

çap ve boyutlarda üretim yapabilmektedir. Bu geniş makine parkı ile Şirket her türlü altyapı projesine hızlı termin süreleri ile teslimat yapabilme kapasitesine sahiptir. Bu da Şirket'e müşterilerin taleplerine hızlı cevap verebilme ve ürünleri zamanında teslim avantajı oluşturmaktadır.

(vi) Üretim faaliyetlerinde ve yönetsel faaliyetlerde dijital süreçlerin yoğun olarak kullanılması ve değişen teknolojik koşullara uyum yeteneği.

Şirket üretim faaliyetlerini muhasebe bölümünde kullanmış olduğu Logo Tiger sistemine entegre bir şekilde kendi bünyesindeki yazılımcılar tarafından Şirket'e özel olarak geliştirilen siparişlerin üretimden stokta beklemeye kadar süreçlerin anlık olarak izlenmesini sağlayan ve barkod sistemi ile entegre çalışan Üretim Takip Sistemi, üretim hatlarının çalışma durumunu takip etmeyi sağlayan Hat Durum Takibi, hammadde ve yardımcı malzemelerin kullanımının kontrol edilebildiği Üretim Otomasyon Ekranı, enerji tüketimlerinin hat bazlı anlık olarak takip edilebildiği Enerji Tüketim Takip Ekranı vb programlarla üretim süreçlerini etkin bir şekilde takip edebilmektedir. Bu şekilde Şirket faaliyetlerini anlık olarak takip edebilmekte ve stok ve sevkiyat yönetimi optimizasyonu yapabilmektedir.

(vii) İnsan kaynakları politikaları sayesinde iş gören memnuniyetinin artırılarak örgütsel bağlılığın kuvvetli olması ve buna bağlı olarak iş verimliliğinin artması

Şirket bulunduğu konum itibarıyla nitelikli insan kaynaklarına uzak bir bölgede konumlanmış olmakla birlikte uygulamakta olduğu işe alım seçme ve yerleştirme, kariyer yönetimi, eğitim, ücretlendirme ve çalışan motivasyonu ve bağlılığını sağlayan politikalar gibi insan kaynakları politikaları ile çalışan memnuniyeti ve örgütsel bağlılığı üst düzeyde sağlamaktadır. Bu şekilde nitelikli insan kaynağı Şirket içinde kalmakta ve üretkenliği üst seviyede gerçekleşmektedir.

(viii) Şirket ile aynı adı taşıyan ve Şirket'in ana sponsorluğunu yaptığı Kuzey Boru Kadınlar Voleybol takımı ile güçlü bir marka görünürlüğüne ve marka bilinirliğine sahip olması

Şirket mevcut durum itibarıyla Türkiye'de Voleybol alanında en üst lig olan Sultanlar Ligi'nde oynayan bir voleybol takımına sahiptir. Kuruluşundan hemen sonra 2017-2018 sezonunda yerel turnuvalar ile spor faaliyetlerine başlayan Kuzey Boru Spor Kulübü kupayı alarak 2. Lige giriş yapmıştır. Başarılı oyuncu kadrosuyla maç kaybetmeden lig şampiyonu olup 1. Lige yükselen kulüp, 2018-2019 sezonunda şampiyonluğu alarak Sultanlar Ligine adını atmıştır. Kuzey Boru Spor Kulübü Sultanlar Liginde 2020 – 2021 sezonunda 11. 2021-2022 sezonunda 8. ve 2022-2023 sezonunda ise 10. olarak lige devam etmektedir. Sektörde yer alan irili ufaklı firmaların sayısının fazla olması ve pazarda düşük kalitede ürünlerle haksız rekabete yol açmaları marka bilinirliği ve marka güvenilirliğinin önemini artırmaktadır. Bu bağlamda Şirket Türkiye Voleybol Federasyonu Sultanlar Ligi maçları canlı yayınları ve tanıtımları vasıtasıyla sponsorluk faaliyetleri ile büyük

görünürlük sağlayarak satış hacminin genişlemesinde ve Şirket'in marka değeri ve marka itibarına önemli ölçüde katkıda bulunmaktadır. Şirket bunun yanı sıra toplumsal sürdürülebilirliğe katkı olarak bulunduğu çevrede eşitlik, çeşitlilik, sosyal uyum ve yaşam kalitesi gibi kriterlerin gelişmesinde de rol oynamaktadır.

(ix) Gerek döviz kurlarındaki dalgalanmaları gerekse de hammadde fiyatlarını yakından takip ederek sektördeki maliyet değişimlerini ürün fiyatlarına yansıtabilme kabiliyeti

Şirket hammadde alımlarını spot piyasadan birden fazla tedarikçi vasıtası ile yapmakta ve Petkim, Chemorbis gibi çeşitli platformlardan hammadde fiyatlarını düzenli olarak takip etmektedir. Bu durum Şirket'in belirli bir tedarikçiye bağlı kalmadan, piyasadaki en uygun fiyatlardan faydalanmasını sağlamakta ve aynı zamanda hammadde fiyatlarındaki değişimleri çok hızlı bir şekilde satış tekliflerine ve ürün fiyatlamalarına yansıtılabilmelerine imkân sağlamaktadır. Bu durum döviz dalgalanmalarının yaşandığı dönemde Şirket'in kâr marjını belirli bir seviyenin altına düşürmemesini sağlamıştır.

İhracçının Sektördeki Dezavantajları

(i) Sektöre girişin kolay olması nedeniyle, sektörde yer alan irili ufaklı firmaların dönem dönem, düşük kalite üretimleri ile haksız rekabet ortamı yaratması

TOBB Sanayi Veri tabanı 2023 Mart ayı verilerine göre Türkiye'de sert plastikten boru ve hortum üreten (22.21.21.53.00 Nace Kodu) 182 firma olduğu tespit edilmektedir. Her ne kadar bu firmaların bir çoğunun üretimleri, Şirket'in üretim ve kalite standartlarının altında olsa da dönem dönem fiyat rekabeti yaratabilmektedirler. Bu durum Şirket için dezavantajlı bir durum ortaya çıkartabilmektedir.

(ii) Petrol üretiminin yüksek olduğu Körfez Bölgesi üreticilerinin küresel rekabet içerisinde düşük maliyet stratejisi ile yer alması alabilmesi.

Plastik hammaddesi olan HDPE petrokimya tesislerinden petrolün bir yan ürünü olarak üretilmektedir. Bu nedenle Körfez Bölgesi'nde yer alan petrokimya rafinerilerinde uygun maliyetli ürünler Avrupa pazarında uygun fiyatlı satış imkânı bulabilmektedirler. Körfez ülkelerinin sanayileşme çabaları Şirket'in ihracat pazarında bir dezavantaj oluşturabilmektedir.

(iii)Küresel siyaset ve uluslararası ittifaklar nedeniyle meydana gelen ambargo, kısıtlama ve diğer türlü ekonomik ve ticari yaptırımlar nedeniyle serbest ticaret sınırlamaları

AB ve diğer siyasi ve/veya ekonomik birlik ve organizasyonların çeşitli siyasi sebeplerle Rusya ve İran gibi Türkiye'nin yakın çevresinde bulunan ülkelere yönelik ticari

faaliyetlerle ilgili ambargo, ticari kısıtlamalar getirmesi, Ukrayna-Rusya savaşının madde malzeme tedarikindeki sıkıntılar ve enerji başta olmak üzere diğer girdi fiyatları üzerindeki olumsuz etkileri Şirket 'in uluslararası ticari faaliyetleri üzerinde dezavantaj oluşturabilmektedir.

(iv) Şirket'in özkaynaklarının, Şirket yeni yatırımlarını finanse etmekte sınırlı kalması

Şirket'in satışları 2020 yılından itibaren yıllık ortalama %172 oranında özkaynakları da buna paralel olarak %194 oranında artmıştır. Bu büyüme her ne kadar Şirket'in kapasite artırımları sonucu artan satış hacmini karşılamaya yeterli olsa da Şirket'in önümüzdeki dönemde yapmayı planladığı Malatya CTP yatırımı için sınırlı kalmaktadır. Türkiye'nin içinde bulunduğu ekonomik konjonktür itibarıyla TCMB'nin haftalık repo ihale faiz oranlarını artırması nedeniyle de Şirket, yeni yatırım ihtiyacı için mevcut kredi yükünü artırmayı tercih etmemektedir. Bu nedenle Şirket halka açılarak elde edeceği kaynak ile büyümesini finanse etmek ve işletme sermayesi ihtiyacına binaen oluşan kısa vadeli işletme kredilerini azaltmayı hedeflemektedir.

(v) Hammadde fiyatlamasında yabancı para birimlerine bağlılık

Şirket, içinde bulunduğu sektör itibarıyla ana hammaddeyi her ne kadar yurtiçinden tedarik etse de sektörün global piyasalarla entegre olan yapısı gereği HDPE fiyatlaması yabancı para cinsinden yapılmaktadır. Bu durumdan dolayı kurlarda meydana gelen dalgalanma ve belirsizlik sektördeki diğer rakipler gibi Şirket için de bir dezavantaj oluşturmaktadır.

4. MALİ TABLOLAR VE FİNANSAL ANALİZ

4.1. Finansal Durum Tablosu

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 finansal dönemler ve 30.06.2023 tarihli ara dönemine ilişkin özel bağımsız denetimden geçmiş Finansal Durum Tablosu aşağıda verilmektedir.

Tablo 26: Finansal Durum Tablosu

FİNANSAL DURUM TABLOSU (TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş			
VARLIKLAR	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Dönen Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.303.565	19.035.236	14.829.285	8.830.116
Finansal Yatırımlar	-	-	-	9.770.470
Ticari Alacaklar				
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	5.385.110	57.257.432	132.825.501	285.340.307
Diğer Alacaklar				
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	18.801	19.761	11.460	11.460
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	-	-	-	114.939

KUZEY BORU- FİYAT TESPİT RAPORU

Stoklar	21.822.282	30.228.075	133.471.944	227.380.287
Peşin Ödenmiş Giderler	1.317.096	47.329.499	7.544.248	65.736.743
Diğer Dönen Varlıklar	2.453.221	167.865	154.831	102.337
Toplam	34.300.075	154.037.868	288.837.269	597.286.659
Duran Varlıklar				
Diğer Alacaklar				
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	-	18.801	19.526	4.707
Maddi Duran Varlıklar	57.853.954	173.433.919	348.938.750	358.048.916
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	57.383	177.756	137.321	87.086
Ertelenmiş Vergi Varlığı			5.031.777	5.408.967
Toplam	57.911.337	173.630.476	354.127.374	363.549.676
TOPLAM VARLIKLAR	92.211.412	327.668.344	642.964.643	960.836.335

	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş			
KAYNAKLAR (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	360.627	29.767.113	87.387.728	31.222.269
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	18.464.970	40.252.070	96.524.768	258.503.080
Kısa vadeli finansal kiralama borçları	1.103.804	3.628.612	7.434.894	8.831.751
Kısa vadeli diğer finansal yükümlülükler	278.622	252.284	475.223	411.120
Ticari Borçlar				
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	5.793.525	12.887.271	21.072.401	27.679.162
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>				
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	489.767	773.667	2.056.906	4.851.349
Diğer Borçlar				
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	41.228	355.561	-	273.743
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	-	-	-	2.147
Ertelenmiş Gelirler				
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ertelenmiş Gelirler</i>	2.137.000	81.035.179	42.070.095	166.100.571
<i>İlişkili Taraflardan Ertelenmiş Gelirler</i>				
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	95.078	-	11.629.941	1.014.239
Kısa Vadeli Karşılıklar				
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	-	-	20.000	213.697
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	243.802	261.397	991.236	1.407.825
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	283.748	3.276.254	5.249.789	10.526.512
Toplam	29.292.171	172.489.408	274.912.980	511.037.465

	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş			
KAYNAKLAR (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Uzun Vadeli Yükümlülükler				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	24.793.671	22.290.040	27.300.043	37.159.885
Uzun vadeli finansal kiralama borçları	2.903.360	3.565.340	10.941.953	10.899.857
Ticari borçlar				
<i>İlişkili olmayan taraflara borçlar</i>	4.261.639	2.246.168	230.697	
Ertelenmiş gelirler	11.432.121	-	-	
Uzun Vadeli Karşılıklar				
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	369.610	608.726	1.365.403	906.211
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	354.906	9.231.122	-	
Toplam	44.115.307	37.941.396	39.838.096	48.965.953
ÖZKAYNAKLAR				
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	16.000.000	60.000.000	60.000.000	80.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler				
<i>Duran varlıklar yeniden değerlendirme artışları</i>	-	49.984.796	152.759.616	168.612.922
<i>Tanımlanmış fayda planlarının yeniden ölçüm kayıpları</i>	(20.796)	(169.547)	(539.750)	(14.151)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	63.062	124.070	351.396	4.253.367
Özel fonlar	-	-	114.656	74.137
Geçmiş Yıllar Karı/(Zararı)	303.216	1.541.534	7.070.895	95.772.372
Net Dönem Karı/(Zararı)	2.458.452	5.756.687	108.456.754	52.134.270
ÖZKAYNAKLAR	18.803.934	117.237.540	328.213.567	400.832.917
TOPLAM KAYNAKLAR	92.211.412	327.668.344	642.964.643	960.836.335

Finansal tablolardaki önemli kalemlere ilişkin açıklamalar:

Şirket'in toplam varlıkları 31.12.2020 yılında 92.211.412 TL iken 31.12.2021 yılında 327.668.344 TL'ye 31.12.2022 yılında da bir önceki yıla göre %96,2 oranında artarak 642.964.643 TL'ye çıkmıştır. 30.06.2023 tarihi itibarıyla ise Şirket'in toplam varlıkları 31.12.2022'ye göre %50 artış ile 960.836.335 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in toplam varlıklarında yıllar itibarıyla duran varlıkların ağırlığı 31.12.2020 tarihinde %62,80 iken, bu oran 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla %52,99; %55,08 ve %37, 83 olarak gerçekleşmiştir.

Ticari alacaklar 31.12.2020'de 5.385.110 TL, 31.12.2021'de 57.257.432 TL, 31.12.2022'de 132.825.501 TL ve 30.06.2023'te 285.340.307 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in ticari

alacaklarının toplam varlıklara oranı 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla %5,84, %17,47, 20,66 ve %29,57 olarak gerçekleşmiştir. Ticari alacakların 31.12.2022 'de bir önceki yıla göre %132 oranında artmasının ana nedeni hasılat büyümesidir. Satışlar içerisinde peşin satışların ağırlık kazanması ve kredili satışlarda müşterilere sağlanan vadenin kısılması gibi ticari alacakları azaltıcı etkenler nedeniyle söz konusu artış oranı %132 ile sınırlı kalmıştır.

31.12.2020 tarihi itibarıyla stoklar toplam varlıkların %23,67'sini oluştururken, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla toplam varlıkların sırasıyla %9,23 %20,76, ve %23,60'ını oluşturmaktadır. Stoklar kaleminin tutarının her yıl ve dikey yüzdesinin 2022 yılında yükselmesinin temel nedeni; Şirket'in büyüme ve gelişme stratejileri kapsamındaki üretim kapasitesi artırma hedefi doğrultusunda artırdığı makine kapasitesi ile işlemek üzere daha fazla hammaddeye ihtiyaç duyması ve artan üretime bağlı olarak daha fazla mamul stoğu ortaya çıkması ile ticari mal satışlarındaki artışlar paralelinde ihtiyatı olarak ticari mal stoklarını da artırmasıdır.

Stoklar kaleminin geneli hem üretim kapasitesi ve satışlardaki artışın doğurduğu ihtiyaç hem de kısmen döviz kuru ve enflasyonun etkileriyle hammadde fiyatlarındaki yükselmelerden kaynaklı olarak yıllara göre artış göstermiştir. 31.12.2021 tarihine göre 31.12.2022'de %341,55 ve 31.12.2022 tarihine göre 30.06.2023 de %70,36 oranında artış gerçekleşmiştir. Bu artışta yıllara göre üretim kapasitesinin artırılmış olması, yeni makine ve teçhizat alımları ve yeni stok sahası kullanımına geçilmesi belirleyici etken olmuştur.

Duran varlıklar içinde en çok paya sahip olan kalem maddi duran varlıklardır. 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022'de sona eren hesap dönemi ve 30.06.2023 ara hesap dönemi itibarıyla Şirket'in maddi duran varlıkları 57.853.954 TL, 173.433.919 TL, 348.938.750 TL ve 358.048.916 TL olarak gerçekleşmiştir. Maddi duran varlıklar içinde önemli bir yere sahip olan Şirket'in tesis makine ve cihazlar kalemi yıllara göre 20.998.249 TL, 92.633.253 TL, 164.714.832 TL ve 162.997.948 TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında 2020 yılına göre %341,15; 2022 yılında 2021'e göre %77,81 artış göstermiştir. Bir diğer önemli kalem olan yapılmakta olan yatırımlar 2021 yılında 2020 yılına göre %60,11 artarak 38.328.235 TL'ye ve 2022 yılında ise bir önceki yıla göre %71,68 artarak 65.802.873 TL'ye yükselmiştir. Şirket üretim kapasitesini artırma çalışmaları içerisinde 5 yeni hat ve 2 yeni makine ve cihaz alımları gerçekleştirmiştir. Maddi duran varlıklarındaki bu artışlar, temel olarak Şirket'in büyüme ve gelişme stratejileri kapsamındaki üretim kapasitesi artırma hedefi doğrultusunda yapılan yeni yatırımların etkileriyle şirket bünyesine ilave edilen arsa, bina ve tesis ile makine teçhizatlar ve demirbaşlar nedeniyle gerçekleşmiştir.

Özellikle Şirket'in büyüme ve gelişme stratejileri kapsamındaki üretim kapasitesi artırma hedefi doğrultusunda yapılan yeni maddi duran varlık yatırımlarının etkisiyle duran varlıkların tutarı her yıl artmasına rağmen; duran varlıkların toplam varlıklar içindeki payının yıllar itibarıyla azaldığı görülmektedir. Azalışın nedeni dönen varlıkların satış hacmi ve kapasite artırımı dolayısıyla toplam varlıklar içindeki payının artmasıdır.

Şirket'in toplam özkaynakları yıllar itibarıyla gerek net dönem karının artışının etkisi gerekse de Şirket'in yatırımları nedeniyle artan maddi duran varlıklarının artışı yanı sıra Şirket'in maddi duran varlıklarını TMS-TFRS uygulaması doğrultusunda TFRS 13 Gerçeğe Uygun Değer Ölçümü standardı uyarınca ölçülerek değerlendirmesidir. Ayrıca, Şirket'in 2020 yılında 16.000.000 TL olan ödenmiş sermayesi 2021 yılı içinde 12.840.874, TL'si nakit, 1.159.125,17 TL'si iç kaynaklardan olmak üzere önce 30.000.000 TL'ye yine aynı yıl içinde 14.146.693,51 TL'si nakit, 15.853.306,49 TL'si ise iç kaynaklardan olmak üzere toplam 60.000.000 TL'ye çıkartılmıştır. 25.01.2023 tarihi itibarıyla da Şirket'in ödenmiş sermayesi 20.000.000 TL nakit sermaye artışı ile 80.000.000 TL'ye ulaşmıştır.

