

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

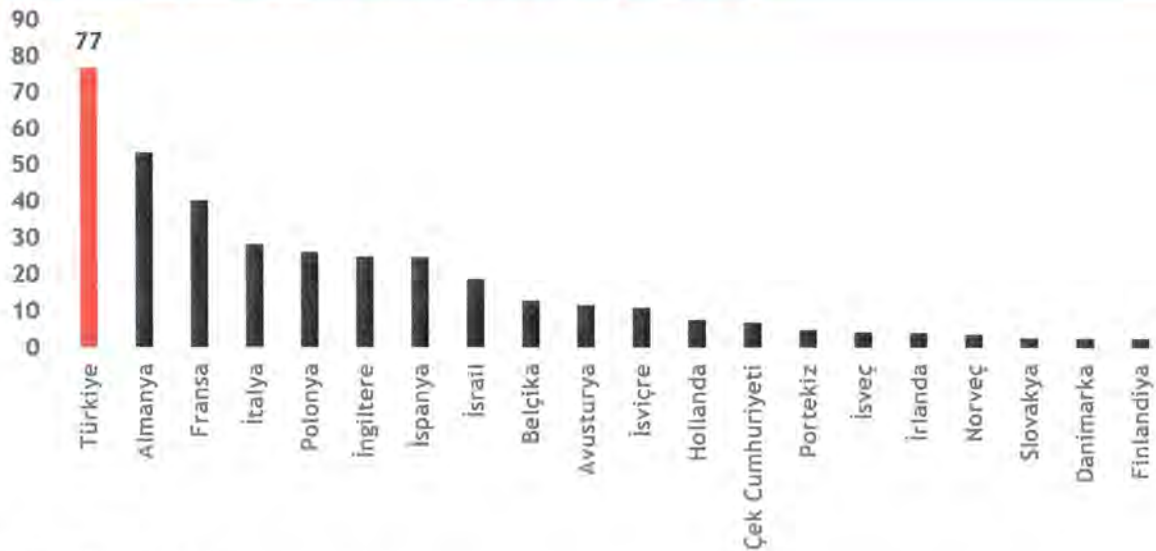
Kaynak: Şirket

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)

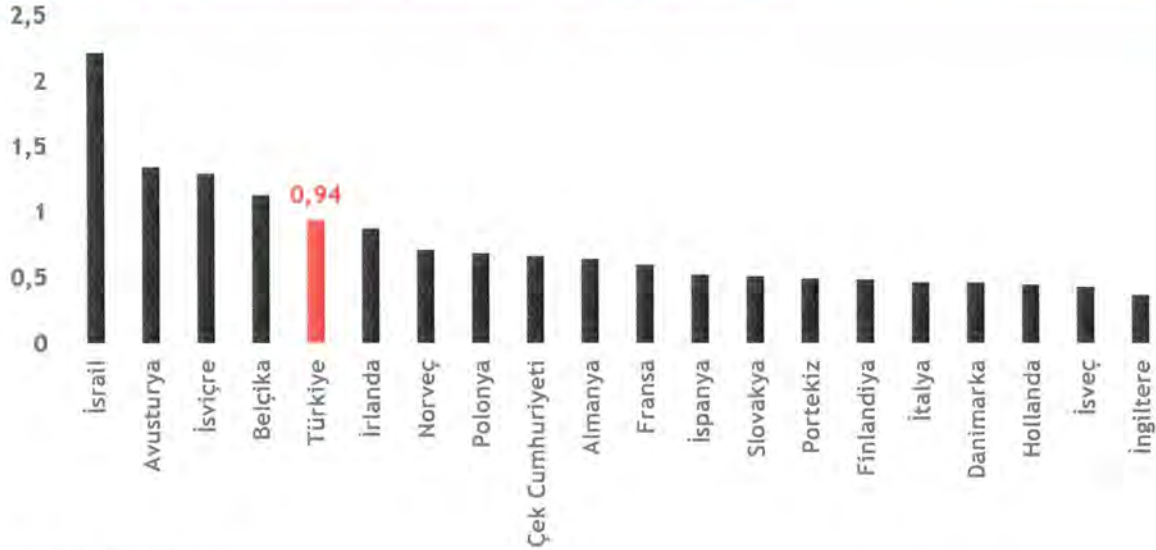


Kaynak: ERMCO 2019 Report

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

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.

