 Kişi Başı Hazır Beton Üretimi (m³)



Kaynak: ERMCO 2019 Report

Almanya hazır beton sektörünün ilk olduğu ülkedir ve bundan yaklaşık 100 yıl önce hazır beton endüstrisi kurulmuştur. Türkiye’de ise 1976’da ilk hazır beton üretimi Ankara’da başlamıştır. Avrupa’dan yaklaşık 100 yıl sonra hazır beton ile tanışan Türkiye, bugün hazır beton üretim miktarıyla dünyada önemli bir yerdedir. 1988 yılında yıllık 1,5 Milyon m³ beton üretilmekte iken son 32 yılda üretim artmış ve 2017 yılında 115 Milyon m³ üretim ile zirveye ulaşılmıştır. Son yıllarda inşaat sektöründeki yavaşlamayla birlikte beton üretiminde daralma meydana gelmiş ve 2019 yılında 77 Milyon m³ beton üretilmiştir. Türkiye bu büyüme performansı ile beton üretiminde Avrupa birinciliğini 2009’dan bu yana korumaya devam etmiş; Çin ve ABD’nin ardından dünyanın üçüncü en büyük hazır beton üreticisi konumuna gelmiştir.

Şekil 8: Türkiye Hazır Beton Üretimi (Milyon m³)



Kaynak: THBB

Gelişmekte olan bir ekonomiye sahip olan Türkiye, sanayileşme ve altyapı yatırımlarını sürdürme zorunluluğu içerisinde. Sanayileşme ve altyapı yatırımlarının geliştirilmesi açısından değerlendirildiğinde, hazır beton sektörü ve üretimi de bu gelişmelere paralel şekilde büyüme potansiyeline sahiptir. Ayrıca Türkiye’de hızlı bir nüfus artışı ve bunun getirdiği konut, vb. ihtiyaçlar

söz konusudur. İnşaat sektörünün son birkaç yıla kadar Türkiye ekonomisinin öncü sektörlerinden biri olmasının yanı sıra, Türk inşaat endüstrisinin milli gelire katkısı da halihazırda önemli seviyededir. Bu endüstrinin bir alt kolu ve temel taşlarından da biri olan hazır beton sektörünün, diğer ülkelerle karşılaştırıldığında Türkiye'nin hala gelişme döneminde olduğu görülmektedir.

2020 yılı özellikle tüm dünyayı etkisi altına alan ve birçok belirsizliğe neden olan COVID-19 pandemisinin olumsuz etkileri ile geçmiştir. Özellikle Türkiye'de Mart 2020'de etkisini göstermeye başlayan pandemi; haziran ayının başına kadar süren kısmi sokağa çıkma yasağı süreci ile turizm, inşaat, sanayi, hizmet gibi birçok sektörü ciddi oranda etkilemiştir. Bu etki ile birlikte artan döviz kurları, yabancı yatırımlarda görülen azalma, cari açığın artması ve dış politikada yaşanan gelişmeler ülke ekonomisinde dalgalanmalara neden olmuştur. Bu dalgalanmaların etkileri, yılsonunda ekonomi yönetimi ve politikasında yapılan değişiklikler ile bir miktar azalmıştır. Yalnız son dönemde artan politika faizi reel sektör için zorlu bir sürecin başlamasına neden olmuştur. Bu ve benzeri birçok gelişme hem inşaat sektörünü hem de hazır beton sektörünü etkilemiş ve 2021 yılında da etkilemeye devam edecektir.

2020 yılında talebin dalgalı olması, çok hızlı değişen koşullar ve belirsizlikler nedeniyle sektörün maliyet ve fiyatlandırma (maliyet odaklı) politikasında sorunlar yaşanmıştır. Özellikle sabit fiyatlı sözleşmeler, hammadde fiyatlarındaki ani ve yüksek artışla hazır beton üreticisini olumsuz etkilemiştir. Nakit akış yönetimi, alacak ve risk takibi ve pazar analizi de firmaların sorun yaşadığı konular olmuştur. Pandemi sonrası beklenmedik seviyede gerçekleşen talep, firmaları ekipman ve personel yönetimi konularında hazırlıksız yakalamıştır. Rekabet seviyesi üreticileri daha da olumsuz etkilemiştir. Hazır beton sektöründeki girdiler her ne kadar yerli gözüksün de döviz kuruna bağlılıkları yüksek seviyededir. THBB tarafından yapılan bir araştırma kapsamında hazır beton üretim girdi maliyetlerinin doğrudan ya da dolaylı olarak yaklaşık %40-50 oranında döviz kuruna bağlı olduğu tespit edilmiştir. Yatırım yani makine/ekipman satın almalarında ve bakım/onarım giderlerinde bu oran %75-80 seviyesine çıkabilmektedir.

2020 yılında inişli ve çıkışlı bir süreç yaşayan hazır beton sektörü tüm olumsuzluklara rağmen büyümeyi başarmıştır. Bu büyümenin ana nedeni olarak konut talebini arttırmak ve buna bağlı olarak yeni projelerin başlamasını kolaylaştırmak adına konut kredisi faizlerinin haziran-ağustos döneminde düşük seviyelerde kalması öne çıkmaktadır. Daha sonraki dönemde faizlerin artmasıyla, yakalanan ivmede azalma meydana gelmiştir.

Her ay TÜİK tarafından yayınlanan Hazır Beton Üretim Endeksi verileri incelendiğinde 2018 yılının başından 2019 yılının ortasına kadar düşüş trendinin devam ettiği ve sonrasında yatay bir seyir olduğu görülmektedir. 2020 yılının Nisan ve Mayıs aylarında üretim endeksinde düşüş gözlemlense de sonraki dönemde toparlanma gerçekleşmiştir. Aşağıdaki grafikte Hazır Beton Endeksi'nin son 3 yıldaki gelişimi görülmektedir:

Şekil 9: TÜİK Hazır Beton Üretim Endeksi



Kaynak: TÜİK

Aşağıdaki tabloda ise hazır beton sektörünün yıl bazında ciro, üretim değeri ve katma değer verileri sunulmaktadır. TÜİK tarafından yıllık sanayi ve hizmet verileri kapsamında yayımlanan bu istatistiklere göre 2019 yılında hazır beton sektörü ciddi bir düşüş yaşamıştır. Üretim miktarının azalması ve maliyet

artışlarının etkisi ile sektör hem gelir hem de kâr açısından oldukça zor bir dönem yaşamıştır. 2019 yılında ciroda %24, üretim değerinde ise %26'lık düşüş gerçekleşmiştir. 2019 yılında katma değerdeki düşüş ise %11,8 seviyesinde gerçekleşmiştir. Son beş yıldaki katma değerün üretim değerine oranı incelendiğinde %16 ile en iyi performans 2019 yılında gerçekleşmiştir. Son beş yılda hazır beton fiyat değişiminin ÜFE'nin altında olmadığı tek yılın 2019 yılı olmasının, bu performansta etkili olduğu değerlendirilmektedir.

Tablo 22: TÜİK Türkiye Hazır Beton Sektörü Ciro, Üretim ve Katma Değer Büyüklükleri (Bin TL)

Yıl	Ciro	Üretim Değeri	Katma Değer
2015	16.319.902	15.134.019	2.248.949
2016	18.252.279	16.846.667	2.546.596
2017	21.700.987	19.771.417	2.751.123
2018	22.292.400	20.793.909	2.849.239
2019	16.954.678	15.392.138	2.514.324

Kaynak: TÜİK

THBB'nin açıkladığı 2020 Yılı Sektör Verilerine göre hazır beton sektörü, 2020 yılında %23büyüme gerçekleştirmiştir. Aşağıda sunulan tablodan da görüleceği üzere 2020 yılında çimento iç satışları bir önceki yılın aynı dönemine göre %23 artmıştır. TÜİK tarafından yayımlanan Hazır Beton İmalat Endeksi 2020 yılında %22, İnşaat Faaliyetleri Endeksi ise %27 artmıştır.

Tablo 23: TÜİK Hazır Beton İmalat, İnşaat Faaliyet Endeksi, TÜRKÇİMENTO Çimento İç Satışları

	2019	2020	Değişim (%)
Çimento İç Satış (ton)	45.412.117	55.653.157	%23
Hazır Beton İmalat Endeksi	60,6	74,2	%22
İnşaat Faaliyet Endeksi	63,7	80,9	%27

Kaynak: TÜİK, TÜRKÇİMENTO

Hazır beton sektörü için çimento iç satış verileri önem arz etmektedir. Aşağıdaki tabloda görüleceği üzere 2018 ve 2019 yılında hem toplam iç satış hem de bunun içindeki hazır beton sektörünün payı düşüş göstermiştir. 2017 ve 2018 yıllarında hazır beton sektörüne yönelik satışın iç satışa oranı %50 seviyelerinde iken bu oran 2019 yılında %44, 2020 yılında ise %45 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 24: TÜRKÇİMENTO Çimento Üretim ve Satış Tonajları

Yıl	Toplam Çimento Üretimi (ton)	Çimento İç Satış (ton)	Hazır Beton Sektörüne Satış* (ton)	Hazır Betonun Oranı*
2017	80.552.257	72.227.260	36.959.806	%51
2018	72.544.430	64.364.011	32.207.442	%50
2019	56.966.272	45.412.117	19.877.678	%44
2020	72.299.054	55.653.157	24.942.768	%45

Kaynak: TÜRKÇİMENTO, * Bayi kanalı ile hazır beton üreticilerine yapılan satış dâhil değildir.