Dönen Varlıklar

Şirket'in dönen varlıkları; nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar, peşin ödenmiş giderler ve diğer dönen varlıklardan oluşmaktadır. Şirket'in dönen varlıkları 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 34.300.0755 TL, 154.037.868 TL, 288.837.269 TL ve 597.286.659 TL olarak gerçekleşmiş olup toplam varlıklar içindeki payları sırasıyla %37,20; %47,01; %44,92 ve %62, 16'dır. Şirket'in dönen varlıkları içinde en büyük paya sahip kalemler Ticari Alacaklar ve Stoklar kalemleri olup, bu kalemler toplam Dönen Varlıkların 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla %79,32; %56,79; %92,20 ve %86,71 olarak gerçekleşmiştir. Dönen varlıklardaki bu artış, Şirket'in yeni stratejik yatırımlarının üretim kapasitesini ve buna bağlı olarak da satış hacmini artırmasından kaynaklanmaktadır. Hasıllardaki artış ticari alacakların ve üretim hacminin büyümesi de stokların artmasını sağlamıştır.

Nakit ve nakit benzerleri

Nakit ve nakit benzerleri, kasa, vadeli ve vadesiz mevduat, diğer hazır değerlerden oluşmaktadır. 2020, 2021, 2022 finansal hesap dönemleri ve 30.06.2023 ara finansal hesap dönemi itibarıyla sırasıyla 3.303.565 TL, 19.035.236 TL, 14.829.285 TL ve 8.830.116 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 30 Haziran 2023 tarihi itibarıyla nakit ve nakit benzerleri üzerinde blokaj bulunmamaktadır. Aşağıdaki tabloda yıllar itibarıyla nakit ve nakit benzerleri kalemi detayları verilmektedir.

Tablo 27: Nakit ve Nakit Benzerleri

Hesap Adı	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Kasa	70.174	11.349	12.797	38.485
Bankalar	3.230.931	19.020.734	14.813.191	8.349.099
- Vadeli mevduatlar	751.154	13.050	1.315.150	1.026.033
- Vadesiz mevduatlar	2.479.777	19.007.684	13.498.041	7.323.066
Diğer Hazır Değerler	2.460	3.153	3.297	442.532
Toplam	3.303.565	19.035.236	14.829.285	8.830.116
Finansal Varlıklar	-	-	-	9.770.470
Genel Toplam	3.303.565	19.035.236	14.829.285	18.600.586

Nakit ve nakit benzeri kalemi içerisinde yer alan banka mevduatlarının artması, 2021 ve 2022 yıllarında nakit ve nakit benzeri kaleminde önceki dönemlere göre artış sağlamıştır. Nakit ve nakit benzerinde yıllara göre gerçekleşen artış genel olarak satışlar başta olmak üzere işletme

faaliyetlerinden elde edilen nakit akışındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Bankadaki vadesiz mevduat tutarı, yılsonu tahsilatların artışı ile biriken tutarlar olup artan iş hacmi nedeniyle anlık uygun fiyatlı hammadde tedariğinde kullanmak üzere nakit olarak hazır bulundurulmaktadır.

2023 ikinci ara hesap dönemi sonunda vadesiz mevduatlardaki azalma; 2022 yılı Aralık ayında tahakkuk eden personel maaşlarının ödemelerinin 2023 yılı Ocak ayında gerçekleştirilmiş olmasıdır. Aynı şekilde, vadesi gelen kredi borç ödemeleri de yapılmıştır.

Diğer hazır değerler pos hesap bakiyelerinden oluşmakta olup artışın nedeni müşterilerle kredi kartı işlemlerinin artmasından kaynaklanmaktadır.

Şirket'in ayrıca Finansal Varlıklar kaleminde sınıflandırılan yatırım fon hesabı bulunmaktadır ve 30.06.2023 tarihi itibarıyla bakiyesi 9.770.470 TL'dir.

Ticari alacaklar

Ticari alacaklar 31.12.2020'de 5.385.110 TL, 31.12.2021'de 57.257.432 TL, 31.12.2022'de 132.825.501 TL ve 30.06.2023'te 285.340.307 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in ticari alacaklarının toplam varlıklara oranı 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla %5,84, %17,47, 20,66 ve %29,57 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında 106.453.352 TL olan hasılat 2021 yılında %112,69 oranında artarak 226.417.906 TL'ye yükselmiştir. 2022 yılında ise önceki döneme göre %247,93 artışla 787.778.821 TL'ye yükselmiştir. Benzer şekilde Şirket'in ticari alacaklar kalemi 2020 yılında 5.385.110 TL iken %963,25 oranında artarak 2021 yılında 57.257.432 TL'ye yükselmiş ve 2022 yılında ise önceki döneme göre %131,98 yükselerek 132.825.501 TL olarak gerçekleşmiştir. Ticari alacakların 31.12.2022 'de bir önceki yıla göre %132 oranında artmasının ana nedeni hasılat büyümesidir. Satışlar içerisinde peşin satışların ağırlık kazanması ve kredili satışlarda müşterilere sağlanan vadenin kısalması gibi ticari alacakları azaltıcı etkenler nedeniyle söz konusu artış oranı %132 ile sınırlı kalmıştır. Şirket'in ticari alacakların tümü ilişkili olmayan taraflardan meydana gelen işlemlerdendir. Şirket genel prensip olarak satışlarının %50'sini peşin, kalan bakiye ise belirli vadelerde tahsil edilmektedir. Bu çerçevede 2020, 2021, 2022 yılları ve 2023/6 aylık dönemler için ortalama alacak tahsilat süresi sırasıyla 18,5, 92,3, 61,5 ve 92,4 gün olarak gerçekleşmiştir.

Aşağıdaki tabloda yıllar itibarıyla ticari alacakların değişimi verilmektedir.

Tablo 28: Ticari Alacaklar

	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Ticari alacaklar	3.427.686	420.136	19.811.023	12.742.746
Alacak senetleri	1.957.424	56.837.296	113.014.478	272.597.561
Şüpheli ticari alacaklar	1.210.381	1.660.770	1.250.311	1.319.519
Şüpheli ticari alacak karşılığı (-)	(1.210.381)	(1.660.770)	(1.250.311)	(1.319.519)
Toplam	5.385.110	57.257.432	132.825.501	285.340.307

Ticari alacaklar içerisinde en büyük paya sahip kalem alacak senetleridir. Şirketin stratejik yatırımlara verdiği öncelik sebebiyle üretim kapasitesini ve buna bağlı olarak hasılatını artırmasıyla 2020 yılından itibaren 2023 Haziran dönemine kadar ticari alacaklarda artış meydana gelmiştir. Ticari alacakların artışı hasılatındaki artış ile paralel olarak yükselmiş olup Şirket'in aynı döneme ait hasılat artışlarından daha yüksek bir oranda gerçekleşmiştir. Bunun

sebebi 2021 yılında 2020 yılına göre, Covid-19'un uluslararası ticaret üzerinde uzun süren ve küresel boyutlara ulaşan olumsuz etkileri ve piyasadaki mevcut diğer ekonomik koşullar nedeniyle avanslı veya kısa vadeli satışlar gerçekleştirilmiş olmasıdır. Ticari alacaklar hakkında diğer önemli bir husus da şüpheli ticari alacaklar kaleminde gözlenmektedir. Şüpheli ticari alacaklar kalemi 2020, 2021 ve 2022 yıllarında toplam ticari alacakların sırasıyla %22,48; %2,90 ve %0,94'ünü ve toplam varlıkların da %1,31; %0,51 ve %0,19'unu meydana getirmekte olup her yıl şüpheli ticari alacakların tamamı için karşılık ayrılmıştır.

Tablo 29: Şüpheli Ticari Alacakların Yıl İçerisindeki Hareket Tablosu

(TL)	31 Aralık 2020	31 Aralık 2021	31 Aralık 2022	30 Haziran 2023
Açılış bilançosu	556.628	1.210.381	1.660.770	1.250.311
Yıl içerisinde meydana gelen artışlar	662.875	553.321	21.023	183.999
Yıl içerisindeki tahsilatlar (-)	(9.122)	(102.932)	(431.482)	(114.791)
Kapanış bilançosu	1.210.381	1.660.770	1.250.311	1.319.519

Şüpheli ticari alacakların tahsil edilme oranları 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla %1,64, %8,50, %25,98 ve %9,18'dir. Esas faaliyetlerden diğer gider kalemi içerisindeki şüpheli alacak karşılık giderinin payı dönemler itibarıyla, %25,31, %6,13, %0,11 ve %1,69'dur. Bu kalem içindeki düzenli olarak çalışılmayan müşterilerden oluşan alacaklarımızdan kaynaklanmaktadır. 31.12.2020 yılı itibarıyla 9.122 TL alacağının tahsili gerçekleşmiş olup yıl sonu itibarıyla 1.210.381 TL şüpheli alacağı bulunmaktadır. 31.12.2021 yılı sonu itibarıyla 1.660.770 TL olan şüpheli alacaklar 31.12.2022 yılı içinde 431.482 TL tahsili gerçekleşerek 31.12.2022 yılı sonu itibarıyla 1.250.311 TL alacağı bulunmaktadır. 30.06.2023 dönemi itibarıyla şirket 114.791 TL alacağını tahsil etmiş olup yıl sonu itibarıyla 1.319.519 TL şüpheli alacağı bulunmaktadır.

Diğer Alacaklar

Diğer alacaklar 31.12.2020'de 18.801 TL olarak gerçekleşirken, 31.12.2021'de 19.761 TL, 31.12.2022'de 11.460 TL ve 30.06.2023'te 126.399 TL olarak gerçekleşmiştir. Ağırlıklı olarak Şirket'in ortakları ve personelinden olan alacaklarından meydana gelen diğer alacakların toplam varlıklara oranı 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 itibarıyla sırasıyla %0,006, %0,0018 ve %0,0131 olarak gerçekleşmiştir. 30.06.2023 tarihi itibarıyla Şirket ortaklarından Bülent Karaman ve Demet Karaman'dan 114.939 TL ve verilen depozito teminatlarından 11.460 TL alacak bulunmaktadır.

Stoklar

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla stok bakiyeleri sırasıyla 21.822.282 TL, 30.228.075 TL, 133.471.944 TL ve 227.380.287 TL'dir. Stoklar 2021 yılında 2020 yılına göre %38,52 ve 2022 yılında 2021 yılına göre %341,55 oranında artmıştır. 31.12.2020 tarihi itibarıyla stoklar toplam varlıkların %23,67'sini oluştururken, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla toplam varlıkların sırasıyla %9,23 %20,76, ve

%23,60'nı oluşturmaktadır. 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla stok devir hızı sırasıyla 105, 62, 85 ve 99'dur. Stoklar kaleminin tutarının her yıl ve dikey yüzdesinin 2022 yılında yükselmesinin temel nedeni; Şirket'in büyüme ve gelişme stratejileri kapsamındaki üretim kapasitesi artırma hedefi doğrultusunda artırdığı makine kapasitesi ile işlemek üzere daha fazla hammaddeye ihtiyaç duyması ve artan üretime bağlı olarak daha fazla mamul stoğu ortaya çıkması ile ticari mal satışlarındaki artışlar paralelinde ihtiyati olarak ticari mal stoklarını da artırmasıdır.

Şirket'in faaliyet alanı gereğince ve sahip olduğu fiziki imkânları doğrultusunda, hammadde ve ticari mallarını depolama koşulları ve maliyetleri de buna imkan vermektedir. Ayrıca, kısmen de olsa yükselen enflasyon ve kur değerlerine bağlı olarak da stok tutarları yıllar boyunca artış göstermiştir. Şirket'in stok kalemin detayları yıllar itibarıyla aşağıda verilmektedir.

Tablo 30: Şirket'in Stoklar Hesabı

TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
İlk madde ve malzeme	4.843.860	2.814.575	51.463.888	44.558.416
Mamuller	15.139.820	26.461.537	75.729.566	175.733.287
Ticari mallar	1.838.602	951.963	6.278.490	7.088.584
Toplam	21.822.282	30.228.075	133.471.944	227.380.287

Stoklar kaleminin geneli hem üretim kapasitesi ve satışlardaki artışın doğurduğu ihtiyaç hem de kısmen döviz kuru ve enflasyonun etkileriyle hammadde fiyatlarındaki yükselmelerden kaynaklı olarak yıllara göre artış göstermiştir. 31.12.2021 tarihine göre 31.12.2022'de %341,55 ve 31.12.2022 tarihine göre 30.06.2023 de %70,36 oranında artış gerçekleşmiştir. Bu artışta yıllara göre üretim kapasitesinin artırılmış olması, yeni makine ve teçhizat alımları ve yeni stok sahası kullanımına geçilmesi belirleyici etken olmuştur.

Üretimde kullanılan ilk madde malzeme ve müşteriye teslim edilmek üzere hazır bekletilen mamul stoklarında özellikle 2021 yılından itibaren artış eğilimi gözlemlenmektedir. İlk madde ve malzeme stoku 2021 yılında 2020 yılına göre %41,89 azalmış fakat 2022 yılında 2021 yılına göre %1.728,48 oranında artmıştır. İlk madde ve malzeme stoku 2020, 2021 ve 2022 yılları için toplam varlıkların sırasıyla %5,25; %0,86 ve %8,00'ini meydana getirmektedir. 2022 yılında 2021 yılına göre meydana gelen %1.728,48 oranındaki artışın ve toplam varlıklara oranla dikey yüzde değerinin %0,86'dan %8,00'e çıkması; yapılan yeni makina yatırımları ve bunlara bağlı olarak üretim miktarının yükselmesiyle ilgilidir. Altyapı borularına yönelik ek parçalarından oluşan ticari mallar stoku da 2021 yılında 2020 yılına göre % 48,22 azalmış ancak 2022 yılında 2021 yılına göre %559,53 artmıştır. Ticari mallar stoku 2020, 2021 ve 2022 yıllarında toplam varlıkların sırasıyla %1,99; %0,29 ve %0,98'ini oluşturmuştur.

2023 şubat ayında yaşanan Kahramanmaraş depremiyle yapılması gereken sevkiyatlarda gecikmeler meydana gelmiştir ve ürün sevkiyatları zamanında yapılamamıştır. Bu durum son dönem için stokta kalma süresinin artmasına sebep olmuş olup, 30.06.2023 tarihinden 31.12.2022 tarihine göre mamullerde artışından da bu durum gözlemlenebilmektedir.

Peşin ödenmiş giderler ve diğer dönen varlıklar

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla peşin ödenmiş gider bakiyeleri sırasıyla 1.317.096 TL, 47.329.499 TL, 7.544.248 TL ve 65.736.743 TL'dir.

Peşin ödenmiş giderler ağırlıklı olarak hammadde alımı nedeniyle tedarikçilere verilen sipariş avansları ve ilgili giderlerden oluşmaktadır. 2021 yılında peşin ödenmiş giderlerdeki yaşanan artışın sebebi ise gelecek aylara ait gider kaleminden kaynaklanmaktadır. Şirket'in müşteriye taahhüt ettiği malların satışını gerçekleştirmiş olması ancak malları henüz yıl içerisinde devretmediği durumlarda, TFRS 15 'e göre malın müşteriye devri gerçekleştiğinde hasılatı finansal tablolara dâhil edilmektedir. Şirket'in peşin ödenen giderlerdeki artış 2021 yılında satışı gerçekleşen fakat teslimi 2022 yılına kalan satışların maliyet tahakkukundan kaynaklanmaktadır. Ayrıca, Şirket'in büyüme ve gelişme stratejileri kapsamında yapılan yeni yatırımlar nedeniyle de peşin ödenmesi gereken bazı giderler ortaya çıkmıştır.

Şirket' in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla diğer dönen varlıkları sırasıyla 2.453.221 TL, 167.865 TL, 154.831 TL ve 4.087.839 TL'dir. Diğer dönen varlıklar, devreden KDV ve indirilecek KDV rakamlarından oluşmaktadır.

Duran Varlıklar

Şirket'in duran varlıkları; diğer alacaklar, maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar ve ertelenmiş vergi varlığından oluşmaktadır.

Şirket'in duran varlıkları 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 57.911.337 TL, 173.630.476 TL, 354.127.374 TL ve 363.549.676 TL olarak gerçekleşmiştir. Duran varlıklar 31.12.2021' de bir önceki yıla göre %199,82 oranında artış gösterirken, 31.12.2022' de bir önceki yıla göre %103,95 artış göstermiştir. 30.06.2023 tarihi itibarıyla 31.12.2022'e göre de %2,66 oranında artmıştır. Bu artışların ana nedenleri arasında maddi duran varlık ilaveleri ve yeniden değerlendirme artışları yer almaktadır. 2021 yılında 37.294.283 TL net defter değeri ilavesinin yanı sıra 78.494.952 TL net değer artışı olurken, 2022 yılında 60.270.044 TL ilave ek olarak 118.241.963 TL net değer artışı gerçekleştirmiştir. Duran varlıklar içerisinde önemli düzeyde artış gösteren kalemler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 31: Duran Varlıklar

DURAN VARLIKLAR – TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar		18.801	19.526	4.707
Maddi Duran Varlıklar	57.853.954	173.433.919	348.938.750	358.048.916
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	57.383	177.756	137.321	87.086
Ertelenmiş Vergi Varlığı			5.031.777	5.408.967
Toplam	57.911.337	173.630.476	354.127.374	363.549.676

Şirket'in toplam varlıkları içerisinde yıllar itibarıyla Duran Varlıkların ağırlığı 31.12.2020 yılında %62,80 iken, bu oran 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla %52,99; %55,08 ve %37,68 olarak gerçekleşmiştir. Duran Varlıkların Toplam Varlıklar içindeki payının yıllar itibarıyla azalmasındaki en büyük neden artan satış hacmine bağlı olarak ticari alacaklar ve kapasite artırımı nedeniyle stoklarda yaşanan artışlardır. Bu durum, daha az orandaki duran varlıklara başvurularak daha fazla oranda dönen varlığın çalıştırılmasını; diğer bir deyişle verimlilik artışını ifade etmektedir.

Şirket'in 2022 yılına kadar olan dönem içerisinde, duran varlıklarının aktive oranı, dönem varlıklarının aktive olan oranından fazla olmuştur. Bunun nedeni maddi duran varlıklarının

TFRS 13 Gerçeğe Uygun Değer Ölçümü standardı uyarınca gerçeğe uygun değer yöntemi ile ölçülerek değerlendirilmesi ve Şirketin arsa, bina ve tesis-makine-cihazlardan oluşan yeni Maddi Duran Varlık yatırımları yapmasından kaynaklanmaktadır. 2022 yılından sonraki dönemde bu durum değişmiş olup bunun sebebi ticari alacaklarının hasılatı uygun olarak artışı ve stoklarının artmasıdır.

Maddi Duran Varlıklar

Maddi duran varlıklar; arsa ve araziler, yeraltı ve yer üstü düzenler, binalar, tesis, makine ve cihazlar, taşıtlar, demirbaşlar, yapılmakta olan yatırımlar ve birikmiş amortismanlar alt kalemlerinden oluşmaktadır. Duran varlıklar içinde en çok paya sahip olan kalem maddi duran varlıklardır. 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022'de sona eren hesap dönemi ve 30.06.2023 ara hesap dönemi itibarıyla Şirket'in maddi duran varlıkları 57.853.954 TL, 173.433.919 TL, 348.938.750 TL ve 358.048.916 TL olarak gerçekleşmiştir. Maddi duran varlıkların toplam varlıklar içindeki payı aynı dönemlerde sırasıyla %62,74, %52,93, %54,27 ve %37,11 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in maddi duran varlıkları 2020'den 2021'e %199,78; 2021'den 2022'ye %101,19 oranında artış göstermiştir.