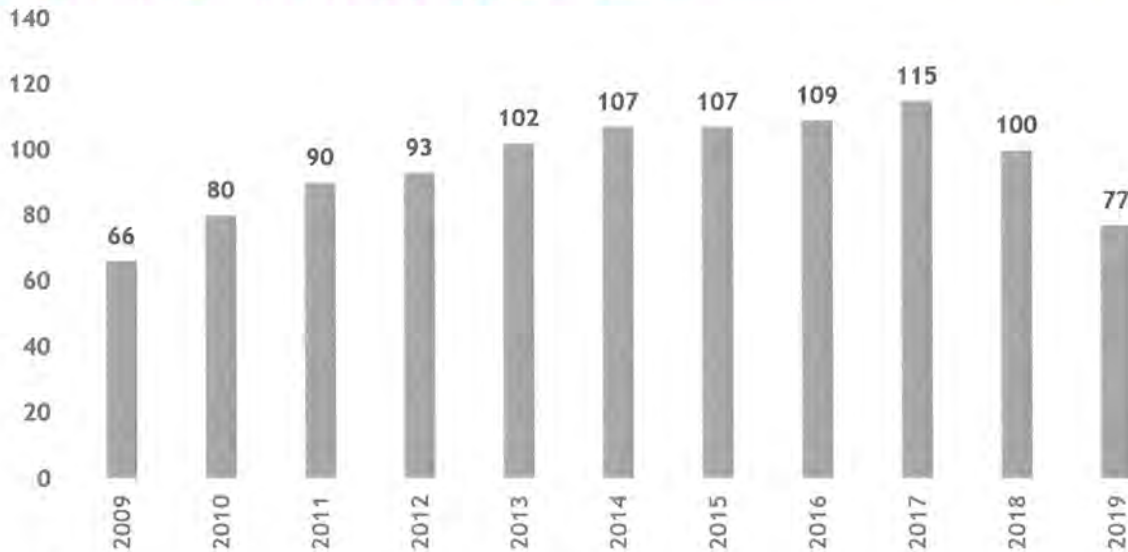
Şekil 7: Ülke Bazında 2019 Kişi Başı Hazır Beton Üretimi (m³)



Kaynak: ERMCO 2019 Report

Almanya hazır beton sektörünün ilk oluştuğu 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 gözüke 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 Tonaajları

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 Tonaajları - 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 Tona ve Yüzdesel 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

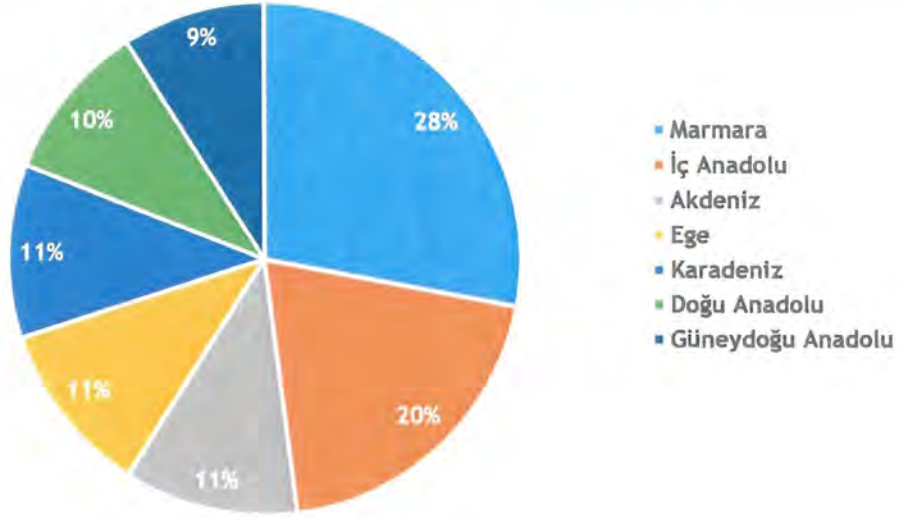
Marmara Bölgesi Çimento Satışları (%)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Hazır Beton	%66,3	%63,8	%59,6	%58,4	%59,2	%58,1	%53,9	%52,3
İnşaat Şirketleri	%0,0	%2,0	%2,8	%5,3	%6,0	%4,9	%3,1	%3,5
Müteahhit	%2,8	%2,3	%2,5	%4,3	%6,5	%9,3	%11,7	%10,5
Prefabrik	%1,7	%2,2	%2,6	%2,3	%2,1	%2,4	%2,3	%1,7
Bayi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