TÜRKÇİMENTO 2020 yılı verileri incelendiğinde ise toplam çimento üretiminin bir önceki yılın aynı dönemine göre %24, çimento iç satışın ise %23 oranında artış gösterdiği görülmektedir.

Tablo 25: TÜRKÇİMENTO Çimento Üretim ve Satış Tonajları - 2019/2020 Karşılaştırması

Yıl	Toplam Çimento Üretimi (ton)	Çimento İç Satış (ton)
2019	56.966.272	45.412.117
2020	72.299.054	55.653.157
Değişim (%)	%27	%23

Kaynak: TÜRKÇİMENTO

Hazır beton sektöründe çimento satışlarının gelişimini ve önemini açıklamak adına çimento satışlarının sektörlere göre ayrımı da incelenmiş olup TÜRKÇİMENTO verilerine göre yıllar itibari ile Türkiye'de üretilen çimentonun yüzdesel satış dağılımı aşağıdaki tabloda sunulmuştur:

Tablo 26: Türkiye Çimento Satışları Yüzdesel Müşteri Dağılımı

Türkiye Çimento Satışları (%)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Hazır Beton	%52,9	%52,5	%51,4	%49,6	%51,2	%50,0	%43,8	%44,8

İnşaat Şirketleri	%4,0	%3,9	%4,0	%5,3	%5,1	%3,9	%6,8	%4,5
Müteahhit	%4,8	%4,7	%3,8	%3,9	%4,8	%5,5	%7,5	%6,5
Prefabrik	%3,2	%3,6	%3,7	%4,0	%5,1	%5,7	%5,3	%4,7
Bayi	%33,7	%33,7	%35,6	%34,7	%31,3	%32,6	%34,5	%35,9
Kamu&Diğer	%1,4	%1,6	%1,5	%2,5	%2,6	%2,2	%2,1	%3,5

Kaynak: TÜRKÇİMENTO

2013-2018 yılları arasında hazır beton üretimi yapan firmalara yapılan satışlar toplam satışların yaklaşık %50'sini oluşturmaktadır. 2019 ve 2020 yıllarında ise bu oranda düşüş yaşanmış, satışlar inşaat şirketlerine, bayilere ve müteahhitlere kaymış olup, hazır beton firmalarına yapılan satışların oranı %44-45 seviyelerine gerilemiştir. Şirket faaliyetlerini yoğunlukla İstanbul'da gerçekleştirdiğinden dolayı Marmara Bölgesi'ne ait veriler incelenmiş olup TÜRKÇİMENTO'nun verilerine göre Marmara Bölgesi'nde yapılan çimento satışlarının miktarsal ve yüzdesel dağılımı aşağıdaki tablolarda sunulmuştur:

Tablo 27: Marmara Bölgesi Tonaj ve Yüzdese Çimento Satışları Dağılımı

Marmara Bölgesi Çimento Satışları (ton)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Hazır Beton	9,3	10,2	9,9	10,4	11,6	9,6	5,6	6,1
İnşaat Şirketleri	0,0	0,3	0,5	0,9	1,2	0,8	0,3	0,4
Müteahhit	0,4	0,4	0,4	0,8	1,3	1,5	1,2	1,2
Prefabrik	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,2	0,2
Bayi	3,9	4,5	5,2	4,8	4,8	3,9	2,7	3,2
Kamu&Diğer	0,3	0,3	0,2	0,5	0,4	0,3	0,3	0,5

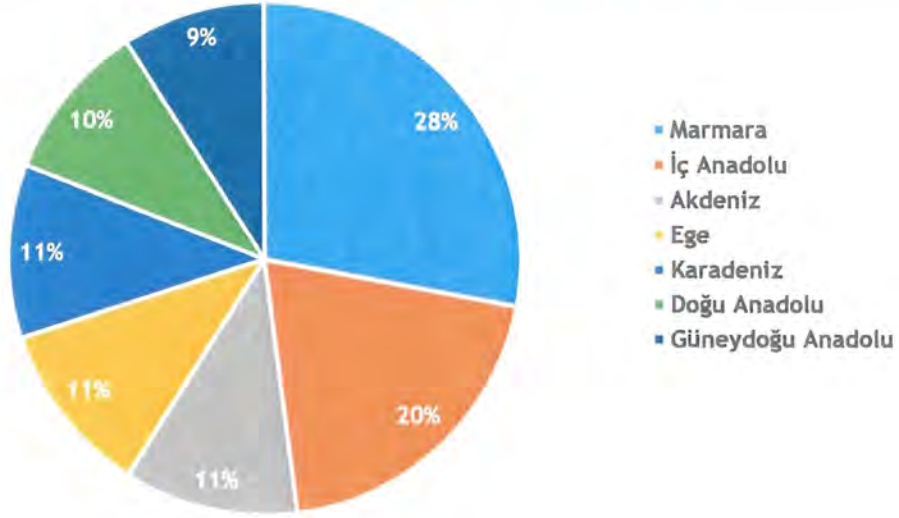
Marmara Bölgesi Çimento Satışları (%)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Hazır Beton	%66,3	%63,8	%59,6	%58,4	%59,2	%58,1	%53,9	%52,3
İnşaat Şirketleri	%0,0	%2,0	%2,8	%5,3	%6,0	%4,9	%3,1	%3,5
Müteahhit	%2,8	%2,3	%2,5	%4,3	%6,5	%9,3	%11,7	%10,5
Prefabrik	%1,7	%2,2	%2,6	%2,3	%2,1	%2,4	%2,3	%1,7
Bayi	%27,4	%27,9	%31,4	%26,8	%24,4	%23,6	%26,2	%27,4
Kamu&Diğer	%1,8	%1,8	%0,9	%2,9	%1,8	%1,8	%2,7	%4,7

Kaynak: TÜRKÇİMENTO

Marmara Bölgesi'ndeki satışlar incelendiğinde ise bölgedeki çimento satışlarının 2013 yılında %66,3'ü hazır beton üreticilerine gerçekleştirilmişken, bu oran yıllar içerisinde gerileyerek 2020 yılında %52,3'e düşmüştür. Hazır beton üreticilerinin ardından en çok pay burada da bayiler olarak kaydedilmiştir. Tonaj olarak bakıldığında Marmara Bölgesi'nde 2013 yılında hazır beton üreticilerine 9,3 Milyon ton çimento satışı gerçekleştirildiği ve 2017 yılına kadar da bir artış trendi içinde olduğu görülmektedir. İnşaat sektöründeki genel daralma ve Türkiye'deki çimento kapasitesinin talepten daha fazla olması sebebiyle genel çimento satışlarındaki düşüşe paralel olarak, 2017 yılından sonra hazır beton üreticilerine gerçekleştirilen çimento satışlarında da düşüş yaşanmıştır. Marmara Bölgesi'nde hazır beton firmalarına 2017 yılında yapılan 11,6 Milyon ton olan çimento satışları, 2018 yılında 9,6 Milyon tona, 2019 yılında ise 5,6 Milyon tona gerilemiştir. 2020 yılsonunda ise %8,2'lik artışla hazır beton üreticilerine yapılan çimento satışları 6,1 milyon ton olarak gerçekleşmiştir.

Aşağıdaki grafikte ise 2020 THBB raporuna göre bölgelerde gerçekleşen hazır beton üretimlerinin Türkiye ortalaması görülmektedir. Marmara Bölgesi'nde hazır beton üretiminin %28'i gerçekleşmektedir. İç Anadolu Bölgesi %20'lik oran ile Marmara Bölgesi'ni takip etmektedir. En düşük üretim oranı ise Güneydoğu Anadolu Bölgesi'nde gerçekleşmiştir.

Şekil 10: 2020 Yılı Türkiye Coğrafi Bölgelere Göre Hazır Beton Üretim (%)

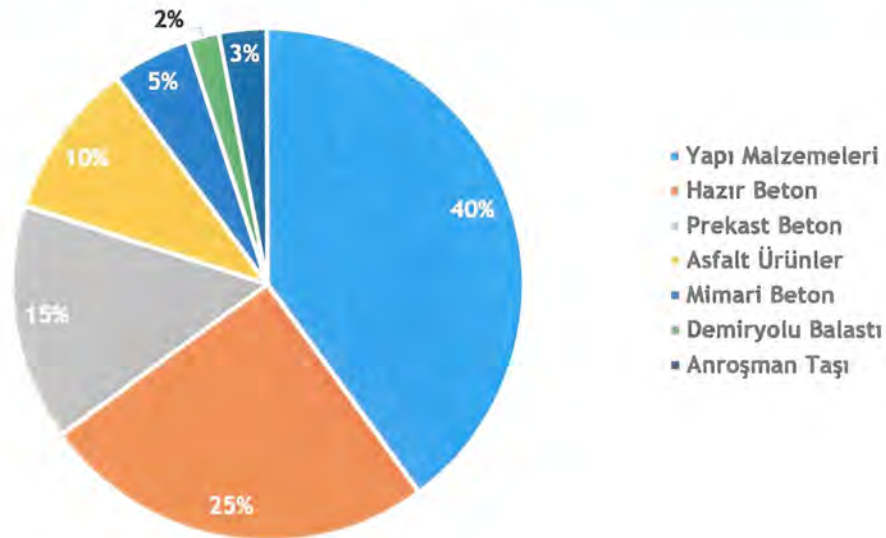


Kaynak: THBB

3.2. Dünya & Türkiye Agregası Sektörü

Agrega, yaşamın her alanında karşılaşılan bir hammadde ve yapı ve inşaat malzemesi olup yaşadığımız evler, ofisler, hastaneler, okullar, viyadükler, yollar, köprüler, havalimanları, vb. yapıların inşası için sürdürülebilir bir agrega üretimi gereklidir. Örnek olarak; Agregası Üreticileri Birliği (AGÜB) verilerine göre bir daire yapımı için 80 ton, bir okulun yapımı için 3.000 ton, bir stadyumun yapımı için 300.000 ton, bir kilometre yol yapımı için 30.000 ton, bir kilometre demiryolu yapımı için 9.000 ton agregaya ihtiyaç duyulacağı öngörülmektedir. Beton içinde hacimsel olarak %70-80 civarında yer işgal eden agrega, betonun yanı sıra asfalt, demiryolu balastı, anroşman taşı, gabion duvar, kireç, harç, dolgu gibi alanlarda da agrega kullanımı ön plana çıkmaktadır. UEPG (Avrupa Agregası Birliği) 2019-2020 Raporu'na göre agreganın hammadde olarak kullanım alanları aşağıdaki grafikte sunulmuştur:

