

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Boğaziçi Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

#### Boğaziçi Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Boğaziçi Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri	
Borsa Kodu	BOBET
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak satış
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Tahsisatlar	%60 Yurt İçi Bireysel Yatırımcı %30 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar %10 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	26-27-28 Mayıs 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	280.000.000 TL
Sermaye Artırımı	100.000.000 TL
Ortak Satışı	14.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	380.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	30,00%
Talep Toplama Fiyatı	3,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	399.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	980.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.330.000.000 TL
Halka Arz Taahhüdü	Şirket 6 ay boyunca bedelli sermaye artırımı yapmayacaktır. Mevcut ortaklar 6 ay boyunca borsada fiili dolaşımı artıracak işlemde bulunmayacaktır.
Fiyat İstikrarı / Aracı Kurum Adı	Planlanmamaktadır

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020	33,08
FD/FAVÖK 2020	8,23
PD/DD 2020	2,64

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020	44,90
FD/FAVÖK 2020	8,23
PD/DD 2020	1,84

## Özet Bilgi

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'da 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, işlenmesi, 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.

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 m<sup>3</sup> 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, kiralanılan santraller de dahil olmak üzere toplam 30 adet hazır beton santrali ile müşterilerine hizmet sunmaktadır.

## Ortaklık Yapısı

Boğaziçi Beton Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Abdurrahim Zengin	112.000.000	40,00%	112.000.000	29,5%
Ertan Zengin	112.000.000	40,00%	112.000.000	29,5%
Ayşe Zengin	53.200.000	19,00%	39.200.000	10,3%
Suat Zengin	2.800.000	1,00%	2.800.000	0,7%
Halka Açık Kısım			114.000.000	30,0%
<b>Toplam</b>	<b>280.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>380.000.000</b>	<b>100,0%</b>

## Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

- Şirket, sermaye artırımını suretiyle elde edeceği halka arz gelirin %50'sini net finansal borçluluğunun azaltılmasında, %30'sunu işletme sermayesi ihtiyacında ve %20'sini yeni yatırımlarda kullanmayı hedeflemektedir.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Alanları	
Yeni Yatırımlar	20%
İşletme Sermayesi Olarak Aktarılacak	30%
Kredilerin ve Borçların kapatılması	50%

## Mali Tablolar

Boğaziçi Beton Bilanço, Bin TL			
VARLIKLAR	2018	2019	2020
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>388.388</b>	<b>277.955</b>	<b>321.317</b>
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 Donem Vergisi ile ilgili Varlıklar	74	20	-
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>344.837</b>	<b>581.702</b>	<b>732.665</b>
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	0	50.611	41.631
Maddi olmayan duran varlıklar	17.625	15.478	14.000
Peşin ödenmiş giderler	4	-	87
Ertelenmiş Vergi Varlığı	19.560	16.441	-
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>733.224</b>	<b>859.657</b>	<b>1.053.982</b>
<b>KAYNAKLAR</b>			
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>629.855</b>	<b>559.559</b>	<b>507.473</b>
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
Türev Araçlar	-	-	-
Ticari Borçlar	163.059	193.565	218.997
Diğer Borçlar	36.562	20.847	19.779
Ertelenmiş gelirler	42.343	19.691	47.948
Donem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	1.333
Kısa Vadeli Karşılıklar	460	759	1.400
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	-	-	-
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>84.124</b>	<b>90.209</b>	<b>175.528</b>
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	15.246	10.322
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	23.863
Kısa Vadeli Karşılıklar	11.161	14.835	15.306
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>19.246</b>	<b>209.889</b>	<b>370.981</b>
Ödenmiş Sermaye	100.000	280.000	280.000
Birikmiş Diğer Kapsamı Gelirler (Giderler)	244	-1.897	129.575
Kârdan ayrılan kısıtlanmış yedekler	1.751	1.751	1.751
Geçmiş yıllar kârları/zararları	-48.191	-82.750	-69.966
Net dönem karı veya zararı	-34.558	12.784	29.621
Geçmiş yıllar kârları/zararları	-	-	-
Net dönem karı veya zararı	-	-	-
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>733.224</b>	<b>859.657</b>	<b>1.053.982</b>