Tablo 32: Maddi Duran Varlıklar

TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Arsa ve araziler	8.061.885	28.313.032	42.141.126	42.141.126
Yeraltı ve yerüstü düzenler	47.487	46.268	45.050	44.441
Binalar	1.649.964	9.912.490	68.743.873	70.928.735
Tesis, makine ve cihazlar	20.998.249	92.633.253	164.714.832	162.997.948
Taşıtlar	2.203.982	3.091.629	4.858.200	4.799.969
Demirbaşlar	954.420	1.109.012	2.632.796	4.524.307
Yapılmakta olan yatırımlar	23.937.967	38.328.235	65.802.873	72.612.390
Toplam Maddi Duran Varlıklar	57.853.954	173.433.919	348.938.750	358.048.916

Maddi duran varlıklar içinde önemli bir yere sahip olan Şirket'in tesis makine ve cihazlar kalemi yıllara göre 20.998.249 TL, 92.633.253 TL, 164.714.832 TL ve 162.997.948 TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında 2020 yılına göre %341,15; 2022 yılında 2021'e göre %77,81 artış göstermiştir. Bir diğer önemli kalem olan yapılmakta olan yatırımlar 2021 yılında 2020 yılına göre %60,11 artarak 38.328.235 TL'ye ve 2022 yılında ise bir önceki yıla göre %71,68 artarak 65.802.873 TL'ye yükselmiştir. Şirket üretim kapasitesini artırma çalışmaları içerisinde 5 yeni hat ve 2 yeni makine ve cihaz alımları gerçekleştirmiştir. Maddi duran varlıklarındaki bu artışlar, temel olarak şirketin büyüme ve gelişme stratejileri kapsamındaki üretim kapasitesi artırma hedefi doğrultusunda yapılan yeni yatırımların etkileriyle şirket bünyesine ilave edilen arsa, bina ve tesis ile makine teçhizatlar ve demirbaşlar nedeniyle gerçekleşmiştir. 2020 ve 2021 yıllarında artışın bir diğer sebebi de arsa, bina ve makine teçhizatların TFRS 13 Gerçeğe Uygun Değer Ölçümü standardına uygun olan yeniden değerlendirme modeliyle ölçülüp değerlendirilmesi ve raporlanmasıdır. Şirket 2021 yılı (geriye dönük) ile 2022 yılı gayrimenkul ve makine-ekipman değerlemesi çalışması yaptırmıştır. Yapılan değerlendirme çalışmasına yönelik tablo aşağıda gösterilmektedir.

Tablo 33: Şirket 2021 yılı (geriye dönük) ile 2022 yılı gayrimenkul ve makine-ekipman değerlemesi

	31.12.2022	31.12.2021
Bina ve Arsalar	Değerleme Tutarı (TL)	Değerleme Tutarı (TL)
8010/2	80.135.000	50.630.000
152/1	10.980.000	6.940.000
153/1	19.770.000	12.490.000
8010/3*	61.415.000	-
Makine Teçhizat	148.282.500	130.975.000

*8010/3 ada parselde bulunan gayrimenkul için 31.12.2021 tarihinde inşaat halinde olması nedeniyle değerlendirme yapılmamıştır.

Maddi Olmayan Duran Varlıklar

Maddi olmayan duran varlıklar haklar ve diğer maddi olmayan duran varlıklar olmak üzere iki kalemden oluşmaktadır. Şirketin finansal tabloları incelendiğinde maddi olmayan duran varlıkların 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022'de biten dönemler ve 30.06.2023 ara hesap döneminde sırasıyla 57.383 TL, 177.756 TL, 137.321 TL ve 87.086 TL olduğu görülmektedir. Şirket'in maddi olmayan duran varlıkları marka, lisans ve bilgisayar yazılımlarından oluşmaktadır. Şirket'in 2021 yılında yeni yatırımlarla birlikte dijitalleşme sürecine ağırlık verdiği görülmektedir. Ayrıca ekonomik ömürleri sınırlı olan bu varlıkların edinildiği tarihlerde yükseliş yaşanırken değer düşüklüğü gerçekleşmesiyle yıllara göre azalış gerçekleşebilmektedir.

Ertelenmiş Vergi Varlığı

Bir diğer duran varlık kalemi olan ertelenmiş vergi varlığı 31.12.2020 ve 31.12.2021'de gerçekleşmezken, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla 5.031.777 TL ve 5.408.967 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket vergiye esas yasal finansal tabloları ile TMS-TFRS'ye göre hazırlanmış finansal tabloları arasındaki farklılıklardan kaynaklanan geçici zamanlama farkları için ertelenmiş vergi varlığı ve yükümlülüğünü muhasebeleştirmektedir. Söz konusu farklılıklar genellikle bazı gelir ve gider kalemlerinin vergiye esas finansal tablolar ile TMS-TFRS'ye göre hazırlanan finansal tablolarda farklı dönemlerde yer almasından kaynaklanmaktadır.

Toplam Kaynaklar

Toplam kaynaklar ağırlıklı olarak kısa vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır. 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla kısa vadeli yükümlülüklerin toplam kaynaklar içindeki tutarları sırasıyla 29.292.171 TL, 172.489.408 TL, 274.912.980 TL ve 511.037.465 TL iken toplam kaynaklar içindeki payı sırasıyla %31,8, %52,6, %42,7 ve %53,18'dir. Uzun vadeli yükümlülüklerin toplam kaynaklar içindeki tutarı aynı dönemler için sırasıyla 44.115.307 TL, 37.941.396 TL, 39.838.096 TL ve 48.965.953 TL iken, toplam kaynaklar içindeki payı sırasıyla %47,84, %11,58, %6,51 ve %5,09 'dur. Özkaynakların toplam kaynaklar içindeki tutarı aynı dönemler için sırasıyla 18.803.934 TL, 117.237.540 TL, 328.213.567 TL ve 400.832.917 TL iken, toplam kaynaklar içindeki payı sırasıyla %20,39,

%35,78, %51,05 ve %41,72'dir Şirket, sermaye artırımına giderek 2022 yılı itibarıyla varlıklarının finansmanının yarısından fazlasını özkaynaklarıyla sağlar hale gelip sermayesini güçlendirmiştir.

Kısa Vadeli Yükümlülükler

Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri; kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, kısa vadeli finansal kiralama borçları, kısa vadeli diğer finansal yükümlükler, ticari borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, diğer borçlar, ertelenmiş gelirler, kısa vadeli karşılıklar ve diğer kısa vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır.

Kısa vadeli yükümlülükler ağırlıklı olarak kısa vadeli finansal borçlanma kalemlerinden oluşmakta olup, kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, kısa vadeli finansal kiralama borçları ve kısa vadeli diğer finansal yükümlülükler unsurlarından oluşmaktadır. 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla toplam kısa vadeli borçlanmalar, toplam kısa vadeli yükümlülüklerin sırasıyla %68,99, %42,84, %69,78 ve %58,50'sini oluşturmaktadır. Bu kalemler aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Kısa Vadeli Borçlanmalar

Tablo 33: Kısa Vadeli Borçlanmalar

	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Kısa Vadeli Borçlanmalar	360.627	29.767.113	87.387.728	31.222.269
Kısa vadeli banka kredileri	0	29.333.849	86.552.003	27.479.304
Kredi faiz tahakkuku	360.627	433.264	835.725	3.742.965
Uzun Vadeli Kredilerin Kısa Vadeli Kısımları	18.464.970	40.252.070	96.524.768	258.503.080
Finansal Kiralama Borçları Net	1.103.804	3.628.612	7.434.894	8.831.751
Finansal kiralama borçları	1.542.478	4.632.916	10.250.074	12.290.392
Finansal kiralama borçlanma maliyetleri (-)	-438.674	-1.004.304	-2.815.180	(3.458.641)
Diğer Finansal Borçlar	278.622	252.284	475.222	411.120
Kısa vadeli finansal borçlar	20.208.023	73.900.079	191.822.612	298.968.220

Kısa vadeli borçlanmalar 2021 yılında 2020 yılına göre %8.154,27 ve 2022 yılında 2021 yılına göre %193,57 oranında artmıştır. Uzun vadeli kredilerin kısa vadeli kısımları ise 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 hesap dönemlerinde sırasıyla 18.464.970 TL 40.252.070 TL 96.524.768 TL ve 258.503.080 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu kalemin toplam kaynaklar içindeki payı sırasıyla %20,02, %12,28, %15,01 ve %26,90 oranında gerçekleşmiştir.

2021 yılında oransal bazda gözlenen artışın en önemli nedenlerinden biri Şirket'in yaptığı stratejik nitelikli yatırımlar, bir diğeri ise hammadde alımlarının peşin yapılması nedeniyle kullanılan kredilerin etkisidir. Şirket maddi duran varlık yatırımlarının bazı kısımlarının finansmanı için ilk etapta kısa vadeli kredilere gereksinim duyulmuştur. Şirket bu dönem içinde borçlanmalarını ağırlıklı olarak TL bazlı yapmış, ve 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 ara dönemi itibarıyla kullanılan etkin faiz oranı sırasıyla TL için %18,63; %18,49; %17,82 ve %14,85 olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda Şirket'in izahname tarihi itibarıyla kullandığı kredilerin para birimi ve etkin faiz oranı detayları verilmektedir.

Tablo 34: Şirket'in İzahname Tarihi İtibarıyla Kullandığı Kredilerin Para Birimi ve Etkin Faiz Oranı Detayları

Tarih	Döviz Türü	Ortalama Etkin Faiz Oranı (%)	Dövizli Tutar	TL Tutar
30/06/2023				
Kısa Vadeli Banka Kredileri	TL	14,85	288.491.223	288.491.223
	ABD Doları	4,53	47.792	1.234.126
Uzun Vadeli Banka Kredileri	TL	14,85	36.916.796	36.916.796
	ABD Doları	4,53	9.414	243.089
Toplam Banka Kredileri				326.885.234
31/12/2022				
Kısa Vadeli Banka Kredileri	TL	17,82	174.578.676	174.578.676
	ABD Doları	5,62	458.318	8.569.776
	Euro	6,55	38.327	764.044
Uzun Vadeli Banka Kredileri	TL	17,82	25.398.077	25.398.077
	ABD Doları	5,62		1.901.966
Toplam Banka Kredileri				211.212.539
31/12/2021				
Kısa Vadeli Banka Kredileri	TL	18,49	62.445.679	62.445.679
	ABD Doları	10,62	399.120	5.319.871
	Euro	6,38	149.379	2.253.633
Uzun Vadeli Banka Kredileri	TL	18,49	19.453.757	19.453.757
	ABD Doları	10,62	170.733	2.275.701
	Euro	6,38	37.157	560.582
Toplam Banka Kredileri				92.309.223
31/12/2020				
Kısa Vadeli Banka Kredileri	TL	18,63	13.290.076	13.290.076
	ABD Doları	5,03	466.478	3.424.182
	Euro	4,94	234.387	2.111.339
Uzun Vadeli Banka Kredileri	TL	18,63	20.592.222	20.592.222
	ABD Doları	5,03	338.753	2.486.613
	Euro	4,94	190.370	1.714.835
Toplam Banka Kredileri				43.619.267

Kısa vadeli finansal kiralama borçları 2021 yılında 2020 yılına göre %228,74 ve 2022 yılında 2021 yılına göre %104,90 artmıştır. 2020, 2021 ve 2022 yıllarında toplam kaynakların sırasıyla %1,20; %1,11 ve %1,16'sını meydana getirmektedir. Şirket'in makine ekipman yatırımlarının finansmanı için kredi maliyetlerinin düşüklüğü, ödeme koşullarında sağlanan avantajlar dolayısıyla finansal kiralama işlemleri kullanılmakta olup toplam kısa vadeli finansal borçlar kaleminin ise yine aynı yıllar itibarıyla ve sırasıyla %5,46; %4,91 ve %3,88'ini oluşturmaktadır.

Ticari borçlar

Ticari borçlar, ilişkili olmayan taraflara ticari borçlardan oluşmaktadır. Ticari borçların büyüklüğü 31.12.2020 tarihi itibarıyla 5.793.525 TL olarak gerçekleşirken, 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihleri itibarıyla sırasıyla %122,44 artışla 12.887.271 TL ve %63,52 artışla 21.072.401 TL, 30.06.2023 tarihinde sona eren dönemde ise 31.12.2022'e göre %31,60 artarak 27.679.162 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2020 tarihi itibarıyla ticari borçlar toplam kaynaklarının %6,28'sini oluştururken, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla %3,93, %3,27 ve %2,88'ni oluşturmaktadır.

Şirket döviz olarak belirlenen HDPE gibi ana hammadde alımlarını çeşitli tedarikçilerden peşin olarak yapmakta ve bu peşin alımlarını finanse etmek için finansman kredileri kullanmaktadır. Bu nedenle Şirket'in Kısa Vadeli Yükümlülükleri içinde Ticari Borçların payı oldukça düşüktür. Şirket'in borç ödeme süresi 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 28 gün, 26 gün, 12 gün ve 12 gün olarak hesaplanmaktadır.

Kısa vadeli ertelenmiş gelirler

Şirket'in kısa vadeli ertelenmiş gelirleri ağırlıklı olarak alınan sipariş avanslarından ve Şirket'in TFRS 15 kapsamında değerlendirilen, satış faturalarının denetim ve raporlama dönemi içerisinde gerçekleştiği ancak sipariş teslim sürelerinin raporlama döneminden sonraki zamanlara sarkması ile ortaya çıkan intaçlı satışlarının gelir tahakkukundan oluşmaktadır. Aşağıdaki tabloda izahnamede yer alması gereken finansal tablolar tarihleri itibarıyla detayları verilmektedir.

Tablo 35: Kısa Vadeli Ertelenmiş Gelirler

TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Alınan Sipariş Avansları	1.281.395	58.840.768	42.070.095	166.100.571
Gelecek Aylara ait Gelirler	855.605	22.194.411		
Toplam	2.137.000	81.035.179	42.070.095	166.100.571

Çalışanlara Sağlanan Faydalar İlişkin Borçlar

Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar personele borçlar ve ödenecek sosyal güvenlik kesintilerinden oluşmaktadır. 31.12.2020 tarihi itibarıyla 489,767 TL olarak gerçekleşirken, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 773,667 TL, 2.056,906 TL 4.851.349 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2020 tarihi itibarıyla çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar toplam kaynaklarının %0,53'ünü oluştururken, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla %0,24, %0,32 ve %0,50'sini çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar oluşturmıştır.

Şirket'in çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin borç kaleminin artış göstermesinin sebebi yıllara göre personel sayısını artırmış olması, enflasyona bağlı olarak ilgili personel maliyetlerinin enflasyon doğrultusunda yükselmesi ve Şirket'in insan kaynakları politikaları doğrultusunda çalışanların ücret ve maaşlarında yapılan iyileştirmelerden kaynaklanmaktadır.

Kısa vadeli karşılıklar

Şirket'in kısa vadeli karşılıkları, diğer kısa vadeli karşılıklar ile çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin olan kullanılmayan izin karşılıklarından oluşmaktadır. Kısa vadeli karşılıklara ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 36: Kısa Vadeli Karşılıklar

TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
İzin karşılığı	243.802	261.397	991.236	1.407.825
Dava karşılığı	-	-	20.000	213.697
Toplam	243.802	261.397	1.011.236	1.621.522

Kısa Vadeli Karşılıklar 31.12.2020 tarihi itibarıyla 243.802 TL olarak gerçekleşirken, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 261.397 TL, 1.011.236 TL ve 1.621.522 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2020'da Şirket'in kısa vadeli karşılıkları toplam kaynaklarının %0,26'sını oluştururken 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023'de toplam varlıkların sırasıyla %0,08, %0,16 ve %0,17'sini kısa vadeli karşılıklar oluşturmıştır. İzin karşılıklarının 2020 yılından itibaren artış göstermesinin nedenini personel tarafından kullanılmayan izinlerin artması olarak açıklamak mümkündür.

Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler

31.12.2020'de 283.748 TL olarak gerçekleşirken, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 itibarıyla sırasıyla 3.276.254 TL, 5.249.789 TL ve 10.526.512 TL olarak gerçekleşmiştir. Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler KDV ve gider tahakkuklarından oluşmakta olup 2021 yılında 2020 yılına göre %764,84, 2023 yılında da 2022 yılına göre %100,5 artış gerçekleşmiştir. Bu artışlar Şirket'in karlılığının ve enflasyona bağlı olarak satış fiyatlarının yükselmesinden kaynaklanmaktadır.

Uzun Vadeli Yükümlülükler

Uzun vadeli yükümlülükler; banka kredilerinden oluşan uzun vadeli borçlanmalar, uzun vadeli finansal kiralama borçları, ticari borçlar, uzun vadeli karşılıklar, ertelenmiş vergi yükümlülüğü ve çalışanlara sağlanan faydalarla ilgili uzun vadeli karşılıklardan meydana gelmektedir. Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri; 2021 yılında 2020 yılına göre %13,99 azalırken 2022 yılında 2021 yılına göre %10,31 artarken 30.06.2023 tarihi itibarıyla 31.12.2022 yılı sonuna göre %25,67 oranında artmıştır. Uzun vadeli yükümlülüklerin toplam varlıkların finansmanındaki payı 2020, 2021 ve 2022 için sırasıyla %47,84; %11,58 ve %6,51 olmuştur.

Uzun Vadeli Finansal Borçlar**Tablo 37: Uzun Vadeli Finansal Borçlar**

TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Banka kredileri	24.793.671	22.290.040	27.300.043	37.159.885
Finansal kiralama borçları	3.432.789	4.248.856	13.840.690	13.590.426
Finansal kiralama borçlanma maliyetleri (-)	(529.429)	(683.516)	(2.898.737)	(2.690.569)
Uzun vadeli finansal borçlar	27.697.031	25.855.380	38.241.996	48.059.742

Uzun vadeli borçlanmalar 31.12.2020 tarihi itibarıyla 24.793.671 TL olarak gerçekleşirken, 31.12.2021 tarihi itibarıyla %10,10 azalışla 22.290.040 TL ve 31.12.2022 tarihi itibarıyla ise %22,48 artışla 27.300.043 TL, 30.06.2023 tarihinde sona eren dönemde ise 37.159.885 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2020 tarihi itibarıyla uzun vadeli borçlanmalar toplam kaynakların %26,89'unu oluştururken, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla %6,80, %4,25 ve %3,85'ini oluşturmuştur.