Şekil 11: Hammadde Olarak Agregası Kullanım Alanları (%)

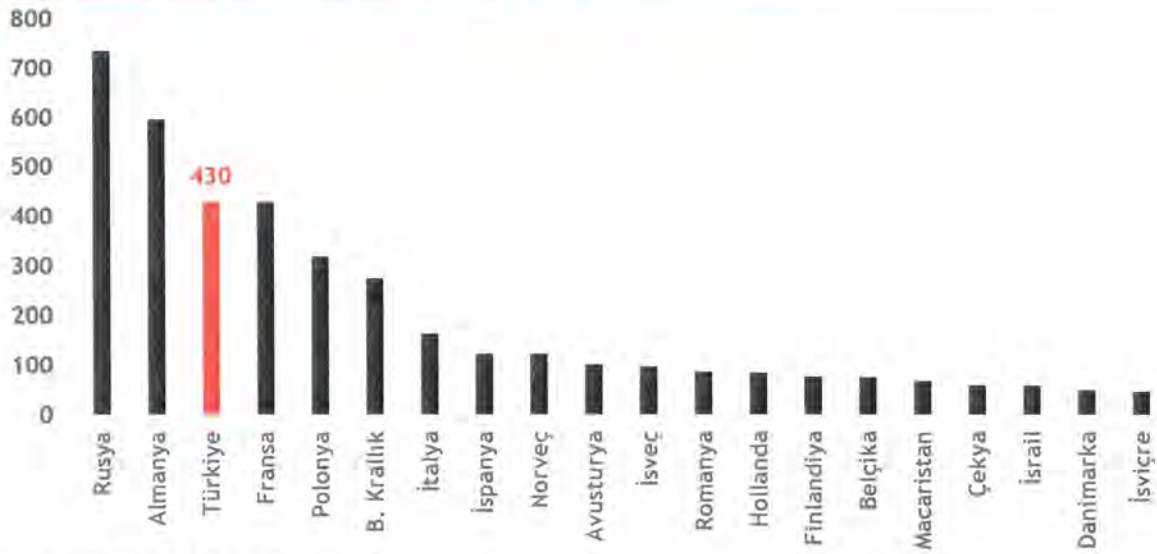


Kaynak: UEPG 2019-2020 Annual Review

Dünya popülasyonunun hızla artması ve yaşam alanlarının yapısal olarak genişlemesi nedeniyle, ihtiyaç duyulan sanayi ve altyapı yatırımlarının sürdürülebilmesi için gerekli olan agrega, bütün dünya ülkeleri için stratejik öneme sahip bir hammadde haline gelmiştir. UEPG (Avrupa Agregası Birliği) verilerine göre tüm dünya genelinde 300 binden fazla agrega ocağı olduğu tahmin edilmekte olup, 2017 yılında bu ocaklardan toplam 53 milyar ton agrega üretimi gerçekleştirilmiştir. Üretilen agregaların %80'i yapı ve

altyapı sektöründe kullanılmaktadır. Dünya genelinde ortalama kişi başı agrega tüketimi 5-7 ton arasında değişmektedir. En fazla istihdam yaratan sektör olarak agrega sektöründe istihdam edilen kişi sayısı 2 Milyondur. Avrupa Agrega Birliği tarafından yayınlanan son raporlara göre agrega sektörünün global ekonomik büyüklüğünün 2025 yılına kadar 593 Milyar ABD \$'ına ulaşacağı öngörülmektedir. Avrupa Agrega Birliği 2019-2020 Yıllık Raporu'na göre 2018 yılı üretim miktarlarını karşılaştırdığımızda Türkiye, Almanya ve Rusya'dan sonra üçüncü en büyük agrega üreten ülke konumundadır. Avrupa Birliği ve Avrupa Serbest Ticaret Birliği ülkelerinde kişi başı agrega tüketimlerini incelediğimizde Norveç yaklaşık 25 ton/kişi ile ilk sırada, Finlandiya 14 ton/kişi, Almanya 7 ton/kişi, Rusya 5 ton/kişidir. Türkiye ise kişi başı tüketim olarak yaklaşık 6 ton ile 12. sıradadır.

Şekil 12: Ülke Bazında 2018 Agrega Üretimi (Milyon ton)



Kaynak: UEPG 2019-2020 Annual Review

Agrega tüketimi nüfus yoğunluğu ile doğru orantılı olarak artmaktadır. Ülkemizde kentsel dönüşüm başta olmak üzere üst ve altyapı yatırımları ile mega projeler için sürdürülebilir bir agrega üretimi gerekmektedir. Türkiye İstatistik Kurumu verilerine göre Türkiye nüfusunun 2030 yılında 90 Milyona, 2040 yılında 100 Milyon seviyelerine ulaşması beklenmektedir. Bu çerçevede değerlendirildiğinde, Türkiye'de kişi başı agrega tüketimi 6 ton olarak baz alındığında, 2030 yılında 540 Milyon ton, 2040 yılında ise 600 Milyon ton agregaya ihtiyaç duyulacağı tahmin edilmektedir. THBB 2020 Yılı Hazır Beton Sektör Raporu'na göre hazır beton sektörü açısından 2021 ve sonrasında beklenen olası riskler değerlendirildiğinde, agrega kaynaklarının yetersizliği ve agrega kalitesindeki yaşanan sorunların üretimi olumsuz etkilemesi unsurlarının öne çıktığı görülmektedir.

Aşağıdaki tabloda Agrega Üreticileri Birliği'nin (AGÜB) hazırladığı son rapora göre Türkiye'nin son beş yıllık agrega tüketimi sunulmuştur. Hazır beton sektörüne paralel olarak 2019 yılında ciddi bir düşüş yaşanmıştır. THBB verilerine göre 2020 yılında ise bir önceki yıla göre agrega üretiminde %23'lük bir büyüme gerçekleşmiştir.

Tablo 28: Türkiye Agrega Üretimi (ton)

Yıl	Üretim (ton)
2016	470
2017	480
2018	430
2019	220
2020	270

Kaynak: THBB

THBB 2020 Yılı Hazır Beton Sektör Raporu'na göre hazır beton sektörü açısından 2021 ve sonrasında beklenen olası riskler değerlendirildiğinde, agrega kaynaklarının yetersizliği ve agrega kalitesindeki yaşanan sorunların üretimi olumsuz etkilemesi unsurlarının öne çıktığı görülmektedir. Yine son AGÜB raporlarına göre agrega sektöründeki özellikle son dönemlerde yaşanan sorunlar aşağıdaki gibidir:

- **Ruhsat Güvencesi:** İşletme izni bittiğinde ilgili kurumlara temdit için başvurulduğunda ruhsatın temdit edilip edilmeyeceği hususunda belirsizlikle mevcut olup bu belirsizlik sektördeki iş insanlarının yatırım yapmasının önünde engel teşkil etmektedir.
- **Kaynak Planlaması:** Herhangi bir ilde ya da bölgede arz-talep dengesinin ne durumda olduğu, ocakların rezerv miktarları, yeni ocak açılmasına gerek olup olmadığı gibi soruların net olarak cevaplanamaması sektörün geleceği açısından belirsizlik teşkil etmektedir.
- **Maden Kanunu:** Agregas sektörü Maden Kanunu'nda II. Grup (a) bendi madenler arasındadır. Maden Kanunu'nda II. Grup (a) bendi madenler için arama dönemi bulunmamaktadır. Bu durum, doğru yerlerde doğru yatırımların yapılamamasına ve zaman zaman ülke kaynaklarının verimli kullanılmamasına sebep olabilmektedir. Her kaynaktan hazır beton/asfalt agregası üretmek mümkün olmadığından kaliteli agrega kaynakları tespit edebilmek adına arama dönemi süresinin netleştirilmesinin sektöre olumlu yansıtacağı değerlendirilmektedir.
- **Hammadde Üretim İzinli Ocaklar:** Kısa süreliğine, proje bazlı verilmiş ruhsatlarla yeterli çevre/İSG yatırımları yapılmadan çalışıldığında, üretim bitiminde gerekli rehabilitasyon işlemleri yapılmadan ocak sahası terkedildiğinde, bu durum sadece agregas sektörü için değil bütün madencilik sektörü için olumsuz kamuoyu algısı oluşmasına neden olmaktadır.
- **Hafriyat, İnşaat ve Yıkıntı Atıkları:** Zaman zaman hafriyat, inşaat ve yıkıntı atıkları agregas olarak kontrolsüz bir şekilde piyasaya sürülebilmektedir. Mevzuatsal ve denetimsel kontrollerle bu gibi faaliyetlerin önlenmesinin, hem agregas hem de ona bağlı diğer sektörlerdeki kalite sorunlarının giderilmesini sağlayacağı değerlendirilmektedir.

