

# MEKA

## MEKA BETON SANTRALLERİ İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş. FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

5 EKİM 2023



## İçindekiler

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

# MEKA BETON SANTRALLERİ İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

[MEKAG]

## 1. AMAÇ

*Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29'uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından Halka arza Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. (Türkiye Kalkınma) ile birlikte aracılık eden Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Vakıf Yatırım") Meka Beton Santralleri İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Meka Beton" veya "Şirket") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.*

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

## 2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Şirket; inşaat, agrega üretimi, endüstriyel üretim ve madencilik endüstrilerinin ihtiyacı olan beton santralleri ile kırma eleme ve madencilik ekipmanlarının pazarlaması, tasarımı, imalatı, montajı ve satış sonrası hizmetlerini gerçekleştirmektedir. Bu üretimleri gerçekleştirmek için gerekli makine, teçhizat, hammadde, mamul ve yarı mamullerin ithalatı, ihracatı, alımı ve satımı faaliyetlerini de yerine getirmektedir. Ayrıca, Şirket ürettiği ürünlerin satış sonrası hizmetler kapsamında saha kurulumlarının yapılması, devreye alınması, saha test hizmetlerinin verilmesi, arıza, bakım ve onarım hizmetlerini vermektedir. Şirket, iki ana ürün grubunda faaliyet gösteren endüstriyel tesis ve ekipman üreticisidir. Bu faaliyet alanları;

- Beton santralleri ve ekipmanları
- Kırma eleme tesisleri ve ekipmanları

Şirket'in amaç ve konusu faaliyet alanları kapsamındaki ekipman ve tesislerin mühendislik tasarımlarını yapmak, yeni ürün geliştirmek amacıyla Ar-Ge faaliyetleri yürütmek, tasarlanan makine ve ekipmanların imalatını ve pazarlamasını yapmak, satış sonrası hizmetleri sunmak, tüm satış ve satış sonrası hizmetlerdeki verimi ve kalitesini artırabilmek adına kurumsal örgütlenmesini geliştirmektedir. Şirket'in ana ürün kategorileri kapsamında gerçekleştirdiği faaliyetler iki başlık altında sunulmuştur.

### Beton Santralleri ve Ekipmanları

Beton santralleri, betonun hazırlanması ve karıştırılması için gereken hammaddeleri (çimento, kum, agrega, su, katkı maddesi vb.) depolayan ve bu hammaddeleri istenilen reçetelere uygun biçimde otomasyon desteği sayesinde otomatik olarak doğru oranlarda karıştırarak beton üreten endüstriyel tesislerdir. Şirket'in beton santralleri ürün grubunda; sabit, kompakt, mobil, şantiye tipi beton santralleri ile beton mikserleri, otomasyon yazılımları, diğer beton santrali ekipmanları ve beton santrali yedek parça ve servis hizmetlerinden oluşan 8 alt ürün/hizmet grubu bulunmaktadır.

### Kırma Eleme Tesisleri ve Ekipmanları

Kırma eleme veya mineral işleme makineleri/tesisleri olarak adlandırılan ekipmanlar; madencilik, geri dönüşüm, agrega üretimi, endüstriyel prosesler gibi birçok sektöre hitap eden makinelerdir. Süreç malzemenin tesise beslenmesi, farklı ölçülerde kırılması/öğütülmesi, kırılan malzemelerin boyutlarına göre ayrılması (eleme), gerektiğinde malzemelerin yıkanması (ıslak proses) gibi birbirine eklenen bir yapıdadır.

### 3. HALKA ARZ BİLGİLERİ

Şirket, 50.000.000 TL olan ödenmiş sermayesini 250.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde kalmak kaydıyla 12.500.000 TL artırarak 62.500.000 TL'ye çıkaracaktır. Şirket tarafından sermaye artırımını kapsamında 12.500.000 adet pay ve ortak satışı kapsamında 4.400.000 adet pay halka arz edilecektir.

Halka arz edilecek 16.900.000 adet payın halka arz sonrası 62.500.000 TL'ye ulaşılacak çıkarılmış sermayesine oranı %27,04'tür.