Uzun Vadeli Finansal Kiralama Borçları

Uzun vadeli finansal kiralama borçları bakiyeleri Şirket'in yapmış olduğu makine ekipman yatırımlarının finansmanı için kullanmış olduğu finansal kiralama işlemleri borçlarından oluşmaktadır. Uzun vadeli finansal kiralama borçları 31.12.2020 tarihi itibarıyla 2.903.360 TL olarak gerçekleşirken, 31.12.2021 tarihi itibarıyla %22,80 artışla 3.565.340 TL ve 31.12.2022 tarihi itibarıyla ise %206,90 artışla 10.941.953 TL, 30.06.2023 tarihinde sona eren dönemde ise 10.899.857 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2020 tarihi itibarıyla uzun vadeli finansal kiralama borçları toplam kaynakların %3,15'ini oluştururken, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla %1,09, %1,70 ve %1,13'ünü oluşturmaktadır. 2022 yılı itibarıyla gözlemlenen artış Şirket'in 2022 yılı içinde taşınmış olduğu Aksaray OSB içindeki tesisine almış olduğu yeni makine yatırımlarından kaynaklanmaktadır.

Uzun Vadeli Karşılıklar ve Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri

Uzun vadeli karşılıklar kıdem tazminatı karşılığından oluşmakta olup 31.12.2020'de 369.610 TL olarak gerçekleşirken, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 608.726 TL, 1.365.403 TL ve 906.211 TL olarak gerçekleşmiştir.

Ertelenmiş vergi varlığı veya yükümlülüğü; birikmiş geçici farklar olan, kıdem tazminatı giderleri, şüpheli karşılıklar alacağı vb. ertelenmiş varlıklardan ve amortisman giderleri, maddi duran varlık değer artışı yükümlülükleri toplamından meydana gelmektedir. 31.12.2020 ve 31.12.2021 tarihi itibarıyla sırasıyla ertelenmiş vergi yükümlülükleri 354.906 TL, 9.231.122 TL olarak gerçekleşirken, 30.06.2023 ve 31.12.2022 tarihinde sona eren dönemlerde ise vergi varlığı bulunduğundan yükümlülük bulunmamaktadır. 2020 ve 2021 yıllarında ertelenmiş vergi yükümlülüklerinin toplam pasife oranları sırasıyla %0,38, %2,82 dir. 2021 yılı yükümlülüklerin 2020 yılına göre %2.501 oranında artış göstermesinin sebebi 2021 yılı ertelenmiş vergi yükümlülükleri içinde yer alan maddi duran varlık değer artışından kaynaklanmaktadır.

Özkaynaklar

Şirketin özkaynakları, ödenmiş sermaye, kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelir ve giderlerinden duran varlıklar yeniden değerlendirme artışları, tanımlanmış fayda planlarının yeniden ölçüm kayıpları, kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler, özel fonlar, geçmiş yıl karları ve dönem net karı kalemlerinden oluşmaktadır.

Özkaynaklar ana kalemi 31.12.2020 tarihi itibarıyla 18.803.934 TL olarak gerçekleşirken, 31.12.2021 31.12.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla ise sırasıyla 117.237.540 TL, 328.213.567 TL, ve 400.832.917 TL olarak gerçekleşmiştir. Özkaynakların toplam kaynaklar içindeki payı 31.12.2020 tarihi itibarıyla %20,39 olarak gerçekleşirken 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023' de sırasıyla %35,78 , %51,05 ve %41,54 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in 2020 yılında 16.000.000 TL olan ödenmiş sermayesinin, 12.04.2021 tarihinde 30.000.000 TL ye arttırma kararı alınmış olup ödenmesi gereken 14.000.000 TL'nin 12.840.874, TL'sini nakit olarak, 1.159.125,17 TL'si geçmiş yıl karlarından karşılanmıştır.

Aynı yıl 27.09.2021 tarihinde sermaye 60.000.000 TL' ye arttırılmıştır. Arttırılan kısım olan 30.000.000 TL'nin 15.853.306,49 TL'si Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artış Fonu'ndan karşılanmış olup kalan 14.146.693,51 TL'lik kısmı nakit olarak karşılanmıştır.

Şirket 25.01.2023 tarihi itibarıyla 60.000.000 TL olan sermayesini 20.000.000 TL nakit sermaye artışı yaparak sermayesini 80.000.000 TL ye çıkartmıştır.

Şirket 10.03.2023 tarihli aldığı karar ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun, VII-128.1 sayılı pay tebliğinin " Halka açık olmayan ortaklıkların paylarının ilk halka arzı öncesi uyulacak ön şartlar başlık 5.Maddesine uyum amacıyla sermaye yedekleri içinde yer alan maddi duran varlık değer artışlarından sermayeye ilave edilen 15.853.306,49 TL Maddi Duran Varlıklar Değer artış fonunun ortaklara dağıtılmaksızın tekrar ilgili hesaba geri alınmasına ve eş zamanlı olarak 15.853.306, 49 TL sermaye artışı yapılmasına, arttırılan 15.853.306, 49 TL'nin 2022 yılı yasal yedekler indirildikten sonra kalan geçmiş yıl karlarından karşılanmasına karar vermiştir. Bu çerçevede yapılan eşzamanlı sermaye artırımını 10.03.2023 tarih ve 10787 no'lu Ticaret Sicili Gazetesinde tescil ve ilan olunmuştur.

Şirket'in toplam özkaynakları yıllar itibarıyla gerek net dönem karının artışının etkisi gerekse de Şirket'in yatırımları nedeniyle artan maddi duran varlıklarının artışı yanı sıra Şirket'in maddi duran varlıklarını TMS-TFRS uygulaması doğrultusunda TFRS 13 Gerçeğe Uygun Değer Ölçümü standardı uyarınca ölçülerek değerlendirmesidir. Şirket yıllar itibarıyla artan karını içeride tutarak özkaynaklarını güçlendirmeyi tercih etmiştir. Şirket 2020 yılını 2.458.452 TL; 2021 yılını 5.756.687 TL ve 2022 yılını da 108.456.754 TL karla tamamlamıştır. 30.06.2023 tarihi itibarıyla da net dönem karı altı aylık 52.659.869 TL olarak gerçekleşmiştir. Net dönem karının toplam kaynaklara oranı 2020, 2021 ve 2022 yılları için sırasıyla %2,67; %1,76 ve %16,87 düzeyinde gerçekleşmiştir. Net dönem karı 2021 yılında 2020 yılına göre %134,16 ve 2022 yılında ise 2021 yılına göre %1.784,01 oranında artmıştır.

Bilanço Oran Analizleri

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 yılları ve 30.06.2023 ara hesap dönemine ait bilanço oran analizleri aşağıda tablolarda gösterilmiş ve açıklanmıştır.

Likidite Oranları

Cari oran, kısa vadeli borçların ödenmesinde bir zorluğun olup olmadığını, Likidite veya asit-test oranı, işletmenin hemen nakde dönülebilecek varlıklarının kısa vadeli yükümlülükleri karşılama durumunu ve Nakit oranı ise işletmeye hiçbir nakit girişi olmaması durumunda elde bulunan nakitler ve menkul kıymetlerle kısa vadeli borçların ne kadarının ödenebileceğini gösterir.

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 yılları ve 30.06.2023 ara hesap dönemine ait likidite grubu oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 38: Likidite Oranları

Temel Göstergeler	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Cari Oran (Dönen Varlıklar / KV yükümlülükler)	1,17	0,89	1,05	1,17
Likidite Oranı ((Dönen Varlıklar-Stoklar) / KV Yükümlülükler)	0,43	0,72	0,57	0,72
Nakit Oran (Nakit ve Nakit Benzerleri / KV Yükümlülükler)	0,11	0,11	0,05	0,02

Şirket'in son 3 yılı incelendiğinde, cari oranın 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihleri itibarıyla sırasıyla 1,17; 0,89; 1,05 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran 30.06.2023 tarihi itibarıyla ise 1,17 olarak gerçekleşmiştir. 30.06.2023 tarihi itibarıyla cari oran seviyesi Şirket'in dönen varlıkları ile kısa vadeli yükümlülüklerini karşılayabildiğini göstermektedir.

Likidite oranının ise 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihleri itibarıyla sırasıyla 0,43; 0,72; 0,57 olarak gerçekleşmiş nakit oranı da sırasıyla 0,11; 0,11; 0,05 olarak gerçekleşmiştir. 30.06.2023 tarihinde ise likidite oranı 0,72 ve nakit oran 0,02 olarak gerçekleşmiştir. Likidite oranı, stoklar hariç dönen varlıkların toplam kısa vadeli yükümlülüklerin %72'sini karşılayabildiğini göstermekte olup, yıllar itibarıyla iyileşme göstermiştir. Nakit oranı ise Şirket'in faaliyetleri sırasında dönem içerisinde ortaya çıkabilecek nakit ihtiyacını karşılayabilecek düzeydedir.

Finansal Yapı Oranları

Şirket'in finansal yapı oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Finansal kaldıraç oranı varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynaklar ile finanse edildiğini gösterir. Diğer finansal yapı oranları ise şirketin varlıklarının kısa vadeli yükümlülükleri veya uzun vadeli yükümlülükleriyle ne oranda karşılandığını gösteren oranlardır.

Tablo 39: Finansal Yapı Oranları

Finansal Yapı Oranları	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Finansal Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/ Toplam Varlıklar)	0,80	0,64	0,49	0,58
Kısa Vadeli Yükümlülükler/ Toplam Varlıklar	0,32	0,53	0,43	0,53
Uzun Vadeli Yükümlülükler/ Toplam Varlıklar	0,48	0,12	0,06	0,05
Özkaynaklar/Aktif Toplam	0,20	0,36	0,51	0,42
Finansman Giderleri/Faaliyet Karı	1,15	0,89	0,30	0,39
FAVOK/ Finansman Gideri (net)	2,40	2,06	4,07	3,10
Toplam Yükümlülükler/Özkaynaklar	3,90	1,79	0,96	1,40

Finansal kaldıraç oranı varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynaklar ile finanse edildiğini gösterir. Şirketin kaldıraç oranı ise 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 tarihleri itibarıyla sırasıyla 0,80, 0,64, 0,49 ve 30.06.2023 ara dönemde ise 0,58 olarak gerçekleşmiştir. Bu durum, Şirket'in faaliyetlerinin finansmanında yabancı kaynak ihtiyacının yıllara göre düşüş eğilimi sergilediğini göstermektedir.

Kısa vadeli yükümlülüklerinin toplam varlıklara oranı, varlıkların ne kadarının kısa vadeli yükümlülükler ile finanse edildiğini göstermektedir. Şirket'in 2020, 2021, 2022 yılları ve 30.06.2023 ara dönemde kısa vadeli yükümlülüklerin toplam varlıklara oranı sırasıyla 0,32, 0,53, 0,43 ve 0,53 olarak gerçekleşmiştir. Şirket genellikle dönen varlık finansmanı için kısa vadeli yükümlülüklerle başvurmaktadır. Ayrıca, yapılan duran varlık yatırımlarıyla ilgili uzun vadeli yükümlülüklerin kısa vadeli hale gelen kısımları da bu oranın 2021 yılında artmasına neden olan diğer bir sebeptir. Şirket'in özkaynaklarının artışına bağlı olarak 2022 yılında kısa vadeli yükümlülüklerin oranı azalmıştır.

Uzun vadeli yükümlülüklerinin toplam varlıklara oranı, varlıkların ne kadarının uzun vadeli yükümlülükler ile finanse edildiğini göstermektedir. Şirketin 2020, 2021 ve 2022 yılları ve 30.06.2023 ara dönemde uzun vadeli yükümlülüklerin toplam varlıklara oranı sırasıyla 0,48, 0,12, 0,06 ve 0,05 olarak gerçekleşmiştir. Şirket uzun vadeli yabancı kaynaklara genellikle duran varlık yatırımlarının bir kısmını finanse etmek için başvurmaktadır. Uzun vadeli yükümlülüklerin oranının azalması, yatırımların tamamlanmasına, bu yatırımlarla ilgili uzun vadeli borçların vadesinin kısa vadeye düşmesine ve Şirketin gerçekleştirdiği sermaye artırımları ile ilişkilidir.

Özkaynakların toplam varlıklara oranı, varlıkların ne kadarının özkaynaklar ile finanse edildiğini göstermektedir. Şirket'in 2020, 2021, 2022 yıllarında ve 30.06.2023 ara dönemde özkaynakların toplam varlıklara oranı sırasıyla 0,20, 0,36, 0,51 ve 0,42 olarak gerçekleşmiştir. Özkaynakların, toplam kaynaklar içindeki payının yıllara göre artış göstermesi; Şirket'in yıllar itibarıyla dönem karı tutarlarının ve karlılık oranlarının yükselmesinden, ilgili dönemlerde gerçekleştirilen sermaye artırımlarından ve 2021 ile 2022 yıllarında duran varlıklarının yeniden değerlendirilme artışından kaynaklanmaktadır.

Finansman Giderlerinin Faaliyet Karına oranı 2020, 2021 ve 2022 için sırasıyla 1,15; 0,89 ve 0,30 olarak hesaplanmıştır. 30.06.2023 tarihi itibarıyla da bu oran 0,39 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranların düşme eğiliminde olması Şirket'in gerek yatırımların finansmanı gerekse dönemsel işletme faaliyetleri için gereksinim duyulan dönen varlıkların finansmanında başvurulacak krediler ve diğer türlü yabancı finansal kaynakların toplam faaliyet karı içindeki payının düştüğünü göstermektedir.

Şirketin borç ödeme kapasitesini gösteren faiz ve vergi öncesi kazancın net finansman giderlerine bölünmesiyle hesaplanır. 2020, 2021, 2022 yılları ve 30.06.2023 ara dönemde sırasıyla 2,40; 2,06; 4,07 ve 3,10 olarak hesaplanmaktadır. Bu oran Şirketin faiz ödeme kapasitesini göstermektedir. Bu oranın yıllar boyunca artması ise Şirket'in finansman giderlerini ödeme gücünün yükseldiği anlamındadır.

4.2. Gelir Tablosu

Şirket'in özel bağımsız denetimden geçmiş 01.01.2020-31.12.2020, 01.01.2021-31.12.2021, 01.01.2022-31.12.2022 dönemleri ile 01.01.2022-30.06.2022 ve 01.01.2023-30.06.2023 ara dönemlerine ait kar - zarar ve diğer kapsamlı gelir tablolarına aşağıda yer verilmiştir.

Tablo 40: Kar – Zarar Tablosu

	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2022 30.06.2022	01.01.2023 30.06.2023
Hassalat	106.453.352	226.417.906	787.778.821	308.392.495	555.701.784
Satışların Maliyeti (-)	(75.911.339)	(177.444.045)	(575.150.970)	(247.934.556)	(412.192.813)
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar/(Zarar)					
BRÜT KAR/(ZARAR)	30.542.013	48.973.861	212.627.851	60.457.939	143.508.971
Genel Yönetim Giderleri (-)	(4.480.887)	(7.295.430)	(20.188.887)	(7.816.766)	(17.358.591)
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	(14.981.755)	(23.207.845)	(49.060.762)	(17.873.302)	(30.604.292)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	543.077	5.268.156	14.480.722	4.836.853	5.257.332
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(2.618.936)	(9.349.864)	(19.551.148)	(3.669.087)	(10.855.789)
ESAS FAALİYET KAR/(ZARARI)	9.003.512	14.705.944	138.312.026	35.935.637	89.947.631
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	40	-	-	400.474
FİNANSMAN GELİRİ/(GİDERİ) ÖNCESİ KAR/(ZARARI)	9.003.512	14.388.918	138.307.776	35.935.637	90.348.105
Finansman Gelirleri	4.525.883	1.520.458	2.709.803	1.323.030	949.981
Finansman Giderleri (-)	(10.363.980)	(12.835.820)	(41.260.195)	(19.346.154)	(34.760.735)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLERDEN VERGİ ÖNCESİ KARI/(ZARARI)	3.165.415	3.073.556	99.757.384	17.912.513	56.537.351
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)					
-Dönem Vergi Gelir/(Gideri)	(411.222)	(1.060.315)	(20.938.121)	(4.282.697)	(4.911.671)
Ertelenmiş Vergi Gelir/(Gideri)	(295.741)	3.743.446	29.637.491	121.447	508.590
DÖNEM KARI/ (ZARARI)	2.458.452	5.756.687	108.456.754	13.751.263	52.134.270
DİĞER KAPSAMLI GELİR/(GİDER)	(20.796)	65.689.351	102.404.617	70.021	525.599
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacaklar:					
Maddi duran varlıklar yeniden değerlendirme artışları		78.494.952	118.241.963		
Ertelenmiş vergi (gideri)		(12.656.850)	(15.467.143)	(17.505)	(131.400)
Tanımlanmış fayda planlarının yeniden ölçüm kayıpları	(25.995)	(185.939)	(462.754)	87.526	656.999
Ertelenmiş vergi geliri	5.199	37.188	92.551	-	
TOPLAM KAPSAMLI GELİR	2.437.656	71.446.038	210.861.371	13.821.284	52.659.869

Finansal tablolardaki önemli kalemlere ilişkin açıklamalar**Hasılat****Tablo 41: Hasılat**

Hasılat (TL)	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2022 30.06.2022	01.01.2023 30.06.2023
Yurt İçi Satışlar	59.749.594	186.966.198	652.766.106	232.200.026	508.543.853
Yurt Dışı Satışlar	48.170.750	44.607.009	149.166.513	79.413.951	50.898.232
Satıştan İndirimler (-)	(1.390.301)	(5.152.554)	(14.131.804)	(3.221.482)	(3.740.301)
Diğer İndirimler (-)	(76.691)	(2.747)	(21.994)	-	-
Toplam	106.453.352	226.417.906	787.778.821	308.392.495	555.701.784

Şirket'in satışları yıllar itibarıyla gerek miktar gerekse de tutar bazında önemli büyümeler gerçekleştirmiştir. Şirket'in toplam satışları TL bazında 2021 yılında bir önceki yıla göre %107, oranında artarken miktar bazında ise %106 oranında artış göstermiştir. 2022 yılında ise bir önceki yıla göre artış miktar bazında %43 TL bazında ise %259 olarak gerçekleşmiştir.

2021 yılında pandeminin etkilerinin hafiflemesi ve sona erme sürecine ek olarak artan sipariş miktarını karşılamak amacıyla yapılan fabrika içi lokasyon optimizasyonları ve ek makine yatırımlarının etkisi ile Şirket'in miktar bazında satışları 2020 yılının %106 üzerine çıkmıştır. Bu miktar artışına paralel olarak 2021 yılında TL bazında satışlar da bir önceki yıla göre %113 oranında artış göstermiştir. 2022 yılında ise Şirket Aksaray OSB'de yapımı tamamlanan yeni fabrikaya taşınma işlemlerini tamamlamış ve ilave 5 adet Polietilen üretim hattı ve 2 adet granül makinesi ile çalışmaya başlamıştır. Bu dönemde Şirket'in satışları miktar bazında bir önceki yıla göre %43 oranında artmasına rağmen, bu dönem içinde gerçekleşen gerek emtia fiyatlarındaki artışlar gerekse de kur artışları nedeniyle Şirket satış fiyatlarını dövizle bağli olarak artırabilmiş ve Şirket'in satışları bir önceki yıla oranla 3,5 kat artmıştır.

30.06.2023 ara döneminde hasılat bir önceki ilk altı aylık gerçekleşen net satış rakamına oranla tutarsal olarak %80, miktarsal olarak ise %82 oranında bir büyüme göstermiştir. 30.06.2023 tarihi itibarıyla yapılan satışlar içinde yurtdışı satışların payı, 2023 yılının Şubat ayında gerçekleşen deprem nedeniyle iç piyasaya yönelik satışlara yönelmesi sonucu düşmüştür.