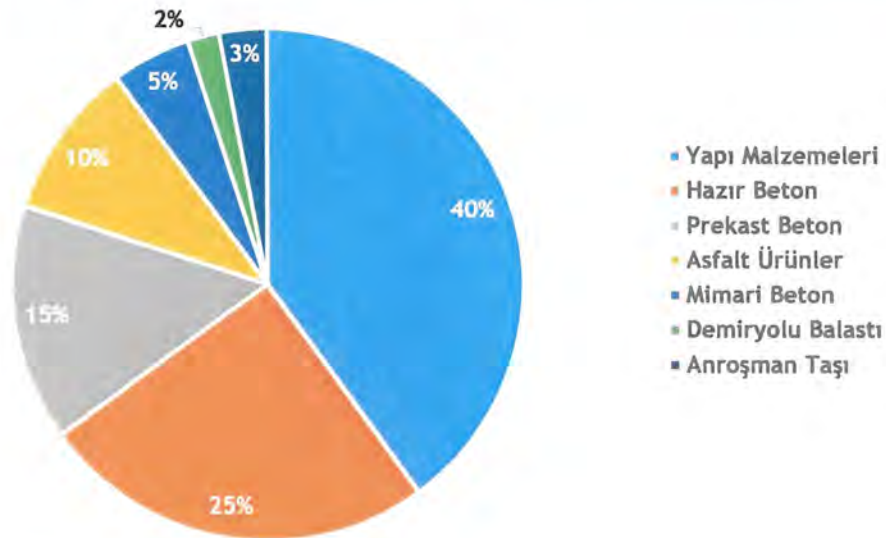


Kaynak: THBB

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 (%)

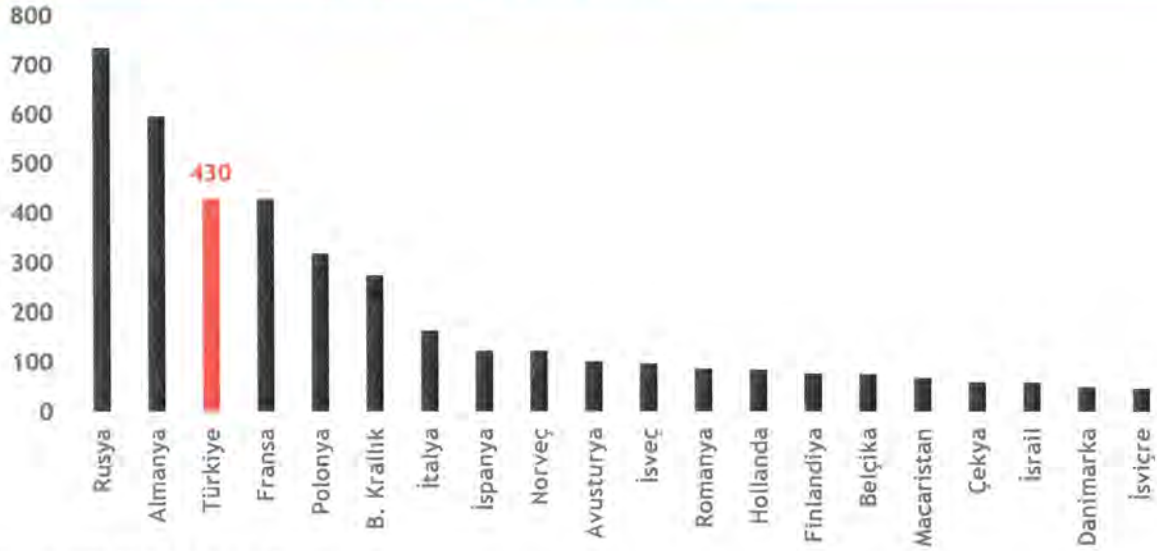


Kaynak: UEPG 2019-2020 Annual Review

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 ocaqlardan 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 büyümeye 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 kullanılamamasına sebep olabilmektedir. Her kaynaktan hazır beton/asfalt agregası üretmek mümkün olmadığından kaliteli agregas kaynakları tespit edebilmek adına arama dönemi süresinin netleştirilmesinin sektöre olumlu yansıyacağı 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 değerin 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 çeşitlendirmeleri 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 uygulaması 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 değerin 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 bulundurarak, bu değerlendirme yöntemi kapsamında "FD/FAVÖK", "FD/Satışlar", "F/K" ve "PD/DD" gibi çarpanların hangilerinin kullanılabileceği 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