4. Değerleme

4.1. Değerleme Yöntemleri

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımının (Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı) tamamı dikkate alınmıştır.

Maliyet Yaklaşımı:

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 60.1 uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar Madde 70.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde nadiren uygulanmaktadır. Şirket'in kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması ve faaliyetlerinin sürekliliği olduğu düşünüldüğü için maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında dikkate alınmış fakat kullanılmamıştır.

Gelir Yaklaşımı:

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çeşitli uygulama yöntemlerinin bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı çerçevesinde kullanılan yöntemler fiilen gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin çeşitlemeleri olan bu yöntemler UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar Madde 60.1'de de değinildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde yaygın şekilde kullanılmaktadır.

Boğaziçi Beton için Gelir Yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) ve Pazar Yaklaşımı kapsamında Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi sonucunda ulaşılan piyasa değerleri birbirine yakın çıkmaktadır. Her iki yöntem birbirine yakın sonuçlar ortaya çıkarsa da, Şirket faaliyetlerine yönelik bir yandan küresel çapta etkili olan COVID-19'un yarattığı aşağı yönlü riskler, diğer yandan kentsel dönüşüm, Kanal İstanbul projesi, İstanbul'da devam etmekte olan metro, köprü, kavşak, tünel vb. işlerin yarattığı yukarı yönlü riskler nedeniyle, Şirket piyasa değerinin tespitinde İNA yönteminin sağlıklı bir sonuca işaret etmeyeceği değerlendirilmektedir.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 40.3 uyarınca değerlendirme konusu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması durumunda bu metodun ve yaklaşımın uygulanması değerlemeyi gerçekleştirenin takdirine bırakılmıştır.

Bu doğrultuda, bu raporda Şirket paylarının değerinin tespitine yönelik olarak *Gelir Yaklaşımı* kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) dikkate alınmış ve bilgi amaçlı olarak EK-5.3'de verilmiş ancak halka arz değer tespitinde yukarıda belirttiğimiz gerekçelerle kullanılmamıştır.

Pazar Yaklaşımı:

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 20.1 uyarınca Pazar yaklaşımı, varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması yoluyla gösterge niteliğindeki değer tespit edildiği yaklaşımı ifade etmektedir. UDS 105'in 20.2 Maddesi'nin "b" bendi uyarınca, değerlemeye konu olan varlığın veya bu varlıkla önemli ölçüde benzerlikler gösteren varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu yaklaşım da UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar Madde 50.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Madde 10.3 uyarınca bir varlığa ilişkin değerlendirme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde ana amaç belirli durumlara istinaden en uygun değerlendirme metodunun bulunması ve uygulanmasıdır. Bu çerçevede Boğaziçi Beton değerlendirme çalışmasında:

- *Pazar Yaklaşımı* kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken bilginin mevcudiyeti,
- Şirket'in *Pazar Yaklaşımı* kapsamında diğer işletmelerle yapılacak karşılaştırmaların pratik ve güvenilir olduğunun düşünülmesi,
- *Pazar Yaklaşımı*'nın halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir değerlendirme yaklaşımı olması,
- Boğaziçi Beton'un paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceği olması,

unsurları göz önünde bulundurularak, *Pazar Yaklaşımı*'nın değerlemenin amacına uygun bir yöntem olduğu düşünülerek, Fiyat Tespit Raporu'nda Pazar Yaklaşımı yöntemine yer verilmiştir. Pazar Yaklaşımı kapsamında Şirket'in paylarının halka arz edileceği ve borsada işlem gören Şirket'in benzeri nitelikteki emsallerine ilişkin güvenilir bilgilerden istifade edilebileceği göz önünde bulundurularak *Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi* kullanılmıştır.

4.2 Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Bu yöntemde, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektördeki benzer yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin değerlendirme çarpanları ile Şirket için hesaplanan çarpanlar karşılaştırılarak Şirket değeri belirlenmektedir. Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi'nde kullanılan başlıca değerlendirme çarpanları aşağıda yer almaktadır.

- **Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan toplam özkaynaklarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.
- **Fiyat/Kazanç (F/K):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.
- **Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcunun (Net Borç = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler - Hazır Değerler [Nakit ve Nakit Benzerleri + Finansal Yatırımlar]) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Karına (FAVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.
- **Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Satışlar):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık net satışlarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Şirket'in finansal yapısını ve operasyonlarını göz önünde bulundurularak, bu değerlendirme yöntemi kapsamında "FD/FAVÖK", "FD/Satışlar", "F/K" ve "PD/DD" gibi çarpanların hangilerinin kullanılabilirliği yönünde bir değerlendirme yapılmıştır. Bu süreçte ise hazır beton ve çimento sektöründe faaliyet gösteren ulusal ve hazır beton sektöründe faaliyet gösteren uluslararası benzer şirketlerin son 12 aylık verileri baz alınarak hesaplanan değerlendirme çarpanları incelenmiştir.

FD/Satışlar - Genellikle ciro yaratma kapasitesinin önemli olduğu perakende ve hızlı tüketim sektörlerinde faaliyet gösteren şirket değerlemelerinde kullanılan bir değerlendirme parametresidir. Hazır Beton Sektörünün dinamikleri göz önünde bulundurulduğunda üretilen hazır betonun en kısa sürede müşteriye ve müşteri sahasına ulaştırılması gerektiği görülmekte olup, satış hacmi ve cironun Şirket performansı açısından önemli göstergeler olduğu değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, FD/Satışlar çarpanı değer tespitinde dikkate alınmış ve çarpan analizinde kullanılmıştır.

F/K - Şirketlerin finansal performanslarını baz alan göstergeler arasında en çok dışsal etkiye (ülkelerin veya şirketlerin tabi olduğu vergisel mevzuat farklılıkları, ülkelerin faiz hadleri ve şirketlerin borçlanma imkanları, kur rejimleri ve ülke para birimlerinin yabancı paralara karşı dalgalanma boyutları, tek sefere mahsus gelirler ve giderler vs.) maruz kalan bir çarpanıdır ve bu nedenle farklı ülkeler için yapılan karşılaştırmalarda çok dikkatli olunması, aynı ülkede faaliyet gösteren şirketler

olduğunda dahi yukarıdaki dışsal etkilerin düzeltilerek bakılması gerektiği değerlendirilmektedir. Çalışmada bu nedenle F/K bazlı bir değerlendirme analizine gidilmemiştir.

PD/DD - US GAAP ve IFRS gibi muhasebe yöntemlerindeki farklılıklar, farklı varlık değeri hesaplamalarına neden olarak ülkeden ülkeye defter değeri karşılaştırması hesabını zorlaştırmaktadır. Enflasyon ve teknolojik değişimler de varlıkların defter ve piyasa değerlerinin önemli ölçüde farklılık göstermesine neden olabilmektedir. Bu nedenle defter değerinin, hissedarların yatırımlarının değerinin doğru bir ölçüsü olmadığı, Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanının daha çok finans sektöründeki şirketlerin karşılaştırmasına uygun olduğu değerlendirilmiş ve PD/DD çarpanına da çalışmada yer verilmemiştir.

FD/FAVÖK - Söz konusu çarpan, şirketlerin dışsal etkenlerden arındırılmış, büyümenin finansmanı için gerekli yatırım harcamalarına ve borçların geri ödenebilmesi için lazım olacak nakit akımlarını yansıtan FAVÖK kalemini baz alması nedeniyle dünyada en çok kullanılan değerlendirme parametrelerinden birisidir. Paydasında yer alan FAVÖK aynı zamanda şirket nakit akımlarına yönelik bir gösterge sağlamakta bu sayede bir nevi nakit akımı bazlı yapılan değerlendirme çalışmalarının sağlaması olarak kullanılmaktadır. Bu nedenle benzer şirketler ile karşılaştırmayı olumsuz etkileyebilecek unsurlardan arınmış olan FAVÖK rakamının çalışmada karşılaştırma açısından daha uygun bir ölçüt olduğu öngörülmüş ve FD/FAVÖK çarpanı çarpan analizinde kullanılmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler:

Yurt içi benzer şirketler değerlendirilirken ilk aşamada doğrudan hazır beton sektöründe faaliyet gösteren ve ana faaliyet konusu hazır beton üretimi ve satışı olan şirketler göz önünde bulundurulmuştur. Ancak Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan Çimbeton ve Niğbaş Niğde Beton Şirketleri'nin özellikle FD/FAVÖK çarpanlarındaki uç değerlerden dolayı bu şirketlere çalışmada benzer şirketler arasında yer verilmemiştir.