Satışların Maliyeti**Tablo 42: Satışların Maliyeti**

TL	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2022 30.06.2022	01.01.2023 30.06.2023
Ticari Mal Maliyeti (-)	(4.417.759)	(9.300.920)	(51.228.417)	(20.096.159)	(13.828.929)
Mamul Maliyeti (-)	(71.366.941)	(168.143.125)	(523.922.553)	(227.325.53)	(398.363.88)
Hizmet Maliyeti (-)	(126.639)	-	-	(512.864)	-
Satışların Maliyeti (-)	(75.911.339)	(177.444.045)	(575.150.970)	(247.934.556)	(412.192.813)

Şirket'in satışların maliyetinin en önemli kalemini mamul maliyetleri oluşturmaktadır. Satışların maliyeti 2021 yılında 2020 yılına göre %135,60 ve 2022 yılında 2021 yılına göre %211,59 oranında artış göstermiştir. Toplam satış maliyetleri ise 2021 yılında 2020 yılına göre %133,75 ve 2022 yılında 2021 yılına göre %224,13 yükselmiştir. Bunun sebebi şirketin satışlarının her yıl önceki yıla oranla artmış olmasıyla birlikte üretimde kullanılan hammadde girdi maliyetlerinin ve ticari mal maliyetlerinin enflasyon ve döviz kurunun etkisiyle artış göstermiş olmasıdır. Hasılatın artışı 2021 yılında COVID-19'un süren etkisiyle satış maliyetlerinin altında kalmış olmasına rağmen; 2022 yılında satışların maliyeti %224,13 artarken, Şirket'in hasılatı yeni yatırımların etkisiyle %247,93 oranında artarak satış maliyetlerinin artışını aşmıştır.

Brüt Kar (Zarar)

Tablo 43: Brüt Kar

BRÜT KAR (TL)	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2022 30.06.2022	01.01.2023 30.06.2023
Hasılat	106.453.352	226.417.906	787.778.821	308.392.495	555.701.784
Satışların maliyeti (-)	(75.911.339)	(177.444.045)	(575.150.970)	(247.934.556)	(412.192.813)
Brüt Kar (Zarar)	30.542.013	48.973.861	212.627.851	60.457.939	143.508.971
Brüt kar marjı	%28,69	%21,63	%26,99	%19,60	%25,82

Şirket'in brüt karı 2020 yılında 30.542.013 TL olarak gerçekleşirken 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla 48.973.861 TL ve 212.627.851 TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında bir önceki yıla göre %60,35 artan brüt kar, Şirketin stratejik planları doğrultusunda yapılan yeni yatırımlarının etkisiyle 2022 yılında bir önceki yıla göre %334,17 artış göstermiştir. 30.06.2022 tarihinde sona eren dönemde 60.457.939 TL olan brüt kar, 30.06.2023 tarihinde sona eren dönemde %137,37 artarak 143.508.971 TL olarak gerçekleşmiştir. Brüt kar marjı 2020 yılında %28,69 iken 2021 ve 2022 yıllarında ise sırasıyla %21,63 ve %26,99 olarak gerçekleşmiştir. Pazardaki talep artışına rağmen COVID-19 salgını ile enflasyon ve döviz kurlarındaki yükselişin olumsuz etkisiyle artan hammadde ve girdi fiyatlarına bağlı olarak satışların maliyetlerinin yükselmesi sonucunda 2021 yılında brüt kar marjı 2020 yılına göre azalmış; ancak 2022 yılında Şirketin stratejik yatırımlarıyla artan verimlilik ve üretim kapasitesi artırımına bağlı olarak gerçekleşen hasılatındaki yükseliş, brüt kar marjını tekrar yukarı çekmiştir.

30.06.2022 ve 30.06.2023 tarihlerinde sona eren dönemlerde ise brüt kar marjı %19,60 ve %25,82 olarak kaydedilmiştir. 2022 yılında ve 2023 yılının ilk altı aylık döneminde önceki dönemlere göre brüt kar marjındaki artışın nedeni özellikle toplam satışlar içinde dolar bazında belirlenen ürün satış fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmaktadır.

Faaliyet Giderleri**Tablo 44: Faaliyet Giderleri**

Faaliyet Giderleri (TL)	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2022 30.06.2022	01.01.2023 30.06.2023
Genel Yönetim Giderleri (-)	(4.480.887)	(7.295.430)	(20.188.887)	(7.816.766)	(17.358.591)
Hasılat Oranı %	%4,21	%3,22	%2,56	-2,53%	-3,12%
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(14.981.755)	(23.207.845)	(49.060.762)	(17.873.302)	(30.604.292)
Hasılat Oranı %	%14,07	%10,25	%6,23	-5,80%	-5,51%
Faaliyet Giderleri Toplamı	(19.462.642)	(30.503.275)	(69.249.649)	(25.690.068)	(47.962.883)
Hasılat Oranı %	%18,28	%13,47	%8,79	-8,33%	-8,63%

Şirket'in faaliyet giderleri; genel yönetim giderleri ile pazarlama satış ve dağıtım giderlerinden meydana gelmektedir. Faaliyet giderleri toplamı tutarları ve hasılat oranları 2020, 2021 ve 2022 yılları için sırasıyla 19.462.642 TL, 30.503.275 TL ve 69.249.649 TL; %18,28; %13,47 ve %8,79 olarak gerçekleşmiştir. Faaliyet giderlerinin yıllar boyunca tutar olarak artmasının sebebi kısmen enflasyondan kaynaklansa da asıl sebep Şirket'in faaliyet hacmindeki büyümedir. Tutar olarak artışa rağmen, Şirket'in verimliliğini artırması nedeniyle faaliyet giderlerinin hasılat oranının her yıl yaklaşık %5 civarında azalmayı sürdürdüğü görülmektedir. Ayrıca, faaliyet giderleri toplamı 2021 yılında 2020 yılına göre %56,73 ve 2022 yılında 2021 yılına göre %127,02 artarken; 2023/6 ayda bir önceki yılın aynı dönemine göre %86,69 oranında artmıştır.

Genel Yönetim Giderleri

Genel yönetim giderlerinin detayları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 45: Genel Yönetim Giderleri

Genel Yönetim Giderleri (TL)	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2022 30.06.2022	01.01.2023 30.06.2023
Personel ve ücret giderleri	(1.494.367)	(2.706.570)	(6.350.685)	(3.240.042)	(8.497.069)
Ofis giderleri	(532.272)	(1.308.603)	(4.214.609)	(575.533)	(3.380.308)
Amortisman giderleri	(440.893)	(1.223.051)	(3.524.498)	(2.772.024)	(1.839.936)
Temsil, ağırlama ve seyahat giderleri	(17)	(652.729)	(2.079.912)	(13.640)	(587.913)
Dışarıdan sağlanan fayda ve hizmet giderleri	(149.201)	(332.475)	(2.356.962)	(219.111)	(734.334)
Vergi, resim ve harçlar	(178.888)	(116.401)	(159.239)	(290.866)	(515.648)
Bakım ve onarım giderleri	(117.581)	(147.967)	(497.765)	(261.718)	(522.398)
Sigorta gideri	(230.706)	(205.724)	(260.149)	(67.527)	(651.313)
Kira Giderleri	(235.224)	-	-	-	-
Aidat giderleri	-	-	(36.001)	(18.001)	(107.448)
Dava giderleri	-	-	(156.051)	-	-

Genel Yönetim Giderleri (TL)	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2022 30.06.2022	01.01.2023 30.06.2023
Akaryakıt giderleri	(70.856)	-	(245.291)	(91.187)	(173.110)
İlan ve reklam giderleri	-	(97.015)	(78.943)	-	-
Belgelendirme giderleri	(785.119)	-	-	-	-
Nakliye ve kargo gideri	(36.290)	(1.228)	(134.801)	-	-
Diğer giderleri	(209.473)	(503.667)	(250.032)	(267.117)	(349.114)
TOPLAM	(4.480.887)	(7.295.430)	(20.188.887)	(7.816.766)	(17.358.591)

Genel yönetim giderleri 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla 4.480.887 TL, 7.295.430 TL ve 20.188.887 TL tutarındadır. 30.06.2022 ve 30.06.2023 tarihlerinde sona eren ikinci ara dönemler itibarıyla bu tutarlar sırasıyla 7.816.766 TL ve 17.358.591 TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında 2020'ye göre %62,81 ve 2022 yılında 2021 yılına göre %176,73 artmıştır. 2023 yılı ilk altı aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %132,02 artış göstermiştir. 2020 yılında genel yönetim giderlerinin hasılatlara oranı %4,21 iken 2021 ve 2022 yıllarında ise sırasıyla %3,22 ve %2,56 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranlar, 30.06.2022 ve 30.06.2023 tarihlerinde sona eren dönemlerde %2,53 ve %3,12 olarak gerçekleşmiştir. Genel yönetim giderlerinde ağırlıklı olan kalemler personel ve ücret; ofis; amortismanlar; temsil, ağırlama ve seyahat giderleri ve dışarıdan sağlanan fayda ve hizmet giderleri olup ağırlıklı olarak enflasyona bağlı artış göstermiştir. Personel Giderlerindeki artış ise enflasyon ile birlikte beyaz yaka personel sayısındaki artış kaynaklıdır.

Personel ve ücret giderleri 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla 1.494.367 TL, 2.706.570 TL ve 6.350.685 TL tutarındadır. 2022 ve 2023 ikinci ara dönemlerde ise yine sırasıyla 3.240.042 TL ve 8.497.069 TL'dir. 2021 yılında 2020 yılına göre %81,12 ve 2022 yılında 2021 yılına göre %134,64 oranında artmıştır. 2023 ikinci ara dönemde ise 2022 ikinci ara döneme göre %162,25 oranında artış gözlenmiştir. Tutar ve oransal temeldeki artışların temel nedeni, enflasyon nedeniyle yapılan maaş ve ücret düzeltmelerinin yanısıra Şirket'in büyümesiyle birlikte ilgili personel sayısının artması ve Şirketin insan kaynakları politikaları doğrultusunda çalışanlarına enflasyonun üzerinde refah payı sunmasıdır. 2020 yılında personel ve ücret giderleri toplam genel yönetim giderlerinin %33,35'ini oluştururken 2021 ve 2022 yıllarında ise sırasıyla %37,10 ve %31,46'sını oluşturmuştur. 2022 ve 2023 ilk altı aylık dönemlerde ise bu oranlar %41,63 ve %48,95 olarak gerçekleşmiştir.

Personel ve ücret giderleri yıllar itibarıyla tutar ve oran olarak artarken; genel yönetim giderleri içerisindeki payının azalması, diğer genel yönetim gider kalemlerinin ağırlıklarının artmasıyla ilgilidir. Personel ve ücret giderleri 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla hasılatın %1,40; %1,20 ve %0,81'i kadar gerçekleşmiştir.

Ofis giderleri, 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla 532.272 TL, 1.308.603 TL ve 4.214.609 TL tutarındadır. 2022 ve 2023 ikinci ara dönemlerde ise yine sırasıyla 575.533 TL ve 3.380.308 TL'dir. 2021 yılında 2020 yılına göre %145,85 ve 2022 yılında 2021 yılına göre %224,82 oranında artmıştır. 2023 ikinci ara dönemde ise 2022 ikinci ara döneme göre %487,34 oranında

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

Pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin detayları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 46: Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2022	30.06.2023
Sponsorluk giderleri	(4.308.344)	(8.042.769)	(17.596.023)	(6.166.271)	(13.560.545)
Personel ve ücret giderleri	(1.387.026)	(1.781.366)	(4.410.247)	(1.477.488)	(4.509.961)
Nakliye giderleri	(6.621.921)	(10.505.996)	(21.078.858)	(7.663.251)	(8.085.319)
Temsil ağırlama ve seyahat giderleri	(560.508)	(226.794)	-	(155.047)	(775.084)
Belgelendirme giderleri	-	-	(188.618)		
Temsil, ağırlama ve seyahat giderleri	(828.727)	(496.723)	-	-	-
İlan ve reklam giderleri	(1.186.422)	(1.497.730)	(2.567.290)	(1.059.694)	(863.262)
Vergi, resim ve harçlar	-	(31.456)	(466.525)	(188.578)	(169.943)
Ofis giderleri	(76.609)	(105.889)	(348.219)	(137.617)	(313.418)
Laboratuvar giderleri	-	-	-	(134.885)	(162.990)
Amortisman giderleri	(223.350)	(297.662)	(379.575)	(284.383)	(154.792)
Danışmanlık giderleri				(8.418)	(19.800)
Diğer giderler	(617.575)	(467.482)	(1.155.817)	(439.025)	(929.745)
İhracat giderleri	-	(229.575)	(798.555)	(158.645)	(1.059.433)
TOPLAM	(14.981.755)	(23.207.845)	(49.060.762)	(17.873.302)	(30.604.292)

Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri ağırlıklı olarak nakliye, ilan ve reklam, sponsorluk, personel ve ücret giderlerinden oluşmakta olup, 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla 14.981.755 TL, 23.207.845 TL ve 49.060.762 TL tutarındadır. 30.06.2022 ve 30.06.2023 tarihlerinde sona eren ikinci ara dönemler itibarıyla bu tutarlar sırasıyla 17.873.302 TL ve 30.604.292 TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında 2020'ye göre %54,91 ve 2022 yılında 2021 yılına göre %111,40 artmıştır. 2023 yılı ilk altı aylık döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %71,23 artış göstermiştir. Önceki dönemlere göre tutar ve oran olarak meydana gelen bu artışların temel nedeni Şirket'in büyüyen faaliyet hacmi ve fiyatlar genel düzeyindeki yükselmelerdir. 2020 yılında pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin hasılatı oranı %14,07 iken 2021 ve 2022 yıllarında ise sırasıyla %10,25 ve %6,23 olarak gerçekleşmiştir. Bu oranlar, 30.06.2022 ve 30.06.2023 tarihlerinde sona eren dönemlerde %5,80 ve %5,51 olarak gerçekleşmiştir.

Nakliye giderleri, yurt içi ve yurt dışına yapılan satışlardan kaynaklanan navlun giderleri ve teslimatlarla ilgili diğer türlü giderleri kapsamaktadır. 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla 6.621.921 TL, 10.505.996 TL ve 21.078.858 TL tutarındadır. 2022 ve 2023 ikinci ara

dönemlerde ise yine sırasıyla 7.663.251 TL ve 8.085.319 TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında 2020 yılına göre %58,65 ve 2022 yılında 2021 yılına göre %100,64 oranında artmıştır. 2020 yılında nakliye giderleri toplam pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin %44,20'sini oluştururken 2021 ve 2022 yıllarında ise sırasıyla %45,27 ve %42,96'sını oluşturmuştur. 2022 ve 2023 ilk altı aylık dönemlerde ise bu oranlar %42,88 ve %26,42 olarak gerçekleşmiştir. Nakliye giderleri 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla hasılatın %6,22; %4,64 ve %2,68'i kadar gerçekleşmiştir. 2022 yılındaki söz konusu artışın en büyük nedeni ağırlıklı olarak yurtdışı satışlardan kaynaklanan navlun giderlerindeki döviz kuru ve petrol fiyatlarındaki artış kaynaklı maliyet artışıdır. Şirket yükselen navlun fiyatlarını dikkate alarak 2022 yılı sonunda politika değişikliğine gitmiş ve özellikle yurtiçi satışlarında navlun maliyetlerini müşteriye fatura etmeye başlamıştır. Bu nedenle 2023 ilk altı ay içerisinde gerçekleşen navlun giderleri satış hacmine göre düşüş göstermektedir.

İlan ve reklam giderleri 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla 1.186.422 TL, 1.497.730 TL ve 2.567.290 TL tutarındadır. 2022 ve 2023 ikinci ara dönemlerde ise yine sırasıyla 1.059.694 TL ve 863.262 TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında 2020 yılına göre %26,24 ve 2022 yılında 2021 yılına göre %71,41 oranında artmıştır. 2023 ikinci ara dönemde ise 2022 ikinci ara döneme göre %18,54 oranında azalış gözlenmiştir. Tutar ve yüzde değerleri olarak gözlenen artışlar; Şirket'in genişleyen iş hacmi ve enflasyon ile döviz kurundaki yükselişler dikkate alındığında oldukça düşük miktar ve oranlarda gerçekleşmiştir. 2020 yılında ilan ve reklam toplam pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin %7,92'sini oluştururken 2021 ve 2022 yıllarında ise sırasıyla %6,45 ve %5,23'ünü oluşturmuştur. 2022 ve 2023 ilk altı aylık dönemlerde ise bu oranlar %5,93 ve %2,82 olarak gerçekleşmiştir. Bu gider kaleminin tutar ve oran olarak önceki dönemlere göre artarken, grup içerisindeki payının yıllar itibarıyla azalması; diğer pazarlama, satış ve dağıtım gider kalemlerinin grup içerisindeki ağırlıklarının artmasından kaynaklanmaktadır. İlan ve reklam giderleri 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla hasılatın %1,11, %0,66 ve %0,33'ü kadar gerçekleşmiştir.

Şirket sosyal sürdürülebilirlik ve marka yatırımı kapsamında kendi adına kurduğu Kuzey Boru Spor Kulübü'nün sponsorluğunu yapmaktadır. Şirket, kadın voleybolu alanında altyapısal ve profesyonel sportif faaliyetleri aktif biçimde desteklemekte ve buna bütçe ayırmaktadır. Bu amaçla yapılan sponsorluk giderleri 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla 4.308.344 TL, 8.042.769 TL ve 17.596.023 TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 ve 2023 ikinci ara dönemlerde ise yine sırasıyla 6.166.271 TL ve 13.560.545 TL'dir. 2021 yılında 2020 yılına göre %86,68 ve 2022 yılında 2021 yılına göre %118,78 oranında artmıştır. 2023 ikinci ara dönemde ise 2022 ikinci ara döneme göre %119,91 oranında artış gözlenmiştir. Sponsorluk giderindeki bu yüksek artış Kuzey Boru Kadınlar Voleybol Kulübünün, Türkiye Voleybol Federasyonu Sultanlar Ligi'nde olması nedeniyle transfer etmiş olduğu oyunculara ödenen maliyetlerin artmasından kaynaklanmaktadır.

Bu kalemin hasılatı oranı 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla %4,05, %3,55 ve %2,23 olarak gerçekleşmiş, 30.06.2022 ve 30.06.2023 dönemlerinde ise toplam hasılatın sırasıyla %2,0 ve %2,44'ü olarak gerçekleşmiştir. Bu sponsorluk aktivitesi, Türkiye Voleybol Federasyonu Sultanlar Ligi maçları canlı yayınları ve tanıtımları vasıtasıyla sponsorluk

faaliyetleri büyük görünürlük sağlayarak satış hacminin genişlemesinde ve Şirket'in marka değeri ile saygınlığı konularında önemli ölçüde katkıda bulunmakta ve Şirket tarafından bir pazarlama aktivitesi olarak değerlendirilmektedir.