Şirket paylarının halka arzı Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. ve Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından "Borsada Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış" ve "En İyi Gayret" aracılığı yöntemleri kullanılmak suretiyle gerçekleştirilecektir.

Sabit fiyat ile talep toplama süresi 2 iş günü olup, 5-6 Ekim 2023 tarihlerinde gerçekleşecektir.

Borsa İstanbul birincil piyasada "Borsa'da Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi"ne göre halka arz edilecek 16.900.000 TL nominal değerli Şirket paylarının herhangi bir yatırımcı grubuna tahsisatı ve dağıtım yapılmayacaktır. Sabit fiyatla yapılacak talep toplamanın süresi iki iş günü olacaktır. İkinci günün sonunda satış yapıp, dağıtım gerçekleştirilmek suretiyle halka arz sona erdirilecektir.

MEKA BETON HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka Arz Şekli	Pay - Adet
Halka Arz Öncesi Sermaye	50.000.000
Halka Arz Sonrası Sermaye	62.500.000
Sermaye Artırımı	12.500.000
Ortak Satışı	4.400.000
<b>Toplam</b>	<b>16.900.000</b>
Halka Arz Büyüklüğü	
Halka Arz Fiyatı	25.00 TL
Brüt Halka Arz Geliri (Şirket)	312.500.000
Brüt Halka Arz Geliri (Ortaklar)	110.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	422.500.000
Kotasyon	
Halka Arz Tarihi	05-06 Ekim 2023
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka arz Taahhütleri	
Bedelli Sermaye Artırımı Yapmama	1 Yıl
Ortak Satışı Yapmama	1 Yıl
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Lider Aracı Kuruluşlar	Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. ve Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım Yöntemi
Halka Arzda Satış Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış

### 4. FİNANSAL TABLOLAR

Şirket'in özel bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ile biten mali yıl ve 30.06.2023 ile biten ara döneme ait finansal tabloları aşağıda yer almaktadır:

Bilanço Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Dönen Varlıklar	138.245.373	234.338.556	508.686.186	720.824.576
Duran Varlıklar	54.868.794	72.460.067	90.796.387	115.157.307
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>193.114.167</b>	<b>306.798.623</b>	<b>599.482.573</b>	<b>835.981.883</b>
Kısa Vadeli Yükümlülükler	133.952.183	218.402.691	384.100.478	605.672.494
Uzun Vadeli Yükümlülükler	17.224.564	12.543.159	39.343.967	41.669.846
Özkaynaklar	41.937.420	75.852.773	176.038.128	188.639.543
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>193.114.167</b>	<b>306.798.623</b>	<b>599.482.573</b>	<b>835.981.883</b>

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2022	30.06.2023
<b>Hâsılat</b>	<b>206.124.190</b>	<b>353.607.766</b>	<b>717.665.743</b>	<b>291.902.418</b>	<b>483.118.178</b>
Satışların Maliyeti	-	-267.894.828	-555.613.252	-223.952.723	-386.104.678
	147.497.285				
<b>Brüt Kâr</b>	<b>58.626.905</b>	<b>85.712.938</b>	<b>162.052.491</b>	<b>67.949.695</b>	<b>97.013.500</b>
Pazarlama Giderleri	-7.204.895	-14.038.732	-26.647.704	-9.955.184	-17.389.415
Araştırma ve Geliş. Gid.	-2.761.195	-728.774	-969.357	-529.478	-501.602
Genel Yönetim Giderleri	-12.465.170	-19.035.717	-51.726.451	-15.383.146	-42.339.595
Esas Faaliyet. Diğ. Gelir.	48.691.923	107.904.188	144.733.018	79.653.566	183.105.542
Esas Faaliyet. Diğ. Gider.	-50.297.469	-123.628.786	-166.094.587	-94.491.040	-200.347.569
<b>Esas Faaliyet Kârı</b>	<b>34.590.099</b>	<b>36.185.117</b>	<b>61.347.410</b>	<b>27.244.413</b>	<b>19.540.861</b>
Yatırım Faaliyet. Gelir.	3.414.244	1.042.996	75.291.452	692.334	18.650.116
<b>Finans. Önce. Kâr/Zarar</b>	<b>38.004.343</b>	<b>37.228.113</b>	<b>136.638.862</b>	<b>27.936.747</b>	<b>38.190.977</b>
Finansman Gideri	-5.065.648	-2.691.762	-5.446.968	-2.183.536	-7.885.617
<b>Vergi Öncesi Kâr</b>	<b>32.938.695</b>	<b>34.536.351</b>	<b>131.191.894</b>	<b>25.753.211</b>	<b>30.305.360</b>
Dönem Vergi Gelir/Gider	8.410.357	1.069.036	-22.421.632	-5.443.998	-14.588.700
<b>Net Dönem Kârı/Zararı</b>	<b>41.349.052</b>	<b>35.605.387</b>	<b>108.770.262</b>	<b>20.309.213</b>	<b>15.716.660</b>