Boğaziçi Beton Gelir Tablosu, bin TL			
TL	2018	2019	2020
Hasılat	648.877	778.325	732.811
Yıllık Değişim		19,9%	-5,8%
Satışların Maliyeti (-)	-585.215	-681.754	-664.798
Yıllık Değişim		16,5%	-2,5%
<b>Brüt Kar</b>	<b>63.662</b>	<b>96.571</b>	<b>68.013</b>
Yıllık Değişim		51,7%	-29,6%
Brüt Kar Marjı	9,8%	12,4%	9,3%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-7.399	-8.561	-6.555
Pazarlama Giderleri (-)	-50	-67	-18
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>56.213</b>	<b>87.943</b>	<b>61.440</b>
Yıllık Değişim		56,4%	-30,1%
Faaliyet Kar Marjı	8,7%	11,3%	8,4%
Amortisman	59.314	81.175	95.395
<b>FAVÖK1</b>	<b>115.527</b>	<b>169.118</b>	<b>156.835</b>
Yıllık Değişim		46,4%	-7,3%
FAVÖK1 Marjı	17,8%	21,7%	21,4%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	31.646	34.495	33.747
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-43.341	-29.118	-21.259
<b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>44.518</b>	<b>93.320</b>	<b>73.928</b>
Yıllık Değişim		109,6%	-20,8%
<b>FAVÖK2</b>	<b>103.832</b>	<b>174.495</b>	<b>169.323</b>
Yıllık Değişim		68,1%	-3,0%
FAVÖK2 Marjı	16,0%	22,4%	23,1%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	205	15.941	32.433
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-50	-2.517	-804
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>44.673</b>	<b>106.744</b>	<b>105.557</b>
Finansman Gelirleri	27.356	13.384	2.297
Finansman Giderleri (-)	-114.312	-103.691	-69.371
<b>Sürdürülen Faal. Vergi Öncesi Karı/Zararı</b>	<b>-42.283</b>	<b>16.437</b>	<b>38.483</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri/(Gideri)	7.724	-3.654	-8.862
Dönem Vergi Gideri	-	-	-1.426
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	7.724	-3.654	-7.436
<b>DÖNEM KARI/Zararı</b>	<b>-34.558</b>	<b>12.784</b>	<b>29.621</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

## Değerleme

- Fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme yaklaşımları ve yöntemlerinde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımının (Maliyet yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı, Pazar yaklaşımı) tamamı dikkate alınmıştır.
- 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.
- Raporda Şirket paylarının değerinin tespitine yönelik olarak Gelir Yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (iNA) dikkate alınmış ve bilgi amaçlı olarak verilmiş ancak halka arz değer tespitinde 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 kullanılmamıştır.
- 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.
- 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 değerlendirilmesinde dikkate alınmış ve çarpan analizinde kullanılmıştır.
- 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.

Vakıf Yatırım Değerleme Sonucu (milyon TL)	Değerleme		
	Sonucu Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
Çarpan Analizi FD/SATIŞLAR	988	30%	296
Çarpan Analizi FD/FAVÖK	1240	70%	868
Ağırlıklandırılmış Hedef Piyasa Değeri			1.164,280
<b>Çıkarılmış Sermaye</b>			<b>280</b>
<b>Pay Başına Değer</b>			<b>4,16</b>
<b>Halka Arz iskontosu sonrası</b>			
Boğaziçi Beton Halka Arz İskontosu Öncesi Öz sermaye Değeri (Milyon TL)			1.164,30
Halka Arz İskontosu (%)			16%
Halka Arz İskontosu Sonrası Öz sermaye Değeri (Milyon TL)			980,3
Halka Arz İskontosu Sonrası Birim Hisse Fiyatı (TL)			3,5

Hesaplanan halka arz öncesi öz sermaye değerine %15,8 iskonto uygulayarak halka arz iskontosu 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.

### **Piyasa Çarpanları Analizi**

Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.

- **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 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 değerlendirmeye 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 işleme 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. Çalışmadaki tüm çarpan değerleri 11.05.2021 itibarıyla hesaplanmıştır.

<b>FD/Satışlar Çarpanlarına Göre Piyasa Değerinin Belirlenmesi</b>	
<b>FD/Satışlar Çarpanlarıyla</b>	<b>Son 12 Ay</b>
Sektör Ort. FD/SATIŞLAR Çarpanı	1,75x
Boğaziçi Beton SATIŞLAR (Milyon TL)	732,8
FD (Milyon TL)	1.280,60
2020/12 Sonu İtibarıyla Net Borç (Milyon TL)	292,4
<b>Piyasa Değeri (Milyon TL)</b>	<b>988,3</b>

FD/FAVÖK Çarpanlarına Göre Piyasa Değerinin Belirlenmesi		
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
<b>Piyasa Değeri (Milyon TL)</b>		<b>1.239,70</b>
Boğaziçi Beton (Milyon TL)	Ağırlık (%)	Şirket Değeri
Çarpan Analizi FD/SATIŞLAR	30%	988,3
Çarpan Analizi FD/FAVÖK	70%	1.239,7
Değerleme Sonucu		1.164,3
<b>Halka Arz İskontosu Öncesi Birim Hisse Fiyatı (TL)</b>		<b>4,16</b>

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 karlılığına katkısı da göz önünde bulundurulmalıdır. Bu çerçevede, operasyonel karlılığın 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.

### Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (mn TL)	Ağırlık	Şirket Değeri
Çarpan Analizi FD/SATIŞLAR	30,0%	988
Çarpan Analizi FD/FAVÖK	70,0%	1.240
<b>Piyasa Değeri</b>		<b>1.164</b>
<b>Birim Hisse Fiyatı (TL)</b>		<b>4,2</b>
Halka Arz İskonto Oranı		15,80%
<b>Halka Arz Fiyatı (TL)</b>		<b>3,50</b>

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. Bulunan değer %15,8 halka arz iskontosu sonrası 3,5 TL'dir.

### Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Boğaziçi Beton fiyat tespitinde sadece Çarpan Analizi metodu kullanılmış olup indirgenmiş Nakit Akımları yöntemi kullanılmamıştır. Bununla beraber gösterge amaçlı İNA değerlemesine raporda yer verilmiştir. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada

da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Gösterge amacı ile raporda verilen İNA çalışmasında, AOSM belirlenir iken kullanılan Risksiz getiri oranının ortalama yerine güncel borç faiz oranının kullanılması ve uç değer büyüme oranının olarak %5 kullanılması durumunda ve çıkan İNA değerinin bir ağırlık ile değerlemeye katılması sonucunda değerinde bir düşüş olacağını tahmin ediyoruz.

- Şirket'in çarpan analizi çalışması için hem Türkiye hem de Dünya borsalarında işlem gören benzer şirketler incelenmiş ve çalışmada temel alınmıştır. Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanı ve FD/Satışlar çarpanı aynı sektörde faaliyet gösteren firmalar göz önünde bulundurularak kullanılmıştır. Bu çarpanlarının bölgesel bazda ağırlandırılarak ortalamasının kullanılmış olması tarafımızca makul karşılanmaktadır. Bununla beraber Fiyat/Kazanç çarpanının piyasada daha sıklıkla kullanılıyor olması nedeniyle FD/Satışlar çarpanı yerine F/K çarpanının kullanılarak bir değer tespiti yapılmasının daha makul olduğu kanaatindeyiz. Şirketin operasyonlarını devam ettirmesi için kısa sürede amorti olabilecek beton mikseri gibi araç yatırımlarına ihtiyaç duymakta ve bu durum da nakit akımlarını negatif etkilemektedir. Bir başka deyişle Şirket yüksek FAVÖK üretirken düşük net kar ve düşük nakit akımı elde etmektedir. bu nedenle halka arz fiyatıyla hesapladığımız FD/FAVÖK çarpanı 8,23x seviyesindeyken F/K çarpanı 33,08x seviyesindedir. Net kara yansımayan FAVÖK'ün Şirket'in temettü potansiyelini sınırlandırması nedeniyle değerlendirme üzerinde aşağı yönlü bir risk unsuru olduğunu değerlendirmekteyiz.

<b>Halka Arz Çarpanları</b>	
<b>F/K 2020</b>	<b>33,08</b>
<b>FD/FAVÖK 2020</b>	<b>8,23</b>
<b>PD/DD 2020</b>	<b>2,64</b>

<b>Halka Arz Sonrası Çarpanlar</b>	
<b>F/K 2020</b>	<b>44,90</b>
<b>FD/FAVÖK 2020</b>	<b>8,23</b>
<b>PD/DD 2020</b>	<b>1,84</b>

- Yurt dışı benzer şirket çarpan analizinde FD/SATIŞLAR ve Firma Değeri/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. Yurtdışı benzer şirketlerin çarpan değerlendirme çalışmasına dahil edilmesini makul bulmak ile birlikte yurtdışından seçilen şirketlerin değerlendirme yapılan şirket ile ölçüklerinin ve ülke piyasa yapılarının farklı olduğu kanaatindeyiz.
- 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. Bulunan değer %15,8 halka arz iskontosu sonrası 3,5 TL değerine ulaşmıştır.
- Sonuç olarak Boğaziçi Beton'nun halka arz fiyatının tespit edilmesinde %15,8 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 3,5 TL pay başı talep toplama fiyatının, önceki maddelerde belirttiğimiz çekincelerimiz saklı kalmak kaydıyla, makul olduğu kanaatindeyiz.