Personel ve ücret giderleri 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla 1.387.026 TL, 1.781.366 TL ve 4.410.247 TL tutarındadır. 2022 ve 2023 ikinci ara dönemlerde ise yine sırasıyla 1.477.488 TL ve 4.509.961 TL'dir. 2021 yılında 2020 yılına göre %28,43 ve 2022 yılında 2021 yılına göre %147,58 oranında artmıştır. 2023 ikinci ara dönemde ise 2022 ikinci ara döneme göre %205,25 oranında artış gözlenmiş olmakla birlikte bu giderler 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla hasılatın %1,30; %0,79 ve %0,56'sı kadar gerçekleşmiştir. Personel ücret giderlerindeki artış, artan personel sayısına ve enflasyon üzerinde refah payı ile yapılan ücret artışlarına rağmen yıllar itibarıyla toplam satış hasılatındaki artışın altında kalmasından dolayı, hasılat içindeki payı azalmaktadır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler ve Giderler

Esas faaliyetlerden diğer gelirlerin detayları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 47: Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2022 30.06.2022	01.01.2023 30.06.2023
Banka kredileri dışında varlık ve yükümlülüklerden kaynaklanan kur farkı gelirleri	423.665	4.703.599	12.770.216	4.160.471	5.026.298
Konusu kalmayan şüpheli alacaklar	9.122	102.932	431.482	122.482	114.791
Diğer gelirler	110.290	461.625	1.279.024	553.900	116.243
TOPLAM	543.077	5.268.156	14.480.722	4.836.853	5.257.332

Esas faaliyetlerden diğer gelirler ticari alacaklara ilişkin kur farkı gelirlerinden ve riskten korunma muhasebesi kapsamında yapılan işlemlerden kaynaklanmakta olup, Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirleri 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla 543.077 TL, 5.268.156 TL ve 14.480.722 TL tutarındadır. 30.06.2022 ve 30.06.2023 tarihlerinde sona eren ara dönemler itibarıyla bu tutarlar sırasıyla 4.836.853 TL ve 5.257.332 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu kalemler 2021 yılında 2020 yılına göre %870,06 ve 2022 yılında 2021 yılına göre %174,87 oranında artmıştır. Şirket satışlarını dövizle bağlı olarak yapmakta ve ödemeler gerçekleştiğinde kambiyo karı yazmaktadır. Söz konusu artışlar Şirket'in satış hasılatındaki artışlar ile paralellik göstermektedir.

Esas faaliyetlerden diğer giderler ise ağırlıklı olarak komisyon giderleri ve kur farkı giderlerinden oluşmakta olup, 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla 2.618.936 TL 9.349.864 TL ve 19.551.148 TL tutarındadır. 30.06.2022 ve 30.06.2023 tarihlerinde sona eren ara dönemler itibarıyla bu tutarlar sırasıyla 3.669.087 TL ve 10.855.789 TL olarak gerçekleşmiştir.

Esas faaliyetlerden diğer giderler kaleminin izahname tarihi itibarıyla finansal tablolarda yer alan detayları aşağıda verilmektedir.

Tablo 48: Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (TL)	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2022 30.06.2022	01.01.2023 30.06.2023
Komisyon giderleri	(337.045)	(210.198)	(2.773.969)	(544.865)	(3.364.229)
Dava karşılığı giderleri	-	-	(20.000)	-	(193.697)
Banka kredileri dışında varlık ve yükümlülüklerden kaynaklanan kur farkı giderleri	(1.238.222)	(6.558.692)	(15.414.652)	(2.979.727)	(6.974.434)
Şüpheli alacak karşılık giderleri (-)	(662.875)	(553.321)	(21.023)	-	(183.999)
Vergi giderleri	-	-	(871.697)	-	-
Kira giderleri	(44.580)	-	-	-	-
Kanunen kabul edilemeyen giderler	(163.961)	(750.581)	-	-	-
Diğer giderler	(172.253)	(960.006)	(449.807)	(144.495)	(139.430)
TOPLAM	(2.618.936)	(9.349.864)	(19.551.148)	(3.669.087)	(10.855.789)

2022 yılında 19.551.148 TL olan esas faaliyetlerden diğer giderlerin, 15.414.652 TL'si ticari borç ve döviz bazlı finansal kiralama borçlarına ilişkin kur farkı giderlerinden oluşmaktadır. 30.06.2022 ve 30.06.2023 tarihleri itibarıyla sona eren ara dönemlerde söz konusu kalem, sırasıyla 144.495 TL ve 139.430 TL olarak gerçekleşmiştir.

Finansman Gelirleri ve Giderleri

Şirket'in finansman gelirleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 49: Finansman Gelirler

	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2022 30.06.2022	01.01.2023 30.06.2023
Banka kredilerinden kaynaklanan kur farkı gelirleri	4.418.073	1.443.422	2.105.419	1.323.030	-
Vadeli mevduat faiz gelirleri	107.810	77.036	604.384	-	949.981
TOPLAM	4.525.883	1.520.458	2.709.803	1.323.030	949.981

Şirketin finansman gelirleri mevduat hesaplarından kaynaklanan faiz ve kur farkı gelirlerinden oluşmakta olup 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla 4.525.883 TL, 1.520.458 TL ve 2.709.803 TL tutarındadır. 30.06.2022 ve 30.06.2023 tarihlerinde sona ikinci ara ara eren dönemler itibarıyla bu tutarlar sırasıyla 1.323.030 TL ve 949.981 TL olarak gerçekleşmiştir. Finansman gelirleri 2021 yılında bir önceki yıla göre %66,41 oranında azalırken; 2022 yılında bir önceki yıla göre %78,22 oranında artmıştır. Finansman gelirlerinde, 2023 yılı ilk altı aylık ara döneminde bir önceki yılın aynı ara dönemine göre %23,20 azalış gerçekleşmiştir.

Şirketin finansman giderleri aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 50: Finansman Giderler

	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2022 30.06.2022	01.01.2023 30.06.2023
Kredi faiz giderleri	(3.810.663)	(10.179.818)	(33.737.614)	(12.852.260)	(27.715.604)
Banka komisyonu giderleri	(5.878.119)	(1.316.181)	(4.133.392)	(2.098.580)	(5.392.341)
Banka kredilerinden kaynaklanan kur farkı giderleri	(550.356)	(1.153.544)	(2.956.793)	(4.156.641)	(1.130.994)

	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2022 30.06.2022	01.01.2023 30.06.2023
Teminat mektubu komisyon giderleri	(94.224)	(108.659)	(295.980)	(110.840)	(279.027)
Diğer finansman giderleri	(30.618)	(77.618)	(136.416)	(127.833)	(242.769)
TOPLAM	(10.363.980)	(12.835.820)	(41.260.195)	(19.346.154)	(34.760.735)

Şirket'in finansman giderleri Şirket'in gerek yatırımları gerekse de işletme sermayesi ihtiyacı için kullanmış olduğu banka kredileri ve finansal kiralama işlemlerinin faiz giderleri ile banka komisyon giderlerinden ve söz konusu kredilerden döviz bazlı olanlar için ayrılan kur farkı giderlerinden oluşmaktadır. Söz konusu finansman giderleri, 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla 10.363.980 TL, 12.835.820 TL ve 41.260.195 TL tutarında gerçekleşmiş olup 30.06.2022 ve 30.06.2023 tarihlerinde sona eren ara dönemler itibarıyla bu tutarlar sırasıyla 19.346.154 TL ve 34.760.735 TL olarak gerçekleşmiştir. Finansman giderleri 2021 yılında 2020 yılına göre %23,85 ve 2022 yılında 2021 yılına göre %221,45 oranında artmıştır. Finansman giderlerinde 2023 yılı ilk altı aylık ara döneminde de bir önceki yılın aynı ara dönemine göre %72,79 artış gerçekleşmiştir. Bu artışlarda, artan dış kaynaklı finansmanın etkisi olmuştur. Kullanılan kredilerin ve bunlara ilişkin finansman giderlerinin tutarları her dönem artarken; finansman giderlerinin hasılatlara oranı ise azalmaktadır. Döviz kurundaki yükselme, 2021 ve 2022 yıllarında kur farkı giderinin büyümesinde önemli rol oynamıştır.

Vergi Gelirleri veya Giderleri

Şirketin Sürdürülen Faaliyetler ile ilgili Vergi Gelir/(Gideri) aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 51: Vergi Gelirleri veya Giderleri

	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2022 30.06.2022	01.01.2023 30.06.2023
Dönem Vergi Gelir/(Gideri)	(411.222)	(1.060.315)	(20.938.121)	(4.282.697)	(4.911.671)
Ertelenmiş Vergi Gelir/(Gideri)	(295.741)	3.743.446	29.637.491	121.447	508.590
TOPLAM	(706.963)	2.683.131	8.699.370	(4.161.250)	(4.403.081)

Şirket'in vergi gelir veya giderleri; dönem vergi gelirleri/giderleri ve ertelenmiş vergi gelirleri/giderleri kalemlerinden meydana gelmektedir. Şirket'in sürdürdüğü ticari faaliyetiyle ilgili olarak 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla 411.222 TL, 1.060.315 TL ve 20.938.121 TL dönem vergi gideri gerçekleşmiştir. Bu kalemin 2022 yılında önceki yıla göre yaklaşık 20 katına çıkması; ilgili yıllarda gerçekleşen dönem karının da aynı oranda artmasından kaynaklanmaktadır. Teşvikli yatırımlar nedeniyle 2021 ve 2022 yıllarında 3.743.446 TL ve 29.637.491 TL tutarında ertelenmiş vergi geliri tahakkuk etmiştir.

Dönem Karı / Zararı

Şirketin faaliyet sonucu aşağıdaki tabloda sunulmuştur.

Tablo 52: Dönem Karı / Zararı

	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2022 30.06.2022	01.01.2023 30.06.2023
Dönem Karı/(Zararı)	2.458.452	5.756.687	108.456.754	13.751.263	52.134.270

Şirket son üç dönemin tümünü karla tamamlamıştır. Dönem karı tutarı 2020, 2021 ve 2022 yıllarında sırasıyla 2.458.452 TL, 5.756.687 TL ve 108.456.754 TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında 2020 yılına göre %134,16 ve 2022 yılında da 2021 yılına göre %1.784,01 oranında artarak enflasyon oranının üzerinde bir reel artış göstermiştir. 2022 yılında ise yeni yatırımlardan kaynaklı kapasite artışı ile birlikte kur artışının fiyatlara etkisiyle satış hasılatı bir önceki yılın 3,4 katına çıkmıştır. Yeni yatırımların maliyet optimizasyonu ve ölçek ekonomisi etkisi ile brüt kar marjı %21,6'dan %26,9'a çıkmıştır. Ölçek ekonomisinin asıl etkisini gösterdiği faaliyet giderleri ise 2022 yılında 2021 yılına göre satış hasılatı büyümesinin daha altında, %127 oranında, artması nedeniyle Faaliyet Giderleri marjı 2021 yılındaki %13,5 seviyelerinden %8,8 seviyelerine gerilemiş ve bunun etkisi ile Şirket'in FAVOK Kar marjı da %10,3 seviyelerinden %20 seviyelerine artmıştır. Bütün bu nedenlerden dolayı Şirket'in Net Kar Marjı 2021 yılındaki %3 seviyelerinden 2022 yılındaki %14 seviyesine artmış ve sonuç olarak 2022 yılı dönem karı da bir önceki dönemin 17 katından fazla büyümüştür. Bu şekilde Net Kar Marjı 2020, 2021 ve 2022 yılları için sırasıyla %2,31; %2,54; %13,77 olarak gerçekleşmiştir.

Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FAVÖK)

Tablo 53: Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar

	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2022	30.06.2023
Hasılat	106.453.352	226.417.906	787.778.821	308.392.495	555.701.784
Satışların maliyeti (-)	-75.911.339	-177.444.045	-575.150.970	-247.934.556	-412.192.813
Brüt kar	30.542.013	48.973.861	212.627.851	60.457.939	143.508.971
Genel yönetim giderleri (-)	-4.480.887	-7.295.430	-20.188.887	-7.816.766	-17.358.591
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	-14.981.755	-23.207.845	-49.060.762	-17.873.302	-30.604.292
İlave: Amortisman gider ve itfa payları	2.694.480	4.589.138	11.868.278	6.471.949	9.309.715
FAVÖK	13.773.851	23.059.724	155.246.480	41.239.819	104.855.803
<u>(Kıdem ve izin karşılıkları sonrası)</u>					
İlave: Kıdem tazminatı	143.983	239.116	729.839	135.997	-459.192
İlave: İzin karşılığı	110.857	17.595	756.677	305.056	416.589
FAVÖK	14.028.691	23.316.435	156.732.996	41.680.872	104.813.200
FAVÖK Marjı	13,18%	10,30%	19,90%	13,52%	18,86%

5. KULLANILAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinden belirtilen değerleme yaklaşımları olan Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri incelenmiş ancak Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri kullanılmamıştır.

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 Maliyet Yaklaşımı işletmelerin değerlemesinde nadiren uygulanmaktadır. Bu nedenle Kuzey Boru özelinde ise Şirket'in halen faaliyette bulunuyor olması, Şirket'in adil değerini yansıtmada konusunda diğer yöntemlere kıyasla geride kalması nedeniyle Maliyet Yaklaşımı, değerleme çalışmasında kullanılmamıştır.

Bu raporda Kuzey Boru'nun pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerleme yöntemleri kullanılmıştır.

- Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
- Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

5.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemi, bir şirketin gelecekte yaratacağı serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi esasına dayanmaktadır. Bu metotta şirketin uzun vadeli potansiyelinin analiz edilmesi ve şirketin faaliyetlerinin içsel değerini belirlenmesi hedeflenmektedir. Bu İNA Analizi Şirket'in gelecekte kaydedeceği satış büyümesi, karlılık, net işletme sermayesi yönetimi ve yatırım harcamaları varsayımlarına önemli ölçüde bağımlıdır.

İNA Analizi'nde önemli rol oynayan bir diğer faktör ise şirketin gelecekte kaydedeceği serbest nakit akımlarının net bugünkü değerinin hesaplanmasıdır. Net Bugünkü Değer hesaplamasında kullanılacak nakit akışı indirgeme oranı, şirkete borç veren gerekse şirketin sermayedarlarının getiri beklentilerini karşılayacak seviyede olmalıdır. Şirketin fonlama yapısı ve borç verenlerin ve sermayedarların beklentileri göz önünde bulundurularak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") kullanılmalıdır. AOSM formülü aşağıda belirtilmiştir.

$$AOSM = R_d (1-t) (D/D+E) + R_e E/(D+E)$$

R_d = Borçlanma maliyeti (Ortalama Borçlanma Maliyeti + Borçlanma Primi)

R_e = ÖzSermaye maliyeti

D = Sermaye yapısında borç oranı

E = Sermaye yapısında özsermaye oranı

t =Kurumlar Vergisi oranı

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti yaklaşımı ile Şirket'in özsermaye maliyeti ve vergi sonrası borçlanma maliyeti borç ve sermayenin Şirket'in sermaye yapısına bağlı olarak ağırlıklandırılmaktadır. Bu hesaplama içinde kullanılan Özsermaye Maliyeti aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

R_f = Risksiz Getiri Oranı

R_m = Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi

$R_m - R_f$ = Piyasa Risk Primi

β = Beta = ilgili hissenin piyasa hareketleri ile ilgili olan ilişkisi

Borçlanma Maliyeti ise genellikle Şirket'in uzun vadeli mevcut borçlanma maliyetini ifade etmekte olup, eğer söz konusu oran mevcut değilse piyasanın ortalama faiz oranının, şirkete ilişkin risk primi eklenmesi ile oluşmaktadır. Aşağıda kullanılan formül verilmiştir.

$$R_d = \text{Ortalama Piyasa Borçlanma Maliyeti} + \text{Borçlanma Primi}$$

İndirgenmiş Nakit Akımları analizi yönteminde şirketin belirsiz bir süre boyunca faaliyette olacağı kabul edilerek serbest nakit akışlarının bugünkü değeri iki farklı bileşenin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

a) Projeksiyon Döneminden Gelen Değer:

Projeksiyon Dönemi olarak adlandırılan yatırım döneminde şirketin bütün operasyonları ve gelir kalemleri detaylı varsayımlarla tahmin edilerek şirkete olan toplam serbest nakit akışları hesaplanmaktadır. Bu nakit akışları net bugünkü değer formülü ile bugüne indirgenmektedir. Net Bugünkü Değer formülü aşağıda belirtilmiştir.

$$NBD = \sum \text{Serbest Nakit Akışları}_{(N)} / (1+r)^{(N-t)}$$

$\text{Serbest Nakit Akışlar}_{(N)} = N \text{ dönemindeki serbest nakit akışları}$

r = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

N = Projekte Edilen Dönem

Tablo 54: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

AOSM Hesaplaması	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Risksiz Faiz Oranı	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Maliyeti	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%
Borçlanma Faiz oranı	14,85%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
Borçlanma Risk Primi		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Vergi oranı	4,90%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	25,00%
Vergi Sonrası Borçlanma	14,12%	23,40%	23,40%	23,40%	23,40%	22,50%
Sermaye Ağırlığı	53,60%	53,60%	53,60%	53,60%	53,60%	53,60%
Borçlanma Ağırlığı	46,40%	46,40%	46,40%	46,40%	46,40%	46,40%
AOSM	24,51%	28,81%	28,81%	28,81%	28,81%	28,40%

Değerleme çalışmasında kullanılan makro varsayımlar Tacirler Yatırım Araştırma ekibinin tahminleri doğrultusunda şekillenmiştir.

5.1.1.2.İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde Kullanılan Projeksiyonlar

Şirket için projeksiyon dönemi 2023-2028 yılları olarak belirlenmiş olup bu döneme ait gelir tablosu ve bilanço projeksiyonları Şirket'in geçmiş verileri ışığında, Şirket yönetiminin paylaşmış olduğu üretim ve satış beklentileri doğrultusunda hazırlanmıştır.

5.1.1.2.1. Net Satış Projeksiyonları

Şirket'e ait net satış projeksiyonları ürün grupları bazında Şirket yönetiminden temin edilen satış tahminleri ve geçmiş yıl satışlarının incelenmesi ile oluşturulmuştur. Bu projeksiyonlarda Şirket'in mevcut durumda üretmediği ancak yeni yatırımlarla 2024 yılından itibaren üretmeye başlayacağı Cam Elyaf Takviyeli Plastik Boru (CTP) ve üst yapı plastik boru ve elemanları (PPR) Şirket'ten temin edilen fizibilite raporları çerçevesinde değerlemeye dahil edilmiştir.

2024 yılının ikinci yarısında faaliyete geçmesi planlanan Malatya'da yer alan CTP üretiminin çeşitli sebeplerle gecikmeli olarak elde edilebileceği dikkate alınarak kapasite kullanım oranlarının daha muhafazakar bir yaklaşım ile ilk yıl %27, ikinci yıl %53 ve üçüncü ve dördüncü yıl %60 ve sonraki yıllarda %65 seviyelerinde olacağı edilmektedir. Üst yapı plastik boru üretimine ilişkin olarak Şirket 2023 yıl sonuna kadar söz konusu yatırımı devreye almayı ve 2024 yılından itibaren tam yıl üretime geçmeyi planlamaktadır.