Yurt içi benzer şirketlerin belirlenmesinde daha geniş bir perspektifle Borsa İstanbul'da işlem gören çimento şirketleri de incelenmiştir. Hazır beton üretiminde agregadan sonra en önemli hammadde olan çimento iç satışlarının TÜRKÇİMENTO tarafından yayınlanan geçmiş yıllardaki dağılım gelişimi incelendiğinde Türkiye'deki çimento iç satışlarının ortalama %50'sinin hazır beton üreticilerine gerçekleştirildiği görülmektedir. Bu oran Boğaziçi Beton'un da faaliyetlerini sürdürdüğü Marmara Bölgesi'nde %60'lara kadar çıkmaktadır. Borsa İstanbul'da işlem gören ve ana faaliyet konusu çimento üretimi ve satışı olan şirketlerin büyük çoğunluğunun bünyesinde, hâlihazırda hazır beton şirketleri de bulundurduğu ve bu kapsamda hazır beton üretimi ve satışı da gerçekleştirdiği görülmektedir. THBB'nin 2020 Yıl Sonu Raporu'nda da Türkiye Çimento Sanayicileri Birliği (TÜRKÇİMENTO) tarafından yayımlanan çimento iç satış verileri ve THBB tarafından yayımlanan hazır beton üretim verilerinin yıl bazında değişimleri incelenmiş olup bu iki veri arasında oldukça kuvvetli bir ilişki olduğu görülmüştür.

Bu çerçevede yurt içi benzer şirketler seçilirken Borsa İstanbul'da işlem gören çimento şirketleri de çalışmaya dâhil edilmiş olup özellikle Boğaziçi Beton'un da faaliyet gösterdiği Marmara Bölgesi'nde aktif olan şirketler seçilmiştir. Şirketler seçilirken beton şirketlerinde olduğu gibi uç değerler de yine göz önünde bulundurulmuş hesaplamada dışında tutulmuştur.

Yurt Dışı Benzer Şirketler:

Yurt dışındaki benzer şirketler değerlendirilirken çalışmada yer alacak şirketlerin ana faaliyet konusunun hazır beton üretimi ve satışı olması göz önünde bulundurulmuştur. Boğaziçi Beton'un agrega faaliyetleri ve çimento sektörü ile hazır beton sektörünün arasındaki kuvvetli bağ da göz önünde bulundurulmuş, hazır betonun yanında agrega ve çimento sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler de değerlendirme dâhiline alınmıştır. Yurt dışı benzer şirketler *Gelişmekte Olan Ülkeler* ve *Gelişmiş Ülkeler* şeklinde iki farklı grupta incelenmiştir.

Çalışmada yer verilen benzer şirketlerin FD/SATIŞLAR ve FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değeri her grup için (Gelişmekte Olan Ülkeler, Gelişmiş Ülkeler, Türkiye) ayrı ayrı hesaplanarak bölgesel bazda ağırlıklı ortalama hesaplanmıştır. Bölgesel ağırlıklar belirlenirken, Türkiye'ye göre coğrafi yakınlık, şirketlerin operasyonlarını yürüttüğü coğrafi koşullar, hazır beton sektörünün dinamikleri ve şirketlerin işlem gördüğü piyasaların benzerliği gibi unsurlar dikkate alınmış olup, Gelişmekte Olan

Ülkeler için %20, Gelişmiş Ülkeler için %20, Türkiye için ise %60 ağırlık verilerek hem FD/SATIŞLAR hem de FD/FAVÖK çarpanları için bölgesel bazda ağırlıklandırılmış ortalama medyan değerler hesaplanmıştır. Çalışmada benzer şirketlerin son 12 aylık FD/SATIŞLAR ve FD/FAVÖK çarpanları kullanılmış olup Boğaziçi Beton'un da son 12 aylık finansal sonuçları baz alınmıştır. Çalışmada yer verilen şirketlere istinaden verilen detaylı açıklamalar, seçili finansal büyüklükler ve çarpan değerleri EK 1 ve EK 2'de yer alan tablolarda sunulmuştur. Çalışmadaki tüm çarpan değerleri 11.05.2021 itibarıyla hesaplanmıştır.

Tablo 37: FD/SATIŞLAR Çarpanına Göre Piyasa Değerinin Belirlenmesi

FD/SATIŞLAR Çarpanı	Son 12 Ay
Sektör Ort. FD/SATIŞLAR Çarpanı	1,75x
Boğaziçi Beton SATIŞLAR (Milyon TL)	732,8
FD (Milyon TL)	1.280,6
2020/12 Sonu İtibarıyla Net Borç (Milyon TL)	292,4
Piyasa Değeri (Milyon TL)	988,3

Kaynak: Vakıf Yatırım

FD/SATIŞLAR çarpanına göre, son 12 aylık verilerle hesaplanan Şirket piyasa değeri **988,3 Milyon TL** olarak belirlenmiştir.

Tablo 38: FD/FAVÖK Çarpanına Göre Piyasa Değerinin Belirlenmesi

FD/FAVÖK Çarpanı	Son 12 Ay
Sektör Ort. FD/FAVÖK Çarpanı	9,77x
Boğaziçi Beton FAVÖK (Milyon TL)	156,8
FD (Milyon TL)	1.532,1
2020/12 Sonu İtibarıyla Net Borç (Milyon TL)	292,4
Piyasa Değeri (Milyon TL)	1.239,7

Kaynak: Vakıf Yatırım

FD/FAVÖK çarpanına göre, son 12 aylık verilerle hesaplanan Şirket piyasa değeri **1.239,7 Milyon TL** olarak belirlenmiştir. Boğaziçi Beton yalnızca hazır beton üretim ve satış faaliyetleri gerçekleştiren bir hazır beton şirketinden farklı olarak agrega madenciliği faaliyetleri de gerçekleştirmektedir. Bu sebeple Şirket'in finansal performansı değerlendirilirken yalnızca hazır beton satışları açısından değil agrega madenciliğinin operasyonel kârlılığa katkısı da göz önünde bulundurulmalıdır. Bu çerçevede, operasyonel kârlılığın etkilerinin değerlendirilmesine yansıtılması adına Boğaziçi Beton'un özsermaye değeri hesaplanırken FD/SATIŞLAR Çarpan Analizi yöntemine %30, FD/FAVÖK Çarpan Analizi yöntemine ise %70 ağırlık verilmiş olup, tespit edilen özsermaye değeri **1.164,3 Milyon TL**'dir. Bu özsermayeye denk gelen halka arz öncesi birim hisse fiyatı ise 4,16 TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 39: Çarpan Analizi Sonucu

Boğaziçi Beton (Milyon TL)	Ağırlık (%)	Şirket Değeri
Çarpan Analizi FD/SATIŞLAR	30,00%	988,3
Çarpan Analizi FD/FAVÖK	70,00%	1.239,7
Değerleme Sonucu		1.164,3
Halka Arz İskontosu Öncesi Birim Hisse Fiyatı (TL)		4,16

Kaynak: Vakıf Yatırım

Sonuç

Tablo 40: Halka Arz İskontosunu Sonrası Fiyat

Boğaziçi Beton Halka Arz İskontosunu Öncesi Öz sermaye Değeri (Milyon TL)	1.164,3
Halka Arz İskontosunu (%)	15,8
Halka Arz İskontosunu Sonrası Öz sermaye Değeri (Milyon TL)	980,3
Halka Arz İskontosunu Sonrası Birim Hisse Fiyatı (TL)	3,50

Kaynak: Vakıf Yatırım

Hesaplanan halka arz öncesi öz sermaye değerine %15,8 iskonto uygulayarak halka arz iskontosunu sonrasında **980,3 Milyon TL** özsermaye değeri (birim fiyat ise **3,50 TL**) belirlenmiş olup 1 TL nominal değerli pay başına halka arz fiyatının **3,50 TL** olmasını makul buluyoruz.