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 itibariyle 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
		Son 12 Ay		En Son Açıklanan			
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 satış faaliyetlerini gerçekleştirmektedir.
STC Concrete Product Public Company Limited	Tayland	14	2	0	13	3	Tayland'da beton ürünleri üretimi ve satış 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 üretilmektedir.
Buzzl Unilem 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 satış faaliyetlerini 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 satış gerçekleştirmektedir.
Tongyang Inc.	Güney Kore	554	11	-22	716	-70	Güney Kore merkezli Şirket, hazır beton ve agrega üretimi ve satış faaliyetlerini yürütmektedir.
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 üretimi 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 satış yapmaktadır.
Bursa Çimento Fabrikası A.Ş.	Türkiye	165	17	10	124	-18	Şirket, Türkiye'de çimento ve klinker ürünleri üretilmektedir.
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 üretilmektedir.
OYAK Çimento Fabrikaları Anonim Şirketi	Türkiye	395	68	48	307	39	Şirket, Türkiye'de klinker ve çimento üretilmektedir.

Kaynak: Şirket Web Siteleri, Capital IQ

5.2. EK - 2 - Benzer Şirketlerin Çarpanları

Şirket	Ülke	Piyasa Değ. (mn USD)	Firma Değ. (mn USD)	FD/SATIŞLAR	FD/FAVÖK
Son 12 Ay					
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 değerlendirilme tarihine indirgenip, varlığın bugünkü değerine ulaşılmakta, bu değerden net nakdin/borcun eklenmesi ya da çıkarılması ile de 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 yapmıştır) 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 metre-küp 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 agrega 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 Öngörülerİ

	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 (mn TL)

	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Brüt Kar	94	119	154	190	234	285	350	426	513	612
<i>Brüt Kar Marjı %</i>	<i>10,4%</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,6%</i>	<i>13,5%</i>	<i>14,4%</i>	<i>15,3%</i>	<i>16,1%</i>	<i>16,8%</i>	<i>17,4%</i>	<i>17,8%</i>
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 İtfâ	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
<i>Esas Faaliyet Kar Marjı</i>	<i>9,3%</i>	<i>10,3%</i>	<i>11,5%</i>	<i>12,4%</i>	<i>13,4%</i>	<i>14,3%</i>	<i>15,2%</i>	<i>15,9%</i>	<i>16,5%</i>	<i>17,0%</i>
Toplam Amortisman ve İtfâ	100	106	112	118	122	127	136	149	164	183
FAVÖK	184	214	253	293	339	393	466	551	652	767
<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>

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 (mn TL)

	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Ticari Alacaklar	258	300	349	403	462	531	620	724	844	981
<i>Ticari Alacak Günü</i>	<i>104</i>	<i>104</i>	<i>104</i>	<i>104</i>	<i>104</i>	<i>104</i>	<i>104</i>	<i>104</i>	<i>104</i>	<i>104</i>
Stoklar	24	28	32	36	41	47	54	63	73	84
<i>Stok Gün Sayısı</i>	<i>11</i>	<i>11</i>	<i>11</i>	<i>11</i>	<i>11</i>	<i>11</i>	<i>11</i>	<i>11</i>	<i>11</i>	<i>11</i>
Ticari Borçlar	270	314	364	421	483	556	649	757	882	1026
<i>Ticari Borç Günü</i>	<i>109</i>	<i>109</i>	<i>109</i>	<i>109</i>	<i>109</i>	<i>109</i>	<i>109</i>	<i>109</i>	<i>109</i>	<i>109</i>
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
<i>Hasıllata Oran (%)</i>	<i>-0,8%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-0,6%</i>