## 5. DEĞERLEME HAKKINDA

Şirket'in kuruluş döneminde olmaması ve bir yatırım ortaklığı olmaması nedeniyle maliyet yaklaşımı dikkate alınmış ancak değer tespitinde kullanılmamıştır. Şirket özsermaye değerinin tespitinde piyasa katılımcıları tarafından sıkça kullanılan "Gelir Yaklaşımı" ve "Pazar Yaklaşımı" kullanılmıştır.

- **Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi – İNA)**

İNA yönetimi kapsamında Şirket için 2023-2028 dönemine ait (Projeksiyon Dönemi) nakit akımları tahmin edilmeye çalışılmıştır. Şirket ürün fiyatlamalarının USD bazında yapılması ve Şirket hammadde maliyetlerinin ağırlıklı olarak USD bazında olması sonucunda Şirket finansallarının USD'ye hassasiyetinin yüksek olması nedeniyle İNA değerlemesi USD bazında yapılmıştır. Tahmini nakit akışlarını indirmek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gerekli görülmektedir. Bu doğrultuda İNA çalışmasında halka açık şirket yatırımcıları tarafından sıkça kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (USD)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Risksiz Faiz Oranı	%10	%10	%10	%10	%10	%10
Risk Primi	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	%15,5	%15,5	%15,5	%15,5	%15,5	%15,5
Borçlanma Maliyeti	%15,5	%15,5	%15,5	%15,5	%15,5	%15,5
Borç Primi	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
Kurumlar Vergisi Oranı	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%12,4	%12,4	%12,4	%12,4	%12,4	%12,4

Özsermaye Oranı	%22,6	%22,6	%22,6	%22,6	%22,6	%22,6
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	%13,1	%13,1	%13,1	%13,1	%13,1	%13,1

İndirgenmiş Nakit Akımları (USD)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Satış Gelirleri (Net)	56.541.407	72.764.016	86.667.382	101.460.879	112.597.384	118.694.462
Büyüme	%30,7	%28,7	%19,1	%17,1	%11,0	%5,4
FVÖK	3.713.992	6.479.147	9.317.501	12.669.127	15.675.952	17.868.397
Operasyonel Kâr Marjı	%6,6	%8,9	%10,8	%12,5	%13,9	%15,1
Efektif Vergi	-742.798	-1.295.829	-1.863.500	-2.533.825	-3.135.190	-3.573.679
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	2.971.193	5.183.318	7.454.001	10.135.302	12.540.761	14.294.718
+ Amortisman	552.539	859.646	1.225.434	1.653.659	2.128.887	2.629.848
FAVÖK	4.266.530	7.338.793	10.542.935	14.322.786	17.804.838	20.498.245
FAVÖK Marjı	%7,5	%10,1	%12,2	%14,1	%15,8	%17,3
Yatırım Harcamaları/Amortisman	-%432	-%357	-%298	-%259	-%223	-%190
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	1.439.689	2.050.509	1.757.361	1.869.872	1.407.634	770.660
Satışlardaki Değ.	13.269.631	16.222.609	13.903.366	14.793.497	11.136.506	6.097.078
Çalışma Sermaye. Değ./Satış. Değ.	%10,8	%12,6	%12,6	%12,6	%12,6	%12,6
Yatırım Harcamaları	-2.386.383	-3.071.073	-3.657.878	-4.282.251	-4.752.278	-5.009.611
Satışlara Oranı	-%4,2	-%4,2	-%4,2	-%4,2	-%4,2	-%4,2
Firmaya Yönelik Ser. Nakit Akımları	-302.340	921.382	3.264.196	5.636.838	8.509.736	11.144.295
İskonto Faktörü	0,97	0,86	0,76	0,67	0,59	0,52
İskonto Edilmiş Nakit Akımları	-292.905	789.311	2.471.384	3.773.452	5.036.846	5.840.590