Şirket'in pazar hedefleri, iş planı ve sektörel görünüm dikkate alınarak satış hacmi beklentileri geçtiğimiz yıllara ait performanslar da göz önünde bulundurularak çalışmaya dahil edilmiştir. 2023 yılına ait satış hacmi projeksiyonları, değerlendirme tarihi itibarıyla yapılan satışlar ve Şirket'in elinde bulunan siparişler göz önünde bulundurularak tahmin edilmiştir.

Aşağıdaki tabloda projeksiyon dönemi boyunca ürün bazında satış hacimleri verilmektedir.

Tablo 55: Satış Hacmi Projeksiyonları (Ton)

Satışlar (ton)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
HDPE	32.561	45.000	54.000	64.800	74.520	81.972
KORUGE	9.525	18.500	22.200	26.640	30.636	33.700
PPRC	567	4.716	5.532	7.092	7.092	7.092
PPR- Bağlantı Elemanı ve Ek Parça	119	634	691	720	720	720
CTP	-	12.154	47.855	54.691	54.691	59.249
TOPLAM	42.772	81.003	130.278	153.943	167.659	182.732

Birim Satış Fiyatları

Şirket satış fiyatlarını, üretimdeki ana maliyet kalemi olan plastik boru fiyatları ana hammaddelelerinin satın alınma fiyatları üzerine bir mark-up ekleyerek belirlemektedir. ABD Doları bazında belirlenen bu fiyatlar daha sonra TL'ye çevrilmekte ve Şirket fatura tarihi ile ödeme tarihi arasında kurdan kaynaklanan farkı fatura edebilmektedir. Bu nedenle projeksiyon dönemi boyunca fiyatlar ABD doları olarak projekte edilmiş ve ilgili yıldaki ortalama kur ile TL'ye çevrilerek TL satış fiyatları hesaplanmıştır. 2023 yılı için ise satış fiyatları Şirket'in değerlendirme tarihi itibarıyla gerçekleşen satışları baz alınarak hesaplanmıştır. Benzer şekilde henüz üretimi olmayan PPR, PPR bağlantı elemanları ve CTP için ise Şirket'in yapmış olduğu fizibilite çalışması çerçevesinde hesaplanan ABD Doları bazındaki maliyetlere bir mark up oranı eklenerek satış fiyatları hesaplanmış ve sonrasında ilgili yıllardaki ortalama döviz kuru ile TL'ye çevrilerek TL satış fiyatları hesaplanmıştır.

Toplam Satış Projeksiyonları

Geçmiş yıllarda gerçekleşen ürün bazında satışlar ile satış tonaj tahminleri çerçevesinde hesaplanan satış projeksiyonları aşağıdaki tablolarda verilmektedir. Altyapı bağlantı elemanları Şirket'in alıp sattığı ürünler olup, buradaki satış tahminleri HDPE ve Koruge Boru satışlarının bir oranı olarak projekte edilmiştir. Net satışlara ulaşırken Şirket'in geçmiş yıllarda gerçekleşen iade ve iskonto oranları dikkate alınarak iade ve iskonto hesaplanmıştır.

Tablo 56: Ürün Bazında Toplam Satışlar (Milyon TL)

SATIŞLAR (MTL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2022	30.06.2023
ÜRÜN GRUPLARI					
HDPE Borular	64,67	190,78	646,32	234,49	451,11
Koruge Borular	29,51	42,65	125,06	21,96	91,20
PPRC Borular	0,05	0,13	0,02	0,01	0,00
Ek Parça ve Ekipmanlar	5,60	6,72	17,88	10,48	10,98
İntaht Satışlar	4,25	-21,34	-20,00	22,19	-
Diğer gelirler	3,83	12,62	32,66	22,47	6,15
Brüt Satışlar	107,92	231,57	801,93	311,61	559,44
Satış iadeleri (-)	-1,39	-5,15	-14,13	-3,22	-3,74
Diğer indirimler (-)	-0,08	0,00	-0,02	-	-
Net Satışlar	106,45	226,42	787,78	308,39	555,70
<i>Satışların Büyümesi</i>		113%	248%	-	80%

Tablo 57: Satış Projeksiyonları (Milyon TL)

Toplam Satışlar (MTL)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Hdpe	1.298,27	2.643,37	4.112,91	5.895,17	7.615,05	9.126,46
Koruge	295,49	804,20	1.270,96	1.853,74	2.355,65	2.821,71
Pprc	30,80	361,84	548,59	840,08	943,63	1.028,11
PPR- Bağlantı Elemanı Ve Ek Parça	17,66	132,34	185,85	231,23	259,73	282,99
Bağlantı Elemanları – Alt Yapı	41,41	89,59	139,90	201,36	259,10	310,48
CTP	-	508,95	2.650,37	3.690,33	4.228,08	5.090,29
BRÜT SATIŞLAR	1.683,64	4.540,29	8.908,58	12.711,91	15.661,24	18.660,03
Diğer Ürün Satışları	42,68	102,20	158,65	228,70	289,83	344,00
Satış İade ve İndirimler (-)	(30,19)	(81,42)	(159,76)	(227,96)	(280,85)	(334,62)
TOPLAM NET SATIŞLAR	1.696,13	4.561,07	8.907,47	12.712,65	15.670,23	18.669,40
<i>Satışların Büyüme Oranı</i>	-100%	169%	95%	43%	23%	19%

5.1.1.2.2. Satılan Malın Maliyeti

Şirket'in ana maliyet kalemi olan hammadde maliyeti, satış tonaj hedeflerine bağlı olarak temin edilecek hammadde miktarına göre ABD doları bazında belirlenen birim satın alma fiyatlarına bağlı olarak hesaplanmıştır.

İşçilik giderleri ise Şirket'in önümüzdeki dönemde yeni yatırımları için işe almayı planladığı işçi sayısı dikkate alınarak ve mevcut ortalama yıllık brüt ücretlerine yıllık enflasyon oranında artış öngörülerek hesaplanmıştır. Şirket'in 30.06.2023 tarihi itibarıyla 235 olan mavi yaka işçi sayısının 2028 yılı itibarıyla 275'e çıkarılması projekte edilmektedir.

Elektrik gideri ise Şirket'in hammadde maliyetinden sonra en yüksek gider kalemi olup, elektrik maliyeti için ana ürün grubu bazında ton bazında elektrik tüketimleri hesaplanmış ve projeksiyon döneminde bu birim maliyetler dikkate alınarak elektrik tüketimleri hesaplanmıştır. Şirket'in Aksaray tesisinde mevcut durumdaki çatı güneş enerjisi panellerinden gelen güneş enerjisi panellerinin etkileri maliyet hesabına dahil edilmiştir. Elektrik fiyatlarının mevcut durumdaki fiyatlar çerçevesinde ABD dolarının baz alınması ve ABD uzun vadeli enflasyonu ile artacağı varsayılmış ve buna göre elektrik maliyetleri hesaplanmıştır.

Amortisman gideri Şirket'in yapacağı yatırımlar dikkate alınarak ayrıca hesaplanmıştır. Satılan Ticari Mal Maliyeti ise alt yapı ürünleri için ticari mal olarak satın alınan altyapı bağlantı elemanlarından oluşmaktadır. Aşağıdaki tabloda projeksiyon dönemi boyunca projekte edilen maliyetler verilmektedir. Özellikle 2025 yılında Malatya'daki CTP tesisinin tam kapasite devreye girmesi ile daha karlı bir ürün olan CTP'nin etkisi ile SMM marjında bir düşüş gözlemlenmektedir.

Tablo 58: Satılan Malın Maliyetine İlişkin Projeksiyon

Satılan Malın Maliyeti (MTL)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Hammadde Maliyet	1.168,64	3.236,64	6.100,72	8.693,57	10.814,51	12.900,47
İşçilik	22,99	44,27	65,44	85,99	105,41	122,52
Elektrik-Enerji	42,52	106,40	198,08	289,69	374,75	458,04
Amortisman	11,33	14,17	20,38	25,11	30,65	34,07
Diğer Üretim Maliyetleri	21,28	40,30	73,41	86,75	90,79	98,95
Toplam	1.266,76	3.441,78	6.458,03	9.181,11	11.416,11	13.614,05
Satılan Ticari Mal Maliyeti	31,86	68,91	107,62	154,89	199,30	238,83
TOPLAM SMM	1.298,62	3.510,69	6.565,65	9.336,00	11.615,41	13.852,88
<i>SMM Marjı</i>	77%	77%	74%	73%	74%	74%

5.1.1.2.3. Net İşletme Sermayesi

Şirket 2021 ve 2022 yıllarında kur riskini bertaraf etmek amacıyla ana hammadde satın alımlarını ağırlıklı olarak spot piyasadan peşin olarak yapmakta ve bu kaynağı da uygun faizli krediler kullanarak yapmakta idi. Şirket'in 2021 ve 2022 yıllarında artan kısa vadeli borçları hammadde satın alımında kullanıldığı için Şirket'in net işletme sermayesi hesaplamasında da bu krediler ticari borç olarak düşünülmüştür. Bu şekilde Şirket'in 2022 yılındaki nakit döngüsü 26 gün ve net satışlara oranı da %9,7 olarak hesaplanmıştır.

2023 yılı ve sonrası için ise kredi faizlerindeki artış ve ülke risk primindeki düşüş sonucu, Şirket 2023 yılının ikinci yarısında direkt olarak tedarikçilerden uzun vadeli akreditiflerle alım yapmaya başlamıştır. Bu çerçevede projeksiyon dönemi için yapılan tahminlerde 2023/6 ay itibarıyla gerçekleşen alacak devir hızı, stok devir hızı aynı olarak korunmuş, ticari borç devir hızı ise Şirket'in yapmış olduğu politika değişikliği dikkate alınarak hesaplanmıştır. Bunların sonucunda Şirket'in Projeksiyon dönemi boyunca nakit döngüsünü 28 gün ve işletme sermayesinin net satışlara oranının da %12 seviyelerinde kalacağı hesaplanmaktadır. Aşağıdaki tabloda projeksiyon dönemi süresince projekte edilen işletme sermayesi değişimi verilmektedir.

Tablo 59: Projeksiyon Döneminde İşletme Sermayesi Değişimleri

İşletme Sermayesi Değişimi (MTL)	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Ticari Alacaklar	132,83	429,50	1.154,96	2.255,57	3.219,12	3.968,04	4.727,50
Ticari Alacaklar Dönüş Hızı	61,54	92,43	92,43	92,43	92,43	92,43	92,43
Stoklar	133,47	353,28	955,05	1.786,12	2.539,76	3.159,85	3.768,53
Stok Dönüş Hızı	84,70	99,29	99,29	99,29	99,29	99,29	99,29
Ticari Borçlar (Hammadde Kredileri Dahil)	190,03	581,57	1.572,22	2.940,35	4.181,02	5.201,83	6.203,85
Dönüş Hızı	120,60	163,46	163,46	163,46	163,46	163,46	163,46
İşletme Sermayesi İhtiyacı (hammadde dahil)	76,26	201,20	537,79	1.101,33	1.577,86	1.926,07	2.292,18
İşletme Sermayesi Değişimi		124,94	336,59	563,55	476,53	348,21	366,11

İşletme Sermayesi Değişimi (MTL)	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Nakit Döngüsü	26	28	28	28	28	28	28
İşletme Sermayesi/ Net Satışlar	9,7%	11,9%	11,8%	12,4%	12,4%	12,3%	12,3%

5.1.1.2.4. Faaliyet Giderleri

Pazarlama, Satış ve Dağıtım projeksiyonları oluşturulurken sponsorluk ve amortisman hariç diğer kalemler Şirket'in 2022 yılında gerçekleşen satış oranlarına bağlı olarak büyütülmüştür. Sponsorluk kalemi Şirket'in ismini de vermiş olduğu Kuzey Boru Spor Kulübü için yapmış olduğu sponsorluk harcamalarından oluşmakta olup, 2023 yılı için mevcut sözleşmeye göre satışların %1,5'u kadar ve sonraki yıllar için ise Şirket yönetiminin değerlendirmesi çerçevesinde 1,5 milyon ABD Doları tutarında sabit tutularak projekte edilmiştir. Amortisman gideri ise ayrıca hesaplanarak eklenmiştir.

Aşağıdaki tabloda 2023-2028 dönemi için bu şekilde projekte edilen pazarlama satış ve dağıtım giderleri ayrıntıları verilmektedir.

Tablo 60: Projeksiyon Döneminde Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri (MTL)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Nakliye ve Hamaliye Giderleri	45,38	122,04	238,34	340,16	419,29	499,54
Sponsorluk Giderleri	25,44	53,12	68,88	82,27	92,41	100,68
İlan ve reklam giderleri	8,37	22,52	43,98	62,76	77,36	92,17
Personel ve ücret giderleri	9,50	25,53	49,87	71,17	87,73	104,52
Amortisman giderleri	0,54	0,68	0,97	1,20	1,46	1,62
İhracat Gider	1,72	4,62	9,03	12,89	15,88	18,92
Ofis Gideri	0,75	2,02	3,94	5,62	6,93	8,25
Belgelendirme Gideri	0,41	1,09	2,13	3,04	3,75	4,47
Vergi Resim Harç	1,00	2,70	5,28	7,53	9,28	11,06
Dava İcra Giderleri	0,15	0,41	0,80	1,15	1,41	1,68
Diğer (sigorta, bakım onarım ve diğer giderler)	2,49	6,69	13,07	18,65	22,99	27,39
Toplam	95,76	241,43	436,28	606,43	738,50	870,31
Net Satışlar Oranı (%)	5,6%	5,3%	4,9%	4,8%	4,7%	4,7%

Genel Yönetim Giderleri arasında Personel ve Amortisman giderleri haricindeki kalemler ilgili yıllar için Tacirler Yatırım Araştırma bölümünün değerlendirmeleri çerçevesinde hesaplanan enflasyon oranları ile artırılmış, personel gideri için ise çalışan sayısı ve çalışan başı maliyet değişkenleri üzerinden tahminler yapılmıştır. Amortisman gideri ise ayrıca hesaplanarak eklenmiştir.

Tablo 61: Projeksiyon Döneminde Genel Yönetim Giderleri

Genel Yönetim Giderleri (MTL)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Personel ve ücret giderleri	14,02	23,89	34,50	44,74	52,88	59,80
Ofis giderleri	6,95	10,46	14,41	18,21	21,52	24,34
Amortisman giderleri	5,01	6,27	9,02	11,11	13,57	15,08

Genel Yönetim Giderleri (MTL)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Dışarıdan sağlanan fayda ve hizmet giderleri	3,89	5,85	8,06	10,18	12,04	13,61
Temsil, ağırlama ve seyahat ve konaklama giderleri	3,43	5,16	7,11	8,99	10,62	12,01
Bakım ve onarım giderleri	0,82	1,24	1,70	2,15	2,54	2,87
Sigorta gideri	0,43	0,65	0,89	1,12	1,33	1,50
Akaryakıt giderleri	0,40	0,61	0,84	1,06	1,25	1,42
Vergi, resim ve harçlar	0,26	0,40	0,54	0,69	0,81	0,92
Nakliye ve kargo gideri	0,22	0,33	0,46	0,58	0,69	0,78
İlan ve reklam giderleri	0,13	0,20	0,27	0,34	0,40	0,46
Aidat giderleri	0,06	0,09	0,12	0,16	0,18	0,21
Diğer giderleri	0,41	0,62	0,85	1,08	1,28	1,44
Toplam	36,04	55,77	78,78	100,42	119,11	134,44
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>2,12%</i>	<i>1,22%</i>	<i>0,88%</i>	<i>0,79%</i>	<i>0,76%</i>	<i>0,72%</i>

5.1.1.2.5. Yatırımlar

Şirket'in 2024-2025 yılları yatırım dönemi olarak belirlenmiştir. Bu dönem içinde Malatya'da yapımına başlanan Cam Elyaf Takviyeli Plastik Boru tesisinin tamamlanarak faaliyete geçmesi, PPRC ile üst yapı boru üretimlerine başlanması ve mevcut HDPE ve Koruge tesislerine ek makineler alarak kapasite artırımına gidilmesi planlanmaktadır. Bu dönem içindeki makine yatırımlarının leasing kullanılarak yapılması planlanmakta olup, sözleşmeleri imzalanmıştır. Aşağıdaki tabloda projeksiyon dönemi süresince hesaplanan yatırım harcamaları verilmektedir.

Tablo 62: Projeksiyon Döneminde Yatırım Harcamaları

Yatırımlar (MTL)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Malatya CTP Yatırımı	54,13	109,76	136,38	113,46	115,41	86,58
PPRC Yatırımı	17,19	5,13	6,66	7,95	8,93	-
Aksaray kapasite artırımı	6,19	23,49	32,42	41,56	34,15	-
Toplam	77,52	138,38	175,45	162,97	158,49	86,58

Şirket'in maddi duran varlıklarına ilişkin amortisman hesaplamaları mevcut MDV'leri için öngörülen amortisman oranlarının üzerine yeni yapılacak olan yatırımlardan Şirket'in denetim raporundaki amortismanları ile uyumlu olacak şekilde binalar için %1, tesis makine ve cihazlar için %6, Taşıtlar için %24 ve demirbaşlar için %20 oranında normal amortisman oranları kullanılarak hesaplanmıştır.

Bu yatırımlara bağlı olarak hesaplanan Amortisman Giderleri ve dağıtım anahtarı da aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 63: Amortisman Gideri

Amortisman Gideri (MTL)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Satılan Malın Maliyeti	11,33	14,17	20,38	25,11	30,65	34,07
Genel yönetim giderleri	5,01	6,27	9,02	11,11	13,57	15,08
Pazarlama satış dağıtım giderleri	0,54	0,68	0,97	1,20	1,46	1,62
Toplam	16,88	21,12	30,38	37,42	45,68	50,77

5.1.1.3.Serbest Nakit Akımları ve INA Hesaplaması

Yukarıda verilen projeksiyonlar çerçevesinde hesaplanan Faaliyet Karına Amortisman eklenerek Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar hesaplanmıştır. Söz konusu kalemler aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 64: FAVÖK Projeksiyonu

000'TL	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Net Satışlar	1.696.127	4.561.070	8.907.473	12.712.648	15.670.226	18.669.400
SMM	1.298.619	3.510.691	6.565.651	9.336.003	11.615.410	13.852.884
Brüt Kar	397.509	1.050.379	2.341.822	3.376.645	4.054.816	4.816.516
Brüt Kar Marjı	23,4%	23,0%	26,3%	26,6%	25,9%	25,8%
Pazarlama Satış Dağıtım Gideri (-)	95.756	241.426	436.277	606.429	738.500	870.313
Genel Yönetim Gideri (-)	36.042	54.235	74.703	94.402	111.569	126.176
Faaliyet Karı	265.711	754.718	1.830.842	2.675.814	3.204.747	3.820.026
Amortisman	16.879	21.121	30.375	37.422	45.679	50.769
FAVOK	282.590	775.839	1.861.217	2.713.236	3.250.426	3.870.795
FAVOK Marjı	16,66%	17,01%	20,90%	21,34%	20,74%	20,73%

İndirgenmiş nakit akımları analizine baz edilecek firmaya olan serbest nakit akımlarına ulaşmak için Şirket'in mali dönem içinde operasyonlarından elde ettiği nakitten söz konusu döneme ait vergi gideri, yine aynı döneme ait yatırım tutarları düşülmüş ve işletme sermayesi ihtiyacı/fazlasına bağlı olarak işletme sermayesi ihtiyacı +/- olarak dikkate alınmıştır. Aşağıdaki tabloda projeksiyon dönemi süresince hesaplanan Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları verilmektedir.