5. Ekler

5.1. EK - 1 - Benzer Şirketlerin Bilgileri

Şirket	Ülke	Net Satışlar (mn \$)	FAVÖK (mn \$)	Net Kar (mn \$)	Özkaynak (mn \$)	Net Borç (mn \$)	İş Tanımı
Asia Cement Corporation	Tayvan	2.785	895	524	6.047	1.398	Şirket, başta Çin ve Tayvan'da olmak üzere, çimento, klinker, hazır beton ve çimento bazlı diğer ürünlerin üretim ve satış faaliyetlerini gerçekleştirmektedir.
Goldsun Building Materials Co., Ltd.	Tayvan	672	107	88	759	183	Şirket bağlı ortaklıkları ile birlikte, Tayvan ve anakara Çin'de, başta hazır beton olmak üzere, çimento ve yanmaz yapı malzemeleri geliştirme, üretim, nakil ve satış faaliyetlerini gerçekleştirmektedir.
Cementos Argos S.A.	Kolombiya	2.632	497	23	2.548	2.054	Şirket, Kolombiya, Karayipler, Orta Amerika ve A.B.D.'de hazır beton, çimento ve agrega üretimi ve satış faaliyetleri yürütmektedir.
Chonburi Concrete Product Public Company Limited	Tayland	81	9	3	50	18	Şirket, Tayland'da beton ve beton ürünleri üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir.
STC Concrete Product Public Company Limited	Tayland	14	2	0	13	3	Tayland'da beton ürünleri üretimi ve satışını gerçekleştiren şirket, hazır betonun yanında agrega, prekast beton ürünler de dahil olmak üzere her türlü beton bazlı ürünün üretim ve satış faaliyetlerini yürütmektedir.
Quality Concrete Holdings Berhad	Malezya	35	5	0	25	16	Şirket, Malezya'da hazır beton ve beton ürünleri üretip satmaktadır.
Buzzi Unicem S.p.A.	İtalya	3.942	1.287	685	4.409	125	Şirket, iştirakleriyle birlikte çimento, hazır beton ve doğal agregaların üretim, dağıtım ve satış faaliyetlerini yürütmektedir.
Cementir Holding N.V.	İtalya	1.486	308	144	1.388	146	Şirket, iştirakleri aracılığıyla Nordik ve Baltık Ülkeleri, Belçika, Kuzey Amerika, Türkiye, Mısır, Asya Pasifik ve İtalya'da çimento ve hazır beton üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir.
SG Co.,Ltd	Güney Kore	120	12	-1	66	75	Şirket, Güney Kore'de asfalt betonu ve hazır beton üretim ve satış faaliyetleri yürütmektedir.
Busan Industrial Co., Ltd.	Güney Kore	106	9	2	75	-8	Şirket, Güney Kore'de hazır beton, çimento ve agrega üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir.
Tongyang Inc.	Güney Kore	554	11	-22	716	-70	Güney Kore merkezli şirket, hazır beton ve agrega üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir.
Summit Materials, Inc.	A.B.D.	2.393	692	165	1.615	1.568	Şirket A.B.D.'de, agrega, hazır beton, çimento ve diğer beton ürünlerinin üretim ve satışını gerçekleştirmektedir.
U.S. Concrete, Inc.	A.B.D.	1.317	265	24	390	799	Şirket ve bağlı ortaklıkları A.B.D.'de, hazır beton, agrega ve betonla ilgili ürün ve hizmetlerin üretimini ve satışını gerçekleştirmektedir.
Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi	Türkiye	256	46	20	140	56	Şirket, Türkiye ve yurt dışında çimento, klinker, hazır beton ve agrega üretimi ve satışını yapmaktadır.
Bursa Çimento Fabrikası A.Ş.	Türkiye	165	17	10	124	-18	Şirket, Türkiye'de çimento ve klinker ürünleri üretip satmaktadır.
Çirsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Türkiye	289	66	42	241	135	Şirket, Türkiye'de çimento, klinker ve hazır beton üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir.
Nuh Çimento Sanayi A.Ş.	Türkiye	211	59	71	191	-22	Şirket, Türkiye ve yurt dışında çimento, klinker ve mineral katkı maddeleri üretimini gerçekleştirmektedir.
OYAK Çimento Fabrikaları Anonim Şirketi	Türkiye	395	68	48	307	39	Şirket, Türkiye'de klinker ve çimento üretimini gerçekleştirmektedir.

Kaynak: Şirket Web Siteleri, Capital IQ

5.2. EK - 2 - Benzer Şirketlerin Çarpanları

Şirket	Ülke	Piyasa Değ. (mn USD)	Firma Değ. (mn USD)	Son 12 Ay	
				FD/SATIŞLAR	FD/FAVÖK
Asia Cement Corporation	Tayvan	6.026	8.223	2,94x	9,14x
Goldsun Building Materials Co., Ltd.	Tayvan	1.093	1.318	1,95x	12,31x
Cementos Argos S.A.	Kolombiya	2.014	4.138	1,68x	9,62x
Chonburi Concrete Product Public Company Limited	Tayland	63	85	1,09x	9,66x
STC Concrete Product Public Company Limited	Tayland	18	21	1,56x	13,01x
Quality Concrete Holdings Berhad	Malezya	15	32	0,92x	6,07x
Gelişmekte olan Ülkeler (%20)			Medyan	1,62x	9,64x
Buzzi Unicem S.p.A.	İtalya	5.440	5.573	1,42x	4,35x
Cementir Holding N.V.	İtalya	1.818	2.124	1,38x	6,65x
SG Co.,Ltd	Güney Kore	75	149	1,28x	13,23x
Busan Industrial Co., Ltd.	Güney Kore	136	150	1,45x	16,88x
Tongyang Inc.	Güney Kore	263	189	0,35x	17,00x
Summit Materials, Inc.	A.B.D.	3.565	5.146	2,15x	7,44x
U.S. Concrete, Inc.	A.B.D.	958	1.779	1,35x	6,70x
Gelişmiş Ülkeler (%20)			Medyan	1,38x	7,44x
Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi	Türkiye	429	486	1,91x	10,59x
Bursa Çimento Fabrikası A.S.	Türkiye	97	112	0,76x	7,21x
Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.S.	Türkiye	383	550	1,91x	8,34x
Nuh Çimento Sanayi A.S.	Türkiye	955	934	4,44x	15,93x
OYAK Çimento Fabrikaları Anonim Şirketi	Türkiye	1.007	1.042	2,95x	17,04x
Türkiye (%60)			Medyan	1,91x	10,59x
Bölgesel Bazda Ağırlandırılmış Ortalama				1,75x	9,77x

Kaynak: Capital IQ

5.3. EK - 3 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

Bu yöntemde, Şirket'in geleceğe yönelik faaliyet ve finansal durumuna ilişkin projeksiyonlar yapılarak hesaplanan nakit akımları, belirlenen bir iskonto oranı ile değerlendirilerek, varlığın bugünkü değerine ulaşılmakta, bu değerden net nakdin/borcun eklenmesi ya da çıkarılması ile özsermaye değeri hesaplanmaktadır. Gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti" (AOSM) kullanılmakta, AOSM ise şirketin hesaplanan özkaynak ve borç maliyetlerinin ilgili oranlarla ağırlıklandırılması ile hesaplanmaktadır.

Değerleme ile ilgili varsayımlar:

- Türkiye hazır beton piyasası üretim miktarı THBB'nin açıkladığı 2020 verisine göre 95 mn m³ düzeyindedir ve bu rakam 2017 yılında görülen 115 mn m³ seviyesinin (2014-2018 arasında sektör her yıl 100 mn m³ ve üzerinde üretim yapılmıştır) altındadır. Sektör için büyüme tahminlerimizde 2030 yılına kadar sektörde kademeli bir toparlanma olacağı, 2017 yılında ulaşılan 115 mn m³ üretim rakamına yeniden ulaşılabileceği varsayımı ile öngörüler yapılmıştır. Bu doğrultuda, sektör için önümüzdeki 10 yıllık dönemde yıllık ortalama bileşik büyüme oranının %1,93 seviyesinde gerçekleşeceği varsayılmıştır.
- Boğaziçi Beton yıllık 6 mn m³ üretim kapasitesi ile faaliyetlerini daha çok İstanbul ve özellikle de Avrupa yakasına yoğunlaştırmıştır. Sektörün önümüzdeki dönemde en önemli büyüme hikayeleri olan Kanal İstanbul, Kentsel dönüşüm ve diğer mega projelerden doğrudan etkilenecek bir coğrafi lokasyonda faaliyet gösteren Şirket'in, daha yüksek üretim ve kapasite kullanım oranlarına ulaşacağını öngörmekteyiz. Şirket'in 2018 yılı hazır beton sektöründe Pazar payı %3,41 seviyesindeyken, 2019 yılında %3,91 ve 2020 yılında ise %3,22 olarak gerçekleşmiştir. 2021-2026 döneminde %3,19 seviyesinden %3 seviyelerine doğru bir geri çekilme, 2026-2030 döneminde ise Pazar payının %3 olacağı varsayılmıştır. Şirketin Pazar payının seyrine bağlı olarak, 2021 yılında %51,41 olmasını beklediğimiz kapasite kullanımının 2030 yılında %57,57 olacağı varsayılmıştır.
- Hazır beton piyasasında fiyatlamalar arz-talep koşulları, maliyet unsurlarının fiyat trendi gibi unsurların yanı sıra üreticilerin lojistik olarak konumlanmalarından da doğrudan etkilenmektedir. 2015-2020 döneminde Şirket için ortalama hazır beton satış fiyatları metreküp başına %9,65 oranında artmıştır. Sektör açısından kötü bir dönem olmasına karşın kaydedilen bu büyüme açıkça göstermektedir ki Şirket fiyatlaması açısından herhangi bir sorun yaşamamaktadır. Şirketin fiyatlaması tahminleri, bölgedeki artan hazır beton talebi ve hammadde fiyatlarına bağlı olarak yıllık %25 civarında bir fiyat artışına işaret ederken, tahminlerimizde son 5 yıldaki (sektör için daralma yılları) ortalama fiyat artışının (%10 civarında) 5 puan üzerinde yıllık ortalama fiyat artışı göreceğimizi varsayıyoruz.
- Şirket'in bir diğer önemli faaliyeti Agregat satışları olup, Şirket'in ortalama beton hacminin %75'i kadar agregat üretimini kendi hazır beton üretim sürecinde kullanacağı, kalanını ise piyasaya satacağını varsayıyoruz. Piyasaya yapılacak satışlarda ise fiyat tahminlerimiz, hazır beton fiyatlarındaki artışa paralel büyüme olacağı varsayımına dayanmaktadır.
- Şirket'in diğer bir gelir kalemi ise inşaat malzemesi satışlarının ağırlıklı bir payı oluşturduğu, nakliye ve kira gelirlerinin de yer aldığı "Diğer Satışlar" kalemidir. Burada ayrı bir tahmin yapılmamış ve Şirket'in geçmiş yıllardaki hazır beton satışlarının belirli bir yüzdesi olarak satış gelirindeki payı hesaplanarak, önümüzdeki yıllarda da seyrin bu şekilde devam edeceği öngörülmüştür.