## İNA Analizi Sonucu

İNA yöntemi kapsamında Şirket için projeksiyon dönemine ilişkin nakit akımları ile birlikte devam eden değer tahmini yapılmıştır. Projeksiyon dönemine ait nakit akımların bugünkü değerleri toplamı 17.618.678 USD olarak tespit edilmiştir. Uzun dönem ABD enflasyon hedefi %2 olup, İNA modeli kapsamında devam eden değer büyüme oranı ihtiyatlılık gereği %1 alınmıştır. Bu doğrultuda, %1'lik devam eden değer büyüme oranına göre devam eden değer bugünkü değeri 48.753.982 USD olarak tahmin edilmektedir. Böylece Şirket için toplam firma değeri 66.372.660 USD olarak hesaplanırken özsermaye değeri 65.139.891 USD olarak tahmin edilmektedir. Özsermaye değerinin 28.09.2023 tarihi itibarıyla 27,3752 seviyesindeki USD/TL kuruna göre TL karşılığı 1.783.217.554 TL'dir.

İNA Analizi Sonucu	
Projeksiyon Dönemi Firma Değeri (USD)	17.618.678
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	%1,0
Devam Eden Değer (USD)	93.026.348
Devam Eden Değerin Bugünkü Değeri (USD)	48.753.982
Firma Değeri (USD)	66.372.660

Net Borç (30.06.2023 itibarıyla, USD)	1.232.769
Özsermaye Değeri (USD)	65.139.891
USD/TL	27,3752
Özsermaye Değeri (TL)	1.783.217.554

- **Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)**

Çarpan analizi yönteminde, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörlerdeki benzer yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin çarpanları ile Şirket'in ilgili verilerinin çarpılması yoluyla değer tespiti yapılmaktadır. Şirket'in operasyonlarını ve finansal yapısını göz önünde bulundurarak, çarpan analizi kapsamında "FD/Satış", "FD/FAVÖK", "PD/DD" ve "F/K" çarpanları incelenmiş olup, çarpan analizi kapsamında Şirket'in ciro ve operasyonel kâr performansını yansıtmaması sebebiyle "FD/FAVÖK" ve "FD/Satış" çarpanlarının kullanılmasının uygun olacağı değerlendirilmektedir.