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. Ebulul 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 6359
 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 değerin 100 baz puan altında alınmıştır.
 - **Risk Primi:** Son yapılan halka arzlarda 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 değerin 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 Fiyatlama 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
FAVÖK Marjı (%)	20,4%	20,4%	20,8%	20,8%	20,9%	21,1%	21,4%	21,8%	22,1%	22,3%	22,6%
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

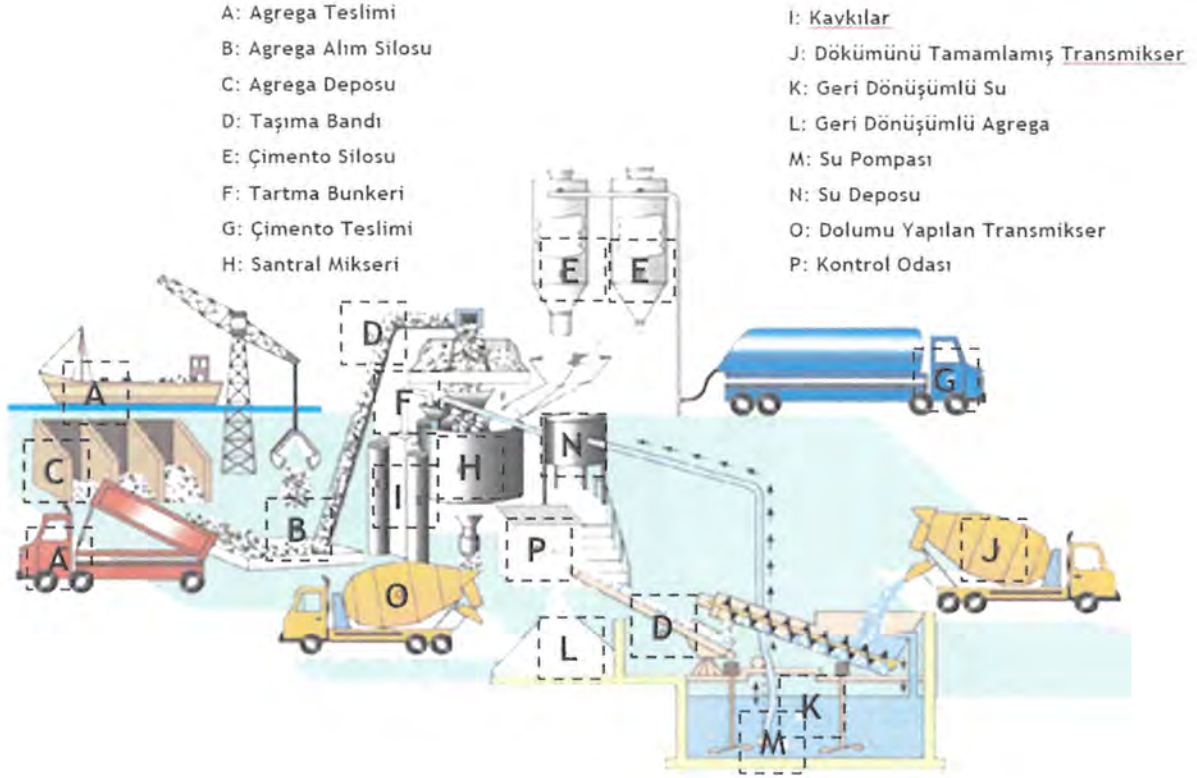
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ile Şirket için özsermaye değeri 1.163,9 Milyon TL olarak hesaplanmıştır.

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%
Sonsuz Büyüme Oranı (%)	6,0%	995,2	972,7	951,6	931,6	912,8
	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.
Akad Mah. Ebruula Mardin Cad. Park Maya Sitesi
E-7A Blok No:15 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
Tic. Sic. No: 272367 Fax: 0(212) 352 35 81
E-posta: bilgi@vkiyatirim.com.tr
İstanbul 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

SERMAVE 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 genelgeleri, 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 yayımlamış 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.

Barış İNAL

Genel Müdür

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akad. Mah. Etilulula Mah. Cad. Park Maya Sitesi
F3/A Blok No:1 Beşiktaş 34335 İSTANBUL
T: (0212) 352 36 77 Fax: (0212) 352 36 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Beyan Kurumlar V.D. 922 006 8359
Mersis No: 0-9220-0883-5900017

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 Lisansı 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 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

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