Bu tahminlerimiz doğrultusunda sektör ve Şirket ile ilgili öngörülerimiz aşağıda yer almaktadır.

Tablo 29: Sektör ve Şirket Satış Öngörülerini

	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Türkiye Hazır Beton Üretim (mn m3)	96,8	98,7	100,6	102,5	104,5	106,5	108,6	110,7	112,8	115,0
Büyüme (%)	1,93%	1,93%	1,93%	1,93%	1,93%	1,93%	1,93%	1,93%	1,93%	1,93%
Boğaziçi Beton Üretim Kapasite (mn m3)	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Boğaziçi Beton KKO(%)	51,41%	51,81%	52,20%	52,58%	52,96%	53,34%	54,37%	55,41%	56,48%	57,57%
Boğaziçi Beton Satış Hacim (mn m3)	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	3,3	3,3	3,4	3,5
Boğaziçi Beton Pazar Payı (%)	3,19%	3,15%	3,11%	3,08%	3,04%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Hazır Beton Ortalama Fiyat (TL/m3)	239,6	274,7	314,9	361,1	414,0	474,6	544,2	623,9	715,3	820,1
Büyüme (%)	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Toplam Üretilen Agrega Miktarı (mn Ton)	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Üretimde kullanılan Agrega Miktarı (mn Ton)	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6
Satılan Agrega Miktarı (mn Ton)	2,7	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,4
Ortalama Agrega Fiyatı (TL/ton)	29,75	34,11	39,11	44,84	51,40	58,94	67,57	77,47	88,82	101,83
Büyüme (%)	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Agrega Satış Geliri (mn TL)	79,92	91,03	103,68	118,09	134,51	153,22	172,54	194,16	218,33	245,33

Kaynak: Vakıf Yatırım

Tablo 30: Projeksiyon Dönemi Satış Geliri Beklentilerimiz (mn TL)

	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Yurtiçi Satışlar	739	854	986	1.139	1.316	1.519	1.775	2.074	2.424	2.833
Agrega Satış Geliri	80	91	104	118	135	153	173	194	218	245
Diğer Gelirler	96	119	144	170	187	210	251	295	346	397
Brüt Satış Geliri	915	1.064	1.234	1.428	1.637	1.882	2.198	2.564	2.989	3.475
Satış İndirimi & İskonto	-11	-14	-15	-18	-20	-23	-27	-32	-37	-43
Net Satışlar	904	1.050	1.220	1.410	1.617	1.859	2.171	2.532	2.952	3.432

Kaynak: Vakıf Yatırım

Tablo 31: Satışların Maliyeti Öngörülerimiz (mn TL)

	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
İlk Madde ve Malzeme Giderleri	296	344	400	462	530	609	711	830	967	1.124
Akaryakıt Giderleri (Motorin)	68	79	92	106	122	140	164	191	223	259
Genel Üretim Giderleri	189	220	256	295	339	389	455	531	618	719
Personel Ücret ve Giderleri	70	82	94	107	120	136	152	170	191	214
Amortisman Giderleri	99	105	111	117	121	126	135	148	163	182
Satılan Ticari Mallar Maliyeti	85	98	110	130	149	170	200	233	271	315
Kıdem Tazminatı Karşılık Giderleri	2	2	3	3	4	4	5	5	6	6

Toplam Satışların Maliyeti	810	931	1.066	1.220	1.383	1.574	1.821	2.107	2.439	2.820
----------------------------	-----	-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Kaynak: Vakıf Yatırım

- Şirket'in satış maliyetleri ve faaliyet giderleri, değişken ve sabit giderlerin genel dinamiklerine ve satış performansındaki değişimlerdeki eğilimlere göre öngörülmüştür. 2020 yılında %21,4 FAVÖK marjı elde eden Şirket'in 2021 yılında %20,4 FAVÖK marjı elde edeceği tahmin edilirken, zamanla artan ölçek ekonomisinin etkisiyle FAVÖK marjında kademeli iyileşmeler kaydedileceği ve tahmin periyodu sonunda %22,3 seviyelerine ulaşılacağı varsayılmıştır.

Tablo 32: Operasyonel Karlılığa İlişkin Öngörülerimiz (milyon TL)

	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Brüt Kar	94	119	154	190	234	285	350	426	513	612
Brüt Kar Marjı %	10,4%	11,4%	12,6%	13,5%	14,4%	15,3%	16,1%	16,8%	17,4%	17,8%
Değişken Faaliyet Giderleri	3	3	4	5	5	6	7	9	10	12
Sabit Faaliyet Giderleri	5	7	8	9	10	11	12	13	15	16
Amortisman ve İtfa	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Faaliyet Gideri	10	11	13	15	16	19	21	23	25	28
Esas Faaliyet Karı	84	108	141	175	217	266	330	403	488	584
Esas Faaliyet Kar Marjı	9,3%	10,3%	11,5%	12,4%	13,4%	14,3%	15,2%	15,9%	16,5%	17,0%
Toplam Amortisman ve İtfa	100	106	112	118	122	127	136	149	164	183
FAVÖK	184	214	253	293	339	393	466	551	652	767
FAVÖK Marjı	20,4%	20,4%	20,8%	20,8%	20,9%	21,1%	21,4%	21,8%	22,1%	22,3%

Kaynak: Vakıf Yatırım

- Şirketin çalışma sermayesi ihtiyacı hesaplanırken ticari alacak, ticari borç ve stok kalemleri dışında diğer dönen varlık ve diğer kısa vadeli borç kalemleri de hesaplamada dikkate alınmıştır.

Tablo 33: Net İşletme Sermayesi Öngörülerimiz (milyon TL)

	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Ticari Alacaklar	258	300	349	403	462	531	620	724	844	981
Ticari Alacak Günü	104	104	104	104	104	104	104	104	104	104
Stoklar	24	28	32	36	41	47	54	63	73	84
Stok Gün Sayısı	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Ticari Borçlar	270	314	364	421	483	556	649	757	882	1026
Ticari Borç Günü	109	109	109	109	109	109	109	109	109	109
Diğer Dön Varlıklar	68	79	92	106	121	140	163	190	222	258
Diğer KV Borçlar	95	110	128	148	169	195	228	265	309	360
ΔNet İşletme Sermayesi	-7	-6	-7	-8	-8	-10	-13	-15	-17	-19
Hasıllata Oran (%)	-0,8%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,5%	-0,5%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%

Kaynak: Vakıf Yatırım

- Şirket'in en önemli yatırım harcaması kalemi, satın almış olduğu beton mikserlerine yaptığı yatırım olup, Şirket'in önümüzdeki dönemlerde yatırım harcamalarının ciroya oranını %10 seviyesine çekme hedefi doğrultusunda öngörüler şekillendirilmiştir.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Kat Mah. Ebulcah Mardin Cad. Park Maya Sitesi
 F2/A Blok No: 8 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
 Tel: (0212) 352 35 77 Fax: (0212) 352 36 20
 www.vakifyatirim.com.tr
 Ticaret Sicil No: 357228
 Kurumlar D. 922 008 8358
 Mersis No: 0-9220-0883-5900017

Tablo 34: Yatırım Harcamaları Öngörülerimiz (mn TL)

	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Yatırım Harcaması	153,7	157,5	158,5	155,1	161,7	185,9	217,1	253,2	295,2	343,2
Satışlara Oranı	17%	15%	13%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%

Kaynak: Vakıf Yatırım

- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında;
 - **Risksiz Faiz Oranı:** Hesaplamamızda anlık faiz oranı yerine 10 yıllık gösterge Türk Tahvilinin 10 Mayıs tarihinden itibaren 6 aylık ortalaması alınmış ve bulunan %14,6, Risksiz Faiz Oranı olarak kullanılmıştır. Son yıl, Risksiz Faiz Oranı periyot boyunca korunan değer 100 baz puan altında alınmıştır.
 - **Risk Primi:** Son yapılan halka arzlarında Türkiye'nin ve Türkiye'de faaliyetlerini yürüten şirketler için %5-6 seviyeleri kullanılırken, muhafazakar olmak adına %6 seviyesi kullanılmıştır. Son yıl, Risk Primi olarak, periyot boyunca korunan değer 100 baz puan altında alınmıştır.
 - **Beta:** Benzer şirketlerin betaları üzerinden Şirket için beta 1,55 olarak hesaplanmıştır. Dolayısıyla da projeksiyon döneminde 1,55 beta kullanılırken, terminal dönemde Şirket'in en az piyasa portföyü kadar hareket edeceği varsayımı ile beta "1" olarak alınmıştır.
 - **Özsermaye Maliyeti:** Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (Beklenen Getiri= Risksiz Faiz Oranı+ Beta x Risk Primi) kullanılarak 2021 yılı için %23,9 hesaplanmıştır.

Tablo 35: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesaplaması

	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031TD
Risksiz Faiz Oranı	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%	13,6%
Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%
Beta	1,55	1,55	1,55	1,55	1,55	1,55	1,55	1,55	1,55	1,55	1,00
Özsermaye Maliyeti	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	18,6%
Borç Primi (%)	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,5%
Borçlanma Maliyeti (%)	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	18,6%	17,1%
Kurumlar Vergisi (%)	25,0%	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Borç Oranı (%)	64,8%	64,8%	64,8%	64,8%	64,8%	64,8%	64,8%	64,8%	64,8%	64,8%	64,8%
Özkaynak Oranı (%)	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%
AOSM (%)	17,4%	17,7%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	15,4%

Kaynak: Vakıf Yatırım

- **Borçlanma Maliyeti:** Risksiz Faiz Oranı üzerine, 4 puan Borç Primi eklenerek hesaplanmıştır.
- **Kurumlar Vergisi:** 2021 yılı için %25, 2022 yılı için %23 ve devam eden yıllarda %20 kabul edilmiştir.
- **Uzun Vade Büyüme Oranı:** Uzun vade büyüme oranı %8 olarak varsayılmıştır.