### Çarpan Analizi Sonucu

Çarpan analizi kapsamında yurt içinde ve yurt dışında Meka Beton ile benzer alanda faaliyet gösteren şirketler araştırılmıştır. Meka Beton'un faaliyet alanlarından biri olan kırma eleme tesis üretimi işiyle ilgili olarak yurt içinde benzer alanda faaliyet gösteren sadece Burçelik Bursa Çelik Döküm Sanayii A.Ş. bulunmaktadır. (Burçelik'in faaliyet alanlarından biri başta agrega, madencilik ve demir-çelik sektörü olmak üzere yurt içi ve yurt dışı pazarlara kırma eleme çözümleri sunmaktadır.) Burçelik'in dışında yurt içinde Meka Beton ile benzer bir şirket olmayışı nedeniyle yurt içi benzer şirketler olarak Burçelik'e ek BIST Metal Eşya Makine Endeksi (XMESY) ve BIST İnşaat Endeksi (XINSA) şirketleri dikkate alınmıştır. Genel piyasa uygulamalarını da göz önünde bulundurarak FD/FAVÖK (Son 12 Aylık) çarpanı itibarıyla 5x'in altı ve 20x'in üstü, FD/Satış (Son 12 Aylık) çarpanı itibarıyla da 4x'in üstü uç değerler olarak kabul edilmiş ve hesaplama dâhil edilmemiştir. Bu şekilde uç değerler hesaplama dışında tutulsa da ihtiyatlılık gereği ortalama yerine medyan değerler kullanılmıştır. Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirket analizleri ayrı ayrı yapılmıştır. Yurt içi çarpan analizine göre BIST Metal Eşya Makine Endeksi ve BIST İnşaat Endeksi'ne ihtiyatlılık gereği eşit ağırlık verilmiştir. Buna göre yurt içi çarpan analizine göre Şirket özsermaye değeri 67.895.732 USD olarak hesaplanmıştır. Yurt dışı çarpan analizinde FD/FAVÖK ve FD/Satış medyan değerlerine ihtiyatlılık gereği eşit ağırlık verilerek 35.748.622 USD özsermaye değerine ulaşılmaktadır. Sonuç olarak yurt içi ve yurt dışı çarpan analizlerinden elde edilen değerlere eşit ağırlık verilerek çarpan analizi sonucunda 51.822.177 USD özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Çarpana Göre Değerleme	Çarpan
Yurt İçi BIST Metal Eşya Makine Endeksi Medyan FD/FAVÖK (x)	11,7x
Yurt İçi BIST Metal Eşya Makine Endeksi Medyan FD/Satış (x)	2,4x
Yurt İçi BIST İnşaat Endeksi Medyan FD/FAVÖK (x)	11,1x
Yurt İçi BIST İnşaat Endeksi Medyan FD/Satış (x)	1,9x
Yurt Dışı Benzer Şirketler Medyan FD/FAVÖK (x)	11,4x
Yurt Dışı Benzer Şirketler Medyan FD/Satış (x)	0,8x

Yurt İçi – BIST Metal Eşya Makine Endeksi (XMESY) Çarpan Analizi Sonucu	Özsermaye Değeri (USD)	Ağırlık
FD/FAVÖK (x)	33.907.896	%50
FD/Satış (x)	113.545.658	%50
Yurt İçi – BIST Metal Eşya Makine Endeksi (XMESY) Çarpan Analizi Sonucu	73.726.777	

Yurt İçi – BIST İnşaat Endeksi (XINSA) Çarpan Analizi Sonucu	Özsermaye Değeri (USD)	Ağırlık
FD/FAVÖK (x)	32.363.204	%50
FD/Satış (x)	91.766.172	%50
Yurt İçi – BIST İnşaat Endeksi (XINSA) Çarpan Analizi Sonucu	62.064.688	

Yurt İçi Çarpan Analizi Sonucu	Özsermaye Değeri (USD)	Ağırlık
BIST Metal Eşya Makine Endeksi (XMESY) Çarpan Analizi Sonucu	73.726.777	%50
BIST İnşaat Endeksi (XINSA) Çarpan Analizi Sonucu	62.064.688	%50
Yurt İçi Çarpan Analizine Göre Özsermaye Değeri (USD)	67.895.732	

Yurt Dışı Çarpan Analizi Sonucu	Özsermaye Değeri (USD)	Ağırlık
Yurt Dışı FD/FAVÖK (x) Analizi Sonucu	33.182.557	%50
Yurt Dışı FD/Satış (x) Analizi Sonucu	38.314.687	%50
Yurt Dışı Çarpan Analizine Göre Özsermaye Değeri (USD)	35.748.622	

Çarpan Analizi Sonucu	Özsermaye Değeri (USD)	Ağırlık
Yurt İçi Çarpan Analizi Sonucu	67.895.732	%50
Yurt Dışı Çarpan Analizi Sonucu	35.748.622	%50
Çarpan Analizi Sonucuna Göre Özsermaye Değeri (USD)	51.822.177	

## Değerleme Sonucu

Şirket için değer tespiti çalışmasında halka açık şirket yatırımcıları tarafından sıkça kullanılan İNA ve çarpan analizi olmak üzere iki yöntemle göre değer tespiti yapılmıştır. Temkinli olmak adına her iki yöntemle eşit ağırlık verilmiştir. Buna göre ağırlıklandırılmış halka arz öncesi sermaye değeri 58.481.034 USD, 28.09.2023 tarihi itibarıyla 27,3752 USD/TL kuruna göre ise 1.600.930.010 TL olarak hesaplanmaktadır. Söz konusu halka arz öncesi özsermaye değerine %21,92 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 1.250.006.152 TL seviyesinde halka arz iskontolu özsermaye değerine ulaşılmakta olup, 30.06.2023 sonu itibarıyla 50.000.000 TL seviyesindeki ödenmiş sermayeye göre halka arz iskontolu birim hisse fiyatı 25,00 TL olarak tespit edilmektedir. Buna göre 1 TL nominal değerli pay başına halka arz fiyatı 25,00 TL olarak hesaplanmaktadır.



Meka – Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri	Ağırlık
İndirgenmiş Nakit Akımları (USD)	65.139.891	%50
Çarpan Analizi (USD)	51.822.177	%50
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (USD)	58.481.034	
USD/TL	27,3752	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	1.600.930.010	

Meka – Değerleme Sonuç	
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	1.600.930.010
Ödenmiş Sermaye (TL) (30.06.2023 itibarıyla)	50.000.000
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Fiyat (TL)	32,02
Halka Arz İskonto Oranı	%21,92
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri (TL)	1.250.006.152
Halka Arz Fiyatı (TL)	25,00

## 6. GÖRÜŞ

- Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından “Meka Beton Santralleri İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş.” için hazırlanan fiyat tespit raporunda; Şirket’in ana faaliyet konusuna ve bu doğrultuda ürettiği ürün ile sunduğu hizmetlere yönelik yurt içi ve dışı referanslara oldukça yer verilmiştir. Ayrıca Şirket’in girdi sağladığı sektörlerin başında gelen inşaat sektörünün yaklaşık son 10 yıllık genel görünümüne dair fikir veren yeterli miktarda veri bulunmaktadır.
- Fiyat Tespit Raporunda, Türkiye inşaat sektörünün Gayrisafi Milli Hasıla içindeki payı %7,5 seviyesinden son beş yılda düzenli olarak gerileyerek %4,7 seviyesine indiği belirtilmiştir.
- İNA ihracçının ihracat ağırlığına bağlı olarak USD bazında hazırlanmıştır. Ancak projeksiyon dönemine ilişkin ortalama USD/TRY kuruna ilişkin bir tablo göremediğimizi belirtmek isteriz.
- AOSM hesaplamasında dikkate alınan risksiz faiz oranı, borçlanma oranı, risk primini ve bunların projeksiyon dönemi boyunca sabit alınmasını ihtiyatlılık ilkesine uygun olarak makul bulmaktayız. Ancak projeksiyon döneminde iyileşen satış ve FAVÖK tutarlarının Şirket özsermayesine olumlu katkı sağlayacağını ve buna bağlı olarak özsermayenin ağırlığının ilerleyen yıllarda %22,6’dan daha yüksek olarak belirlenebileceğini düşünüyoruz. Bu da AOSM’yi artırarak Şirket değerine iskonto olarak yansıyacaktır.
- İNA’ya göre Şirket’in 2023 yılı cirosunun TL karşılığının cari yıl ortalama 22,25 kurundan hareketle 1,25 milyar TL seviyesinde olabileceği tahmin edilmiş olduğunu hesaplıyoruz. Şirket’in 2023 ilk yarı cirosu 483 milyon TL’dir. İlk yarı yıldıki %65’lik ciro artışının devam ettiği varsayımından hareketle 2023 cirosunun 1,2 milyar TL’ye yaklaşabileceğini öngörmekteyiz. 2023 yılı cirosunun erişilebileceğini düşünmekteyiz.
- Şirket cirosunun dolar bazında 2021 yılında %36 ve 2022 yılında %8,5 oranında arttığını hesapladık. 2023 yılına geldiğimizde de dolar bazlı ciro artışının %30,7 olacağı tahmin edilmiştir. Özellikle 2022 yılındaki USD/TRY kurundaki önemli ölçüde yukarı yönlü dalgalanma yaşandığı dönemde şirket cirosunun bu eğilime gecikmeli olarak eşlik ettiğini gözlemledik. Bu eğilimin olası dalgalanmalarda devam edebileceğini düşünmekteyiz.