Tablo 36: Boğaziçi Beton İNA Analizi

mın TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031TD
Net Satışlar	904	1.050	1.220	1.410	1.617	1.859	2.171	2.532	2.952	3.432	3.939
SMM	810	931	1.066	1.220	1.383	1.574	1.821	2.107	2.439	2.820	3.222
Brüt Kâr	94	119	154	190	234	285	350	426	513	612	717
Faaliyet Giderleri	10	11	13	15	16	19	21	23	25	28	31
Faaliyet Kârı	84	108	141	175	217	266	330	403	488	584	685
Amortisman	100	106	112	118	122	127	136	149	164	183	206
FAVÖK	184	214	253	293	339	393	466	551	652	767	892
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	<i>20,4%</i>	<i>20,4%</i>	<i>20,8%</i>	<i>20,8%</i>	<i>20,9%</i>	<i>21,1%</i>	<i>21,4%</i>	<i>21,8%</i>	<i>22,1%</i>	<i>22,3%</i>	<i>22,6%</i>
Vergi	-21	-25	-28	-35	-43	-53	-66	-81	-98	-117	-137
İşletme Sermayesi Değişimi	-7	-6	-7	-8	-8	-10	-13	-15	-17	-19	-20
Yatırım Harcamaları	-154	-157	-159	-155	-162	-186	-217	-253	-295	-343	-394
Serbest Nakit Akımları	3	26	60	95	125	144	170	203	242	288	340
AOSM (%)	17,4%	17,7%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%	15,4%
İskonto Faktörü	1,1	1,3	1,5	1,8	2,2	2,5	3,0	3,5	4,2	4,9	4,6
İndirgenmiş Nakit Akımları	2,4	19,9	38,5	51,9	58,0	56,6	56,5	57,2	57,8	58,2	74,1

İndirgenmiş Nakit Akımlarının Toplamı	456,9
Sonsuz Büyüme Oranı (%)	8%
Sonsuz Değer	4.591,6
Sonsuz Değerin Bugünkü Değeri	999,4
Boğaziçi Beton Firma Değeri	1.456,3
Net Borç (31.12.2020)	292,38
Boğaziçi Beton Piyasa Değeri	1.163,9

Kaynak: Vakıf Yatırım

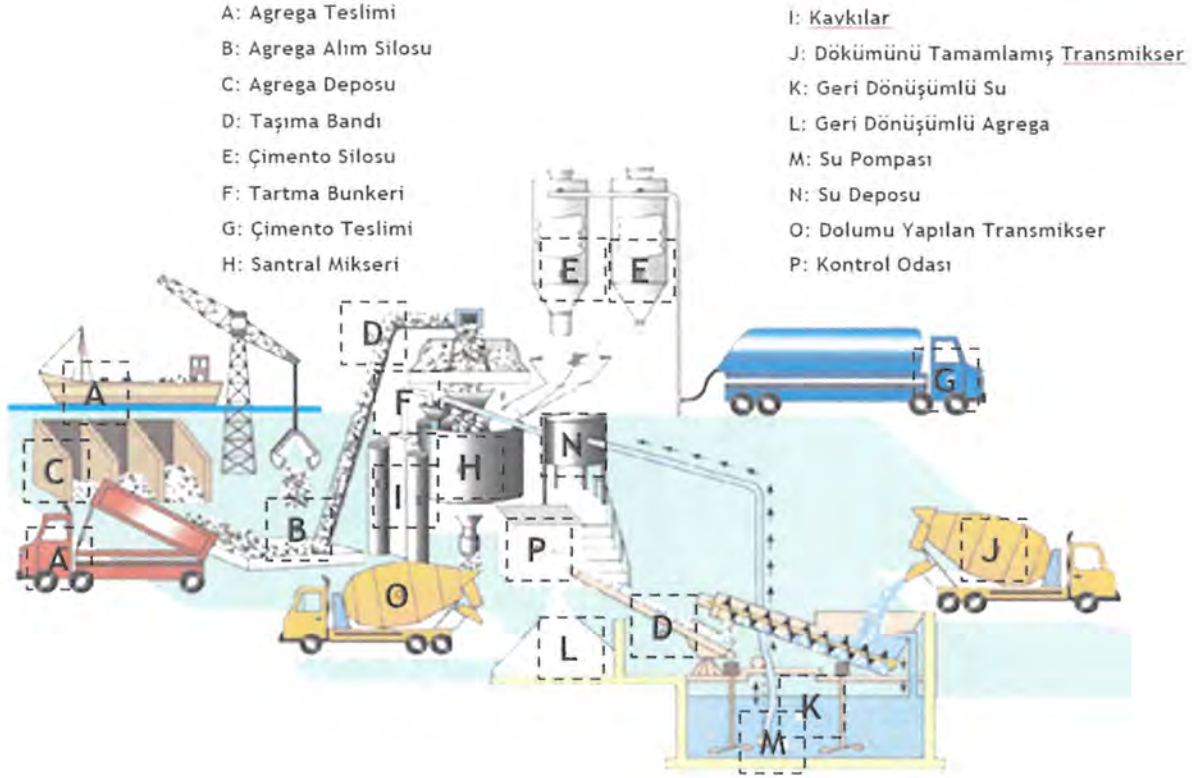
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ile Şirket için özsermaye değeri 1.163,9 Milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Ayrıca Şirket için Risksiz faiz oranı ve sonsuz büyüme oranlarındaki değişimin değerlemeye etkisi üzerine bir duyarlılık analizi çalışması yapılmıştır. Buna göre; risksiz faiz oranındaki veya sonsuz büyüme oranındaki her 100 baz puanlık değişim diğer koşullar sabitken şirket özsermaye değerinde 100-200 mın TL değişim yaratmaktadır.

	Risksiz Faiz Oranı (%)					
	12,6%	13,6%	14,6%	15,6%	16,6%	
6,0%	995,2	972,7	951,6	931,6	912,8	
Sonsuz Büyüme Oranı (%)	7,0%	1.088,7	1.066,3	1.045,1	1.025,2	1.006,4
8,0%	1.207,5	1.185,1	1.163,9	1.144,0	1.125,2	
9,0%	1.363,4	1.340,9	1.319,8	1.299,9	1.281,1	
10,0%	1.576,9	1.554,4	1.533,2	1.513,3	1.494,5	

5.4. EK - 4 - Hazır Beton Üretim Süreci Diyagramı

Hazır beton santralleri stoklama, konveyör sistemleri veya malzeme taşıma açısından farklı tiplerde olmakla beraber son yıllarda kullanılan tip ve yöntemler aşağıdaki diyagramda belirtilen işlemleri içermektedir.



5.5 EK - 5 - Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA

Eskişehir Yolu 8. Km No:156

06530 Ankara

17.05.2021

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, izahname'nin bir parçası olan 17.05.2021 tarihli Boğaziçi Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Barış İNAL
Genel Müdür

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akal Mah. Ebuula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
E-1 A Blok No:15 Beşiktaş 34035 İSTANBUL
Tic. Sic. No: 273577 Fax: 0(212) 352 35 81
www.vakifyatirim.com.tr
Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

Selahattin AYDIN
Müdür

5.6 EK - 6 - Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA

Eskişehir Yolu 8. Km No:156

06530 Ankara

17.05.2021

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 17.05.2021 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Geniş Yetkili Aracı Kurum olarak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip, tam zamanlı olarak istihdam edilen çalışana,
- Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edildiğini ve bu bilgilerin elde edilmesi için ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu (III-62.1) sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat Mah. Etilülü Bahçe Cad. Park Maya Sitesi
F3/1A Blok No:10 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tic. Sic. No: 273523/77 Fax: 0(212) 352 36 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Borsacı Kurumlar V.D. 922 006 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

Barış İNAL
Genel Müdür

Selahattin AYDIN
Müdür

5.7 EK - 7 - Lisans Belgeleri

Sezai Şaklaroğlu

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Link'i: <https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/7CF8D951-B2CD-4C55-9114-6A0CD7B61B4F>

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	30.03.2006	201576	AKTİF LİSANS

SEZAI ŞAKLAROĞLU, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

[Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız](#)

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
			AKTİF LİSANS

SEZAI ŞAKLAROĞLU, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Türev Araçlar Lisansı türüne ait 8 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Türev Araçlar Lisansını almaya hak kazanmıştır.

[Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız](#)

Not: Türev Araçlar Lisansı almaya hak kazanılmış ancak belge başvurusu yapılmamıştır.

Selahattin Aydın

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Link'i: <https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/14F86C19-7D2E-454C-B420-7C4F63509916>

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	30.03.2006	201598	AKTİF LİSANS

SELAHATTİN AYDIN, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

Türev Araçlar Lisansı Yeterlilik Link'i - <https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/5E0FAB06-315D-4C42-B58D-3ED78BFA5E81>

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	20.07.2016	307597	AKTİF LİSANS

SELAHATTİN AYDIN, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Türev Araçlar Lisansı türüne ait 8 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Türev Araçlar Lisansını almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)