- Şirket'in 2020-2021-2022 mali yılları ve 6A22-6A23 ara dönemlerine ait finansal verileri, hâsılâtın önemli kısmının yurt dışı satışlardan elde edildiğini ortaya koymaktadır. İhracatın toplam brüt satışlar içerisindeki payı 2020 yılında %87,4, 2021 yılında %89,5, 2022 yılında %88,7 ve 6A23 döneminde %76,9 seviyesinde gerçekleşmiştir. Döviz kurlarında yaşanabilecek muhtemel artışlar TL bazlı hâsılâtı destekler nitelikte etkileyebilir. Ancak hammadde ve sarf malzemelerinin bir kısmının ithal olduğu düşünüldüğünde kârlılığın da negatif etkilenebileceğini belirtmek isteriz. Bu durumun Şirket'in kârlılığı üzerindeki sonucunu görebilmek adına FAVÖK marjı incelenebilir. FAVÖK marjının 2020'de %17, 2021'de %11,3 2022'de %8,8 ve 6A23'e gelindiğinde %3,6 olarak gerçekleştiği görülmektedir. İNA analizi çalışmasında projeksiyon dönemi başlangıcı olarak kabul edilen 2023'te FAVÖK marjının %7,5 olacağı varsayılmıştır. Akabinde kademeli artışla FAVÖK marjının 2028'de %17,3'e kadar yükseleceğinin tahmin edildiği görülmektedir. Buradaki dikkate değer iyileşme ivmesinin esas nedeninin raporda yeterince açıklanmadığı görüşünderiz.
- FVÖK ve FAVÖK marjlarının projeksiyon dönemi boyunca lineer bir şekilde artmıştır. Şirketin geçmiş yıl FVÖK ile FAVÖK marjlarında ise benzer bir lineer artışı göremedik. Bu artışın makul olmadığı görüşünderiz.
- İNA analizi sonucunda projeksiyon dönemi firma değeri 17.618.678 USD ve devam eden değerin bugünkü değeri 48.753.982 olarak hesaplanmıştır. Uç değer büyümesi %1 olarak alınmıştır. Özsermaye değerinin %73'ünün uç değerden geldiğini hatırlatmak isteriz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK ve FD/Satış çarpanının kullanılmasını makul bulmakla birlikte piyasa tarafından görece daha sık kullanılan F/K çarpanının neden kullanılmadığına dair yeterince ek açıklama yapılmadığı kanaatindeyiz.
- İNA analizinde USD tutarların kullanılmasını makul bulmakla birlikte, çarpan analizinde USD'ye çevrilmiş FAVÖK ve net satış tutarlarının kullanılmasının kur farkı yansıtıldığı halde özellikle FAVÖK'ün ortalama kur üzerinden USD'ye çevrilmesinin sonuca etki ettiğini değerlendiriyoruz. Çarpan analizinin TL üzerinden yapılabileceğini düşünüyoruz. Nitekim Yurt İçi BIST Metal Eşya Makine Endeksi çarpanı için örneklemek gerekirse hem FAVÖK hem de net borç tutarlarının son on iki ay TL değeri üzerinden ulaştığımız özsermaye değeri 620 milyon TL iken, fiyat tespit raporunda bulunan sonuç 928 milyon TL'dir.
- Çarpan analizinde eşit ağırlık yöntemi yerine ihtiyatlılık gereği ve yatırımcı lehine düşük değere yüksek oran verilebileceğini değerlendirmekteyiz.

Sonuç olarak, yukarıdaki çekincelerimiz saklı kalmak kaydıyla, fiyat tespit raporunda özellikle çarpan analizinde kullanılan değerler dikkate alınarak belirlenen özsermaye değerine uygulanan %21,92 halka arz iskontosunun yetersiz olduğu kanaatindeyiz.

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