Tablo 65: İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu

Serbest Nakit Akımı (000'TL)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FAVOK	282.590	775.839	1.861.217	2.713.236	3.250.426	3.870.795
Vergi	13.007	89.930	306.287	499.047	617.877	907.386
Yatırımlar	77.522	138.379	175.451	162.968	158.485	86.584
Net İşletme Sermayesi Değişimi	124.936	336.586	563.545	476.528	348.206	366.111

Serbest Nakit Akımı (000'TL)	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Firmaya Serbest Nakit Akımı	67.125	210.945	815.934	1.574.693	2.125.857	2.510.715
İskonto Faktörü	0,90	0,70	0,54	0,42	0,33	0,25
İndirgenmiş Nakit Akımı	60.303	147.118	441.765	661.869	693.664	638.061

Değerleme Tarihi 15/11/2023
Dönem Sonu 30/06/2023
Yıl Sonu 31/12/2023

NBD 2.642.780
Artık Değerin
Bugünkü Değeri 2.863.619

Toplam Firma Değeri	5.506.399
Net Borç	328.427
Piyasa Değeri @30/06/2023	5.177.972
Piyasa Değeri @15/11/2023	5.625.392

Serbest nakit akımları AOSM ile 30.06.2023 tarihine indirgenerek Şirket'in nakit akımlarının bugünkü değeri (NBD) hesaplanmaktadır. Projeksiyon dönemi sonrası için ise Türkiye'nin uzun vadeli büyüme oranına paralel olarak %5 artık büyüme oranı ile serbest nakit akımları sonsuza kadar büyütülmekte ve bu şekilde hesaplanan Artık Değer ilgili AOSM ile 30/06/2023 tarihine indirgenerek Artık Değerin bugünkü değeri hesaplanmaktadır. Her iki değer toplamı ile de Şirket'in 30.06.2023 tarihi itibarıyla Firma Değeri hesaplanmaktadır.

Firma Değerinden 30.06.2023 tarihi itibarıyla denetlenmiş finansal tablolarda yer alan net borç rakamı düşülerek Şirket'in 30.06.2023 tarihindeki Özsermaye Değerine (Piyasa Değerine) ulaşılmıştır. Söz konusu Özsermaye Değeri ise ilgili AOSM oranı ile değerlendirilme tarihi olan 15.11.2023 tarihine getirilmiş ve bu şekilde Kuzey Boru için 5.625.392.253 TL Özsermaye Değeri hesaplanmaktadır.

5.2.Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizi yönetiminde şirket değeri borsalarda işlem gören benzer şirketlerin güncel piyasa değerleri ve kamuya açıkladıkları mali tablolarındaki bulunan verilerle hesaplanan değerlendirme oranlarının mukayese edilmesi esasına dayanır. Piyasa çarpanları analizinin avantajları, nesnel bir yaklaşımla kolayca uygulanabilir olması olup dezavantajları ise şirketin geleceğe yönelik büyüme beklentileri ile risk faktörlerinin tam olarak fiyata yansıtılmamış olabileceği, değerlemeye konu olan benzer şirketlerin her zaman borsalarda işlem görmemesi ve/veya belirli dönemde mali tablo verilerinin kamuya açıklanmış olmasıdır. Öte yandan, bu yöntemde mukayese edilen şirketlerin güncel piyasa değerleri baz alındığından piyasalarda oluşabilecek oynaklıklara bağlı analizi sonucu değişmektedir.

Değerleme çarpanlarının seçiminde ağırlıklı olarak şirketin operasyonel faaliyetlerini ön plana çıkaran FD/FAVÖK ve F/K gibi çarpanlar analistler tarafından tercih edilmektedir. Ancak özellikle halka arz fiyatlamasında şirketin piyasa değerinin diğer benzer şirketler ile karşılaştırmasına imkân sağlayacak F/K, FD/Satışlar ve PD/DD gibi çarpanların da kullanılmaktadır.

Bu çerçevede Kuzey Boru'nun değerlemesinde Şirket'in yatırım döneminde olduğu değerlendirilerek PD/DD çarpanı ve ağırlıklı olarak düşük kar marjlı perakende firmalarının değerlemesinde kullanılan FD/Satışlar çarpanı dışarıda bırakılmış ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları kullanılarak değerlendirme çalışması yapılmıştır. Çarpan yöntemleri arasında FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir. Bu şekilde hesaplanan ilgili değerlerden net borç düşülmesi sonucu oluşan piyasa değerlerine ulaşılmıştır. Değerleme çarpanı ile ilgili tanımlar aşağıda sunulmuştur.

Firma Değeri = Piyasa Değeri + Net Borç Pozisyonu

Piyasa Değeri = Pay Fiyatı x Şirketin Sermayesindeki Pay Sayısı

Net Borç = Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar – Nakit ve Nakit Benzerleri

FAVÖK = Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar

Fiyat = Pay Fiyatı

Kazanç = Son bilanço dönemindeki Net Kar

Defter Değeri = Son bilanço dönemindeki Toplam Özkaynaklar

Benzer şirketlerin seçimi sırasında hem bulunduğu piyasa şartlarını içermesi hem de benzer mali yapıları sahip olması nedeniyle aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin dikkate alınması esastır. Ancak birebir benzerliklerin oluşmadığı durumlarda aynı sektörde benzer faaliyet alanlarına sahip olan şirketler de seçilebilmektedir. Bu durumda, oluşabilecek olan önyargılı çarpanları hesaplama haricinde tutabilmek için mümkün olduğu kadar geniş bir örneklem bazı olması tercih edilmektedir.

Kuzey Boru'nun içinde bulunduğu sektöre ilişkin benzer şirket seçiminde geniş bir örneklem ulaşmak amacıyla hem yurtiçinde faaliyet gösteren ve benzer yapıya sahip olduğu düşünülen şirketler hem de yurtdışında benzer faaliyetlerde bulunan şirketlerin dahil edildiği geniş bir örneklem oluşturmaya çalışılmıştır.

Piyasa Çarpan Analizinde Kullanılan Şirket Mali Verileri

Şirket'in en son açıklanan 30.06.2023 tarihi itibarıyla finansal tabloları baz alınarak son 12 aylık gelir tablosu kalemleri ve 30.06.2023 itibarıyla bilanço kalemleri değerlemeye konu edilmiştir. Aşağıda bağımsız denetim raporunda yer aldığı şekli ile söz konusu mali tablo kalemleri sunulmaktadır.

Tablo 66: Şirket'in Finansal Verileri

Kullanılan Finansal Tablo Kalemleri - TL	Yıllıklandırılmış 30/06/2023 Bağımsız Denetimden Geçmiş
Net Satışlar	1.035.088.110
FAVÖK	219.865.323
Net Kar	146.839.761
Net Borç	328.427.376
Özsermaye	400.653.495

FAVOK hesaplamasında Şirket'in brüt karından, faaliyet giderleri çıkartılmış, bunun üzerine nakit çıkışı gerektirmeyen kıdem tazminatı ve izin karşılık giderleri eklenerek Düzeltilmiş FAVOK kalemine ulaşılmıştır. Bu hesaplama içinde esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider kalemleri dahil edilmemiştir. Aşağıdaki tabloda yıllar itibarıyla FAVÖK hesaplaması detayları verilmektedir.

Tablo 67: Faiz Vergi Öncesi Kar (FAVÖK)

TL	2020	2021	2022 (a)	2022/6 (b)	2023/6 (c)	Son 12 Ay (a-b+c)
Net Satışlar	106.453.352	226.417.906	787.778.821	308.392.495	555.701.784	1.035.088.110
Brüt Kar	30.542.013	48.973.861	212.627.851	60.457.939	143.508.971	295.678.883
Faaliyet Giderleri	-19.462.642	-30.503.275	-69.249.649	-25.690.068	-47.962.883	-91.522.464
Amortisman	2.694.480	4.589.138	11.868.278	6.471.949	9.309.715	14.706.044
FAVOK	13.773.851	23.059.724	155.246.480	41.239.820	104.855.803	218.862.463
Kıdem Tazminatı + İzin Karşılığı	254.840	256.711	1.486.516	441.053	-42.603	1.002.860
Düzeltilmiş FAVÖK	14.028.691	23.316.435	156.732.996	41.680.873	104.813.200	219.865.323

Aşağıdaki tabloda yıllar itibarıyla Net Borç hesaplaması verilmektedir.

Tablo 68: Net Borçluluk

Net Borçluluk	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Kısa vadeli finansal borçlar	20.208.023	73.900.079	191.822.612	298.968.220
Uzun vadeli finansal borçlar	27.697.031	25.855.380	38.241.996	48.059.742
Toplam Finansal Borçlar	47.905.054	99.755.459	230.064.608	347.027.962
Eksi: Nakit ve Nakit Benzerleri	3.303.565	19.035.236	14.829.285	8.830.116
Eksi: Finansal Yatırımlar				9.770.470
Net Finansal Borç	44.601.489	80.720.223	215.235.323	328.427.376

5.1.2. Yurt İçi Benzer Şirketler Analizi

Kuzey Boru'nun faaliyet konusu itibarıyla plastik boru üretimi ile temel olarak kimya sektöründe yer alan bir şirkettir. Birebir benzer üretimleri olan Egeplast ve Sanica Isı Sanayi dışında bir şirket bulunmadığı için benzer şirket olarak BİST Kimya, Petrol, Plastik Endeksindeki şirketler dikkate alınmıştır. Ancak bu şirketler içinde direkt olarak plastik üretiminde veya kullanımında bulunmayan ilaç şirketleri ile gübre şirketleri ve petrol şirketleri örneklem setinden çıkarılmıştır.

Aşağıdaki tabloda bu kriterlere göre seçilmiş şirketler belirtilmektedir.

Tablo 69: Seçilmiş BIST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi (XKMY) Şirketleri

Kodu	Şirket	F/K	FD/FAVÖK
SASA:IS	SASA	32,70	54,05
PETKM:IS	PETKİM	15,31	52,98
AKSA:IS	AKSA	8,43	8,45
POLTK:IS	POLİTEKNİK METAL	628,34	487,38
KMPUR:IS	KİMTEKS POLİURETAN	18,32	14,77
EUREN:IS	EUROPEN ENDÜSTRİ İNŞAAT	15,57	16,50
KOPOL:IS	KOZA POLYESTER SANAYİ	24,83	20,22
BRISA:IS	BRISA	9,51	7,48
ALKIM:IS	ALKİM KİMYA	10,74	6,74
EGPRO:IS	EGE PROFİL	9,90	7,64
GOODY:IS	GOOD-YEAR	22,89	6,57
DYOBY:IS	DYO BOYA	nm	11,64
MRSHL:IS	MARSHALL	nm	56,11
EPLAS:IS	EGEPLAST	12,49	6,81
ACSEL:IS	ACİSELSAN ACIPAYAM SELÜLOZ	14,82	24,42
TMPOL:IS	TEMAPOL POLİMER PLASTİK	23,59	18,81
OZRDN:IS	OZERDEN AMBALAJ	9,13	6,91
KRPLS:IS	KOROPLAST TEMİZLİK AMBALAJ ÜRÜNLERİ	19,73	16,53
DNISI:IS	DİNAMİK İSİ MAKİNA	19,83	32,75
MERCN:IS	MERCAN KİMYA SANAYİ VE TİCARET	11,87	15,09
SANFM:IS	SANİFOAM ENDÜSTRİ	20,21	16,47
ISKPL:IS	İSİK PLASTİK	13,42	9,26
GEDZA:IS	GEDİZ AMBALAJ	8,83	8,90
BRKSN:IS	BERKOSAN YALITIM VE TECRİT	9,34	6,45
RNPOL:IS	RAINBOW POLİKARBONAT	16,12	9,16
BAYRK:IS	BAYRAK EBT TABAN	36,92	18,24
SEKUR:IS	SEKURO PLASTİK	nm	5,41
IZFAS:IS	İZMİR FIRÇA	34,89	19,85
Düzeltilmiş Ortalama		41,91	34,49
Düzeltilmiş Medyan		15,44	14,77

Söz konusu çarpan değerlerinden, anlamlı olmayan değerler elimine edilerek hesaplanan standart sapma ile uç sınırlar tespit edilmiştir. Bu şekilde F/K değerlerinde 161,88 üzeri ve

FD/FAVÖK çarpanlarında da 122,79 üzerindeki çarpanlar uç değer olarak medyan hesaplamasına dahil edilmemiştir. Bu şekilde hesaplanan medyan değerler, yaptığımız değerlendirme hesaplamamızda dikkate alınmıştır.

BİST Kimya, Petrol, Plastik Endeksindeki şirketlerin 15.11.2023 tarihi itibarıyla mevcut piyasa değerleri üzerinden 2023/06 yılı sonu mali tablolarındaki yıllıklandırılmış değerlere göre hesaplanan FD/FAVÖK ve F/K çarpanları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Tablo 70: FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	6A23 S12A
FAVÖK	219.865.323
Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı	14,77x
Net Finansal Borç / (Net Nakit Pozisyonu)	328.427.376
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri	2.918.202.124

Tablo 71: F/K Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	6A23 S12A
Net Kâr	146.839.761
Benzer Şirketler F/K Çarpanı	15,44x
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri	2.267.171.054

Kullanılan çarpan yöntemleri olan FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir. Bu şekilde hesaplanan ilgili değerlerden net borç düşülmesi sonucu oluşan piyasa değerlerinin, yukarıda verilen oranlar kullanılarak ağırlıklandırılması sonucu Kuzey Boru için 2.592.686.589 TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

Tablo 72: Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları

TL	Ağırlık	6A23 S12A Özsermaye Değeri
FD/FAVÖK	50,0%	2.918.202.124
F/K	50,0%	2.267.171.054
Özsermaye Değeri		2.592.686.589

5.1.3. Yurt Dışı Benzer Şirket Analizi

Yurt dışı benzer şirket analizi için yurt dışında hem gelişmekte olan ülkelerdeki hem de gelişmiş ülkelerde plastik boru üretiminde bulunan ve su altyapısına ilişkin çözümlere üreten şirketler dikkate alınmıştır. Aşağıdaki tabloda uluslararası piyasalarda işlem gören seçilmiş şirketler sunulmaktadır.

Tablo 73: Yurt Dışı Benzer Şirketlerin Faaliyet Konuları

Şirket	Ülke	Faaliyet Konusu
WESTLAKE CORP	ABD	Westlake Corporation, temel malzemeler ile konut ve altyapı ürünleri üretmektedir. Temel malzemeler alanında, polietilen, stiren monomer, etilen yan ürünleri, polivinil klorür (PVC), vinil klorür monomeri, etilen diklorür klor-alkali, klorlu türev ürünler ve epoksi reçine ürünleri ile konut ve altyapı ürünleri alanında, çeşitli su, kanalizasyon, elektrik ve endüstriyel

Şirket	Ülke	Faaliyet Konusu
ZHEJIANG WEIXING NEW BUILDING MATERIALS CO LTD (A)	Çin	uygulamalar için PVC borular ve bağlantı parçaları ile çeşitli konut, medikal ve otomobil ürünlerinde kullanılan PVC bileşikleri üretmektedir. Zhejiang Weixing New Building Materials Co., Ltd., Çin'de plastik boru üretimi ve satışı yapmaktadır. Şirketin ürünleri arasında su temini uygulamaları için PPR, PE, polipropilen-random-kopolimer, PE-XB, F-PPR ve PP-R/AL borular, kanalizasyon uygulamaları için PE oluklu, PVC-U ve PE borular, ısıtma uygulamaları için PB-R, PE-RT II, PE-RT I, PB ve PB-XB borular yer almaktadır. Ayrıca HDPE aynı kat drenaj sistemi, yerden radyant ısıtma sistemi, konforlu sıcak su sirkülasyon sistemi, SPM konforlu drenaj sistemi ve merkezi hidrolik denge sistemi çözümleri sunmaktadır.
UPONOR OYJ	Finlandiya	Uponor Oyj, içme suyu ve radyant ısıtma ve soğutma sistemleri sağlayıcısıdır. Şirket, sıhhi tesisat çözümleri, iç mekan iklimlendirme çözümleri ve kanalizasyon suyu sistemleri ve atık su arıtma sistemleri gibi altyapı çözümleri sunmaktadır. Şirket, konut, ticari, endüstriyel ve inşaat mühendisliği sektörleri gibi yapı pazarlarına hizmet vermektedir.
TERAPLAST SA	Romanya	Teraplast S.A., iştirakleri ile birlikte Romanya'da ve uluslararası alanda inşaat malzemeleri ve PVC bileşimi üretmekte ve satmaktadır. Ayrıca, şirket polipropilen ve polietilen borular üretmektedir.
CHINA LESSO GROUP HOLDINGS LTD	Hong Kong	Bir yatırım holding şirketi olan China Lesso Group Holdings Limited, Çin'de ve uluslararası alanda boru ve yapı malzemeleri üretmekte ve satmaktadır.
APOLLO PIPES LTD	Hindistan	Apollo Pipes Ltd, sivil altyapı, endüstriyel, tarım, bina ve inşaat amaçlı kullanılan boru ve ilgili ürünlerin imalatı ile uğraşmaktadır. PVC borular ve ek parçaları, HDPE borular ve diğer ilgili ürünler üretmektedir.
PRINCE PIPES AND FITTINGS LTD	Hindistan	Prince Pipes and Fittings Limited, Hindistan'da polimer boru ve bağlantı parçaları üretmektedir.
PRAKASH PIPES LTD	Hindistan	Prakash Pipes Limited, Hindistan'da ve uluslararası alanda PVC boru ve bağlantı parçaları ve ambalaj ürünleri üretmekte ve tedarik etmektedir. Plastikleştirilmemiş PVC (uPVC) borular, sıhhi tesisat uPVC borular, kolon boruları, atık yağmur boruları ve uPVC bağlantı parçalarının yanı sıra bariyer filmler ve laminatlar gibi esnek ambalaj ürünleri de üretmektedir.
ASTRAL LTD	Hindistan	Astral Limited, yan kuruluşlarıyla birlikte Hindistan'da ve uluslararası alanda borular, su depoları, yapıstırıcılar ve sızdırmazlık malzemeleri üretmekte ve pazarlamaktadır. Şirket, poli vinil klorür (CPVC) ve sıhhi tesisat sistemlerinin yanı sıra yeraltı sistemleri için ASTRAL Foamcore borular, yeraltı drenaj sistemleri ve D-Rex çift cidarlı oluklu borular, Aquarius Plus uPVC endüstriyel boru sistemleri, Aquasafe tarım basınçlı boruları ve GeoRex'in tarım için delikli yüzey altı drenajı ve yüksek yoğunluklu polietilen borular üretmektedir.
FINOLEX INDUSTRIES LTD	Hindistan	Finolex Industries Limited, Hindistan'da polivinil klorür (PVC) boru ve bağlantı parçaları ve PVC reçineleri üretmektedir. PVC reçine ve PVC boru ve ek parçaları olmak üzere iki alanda faaliyet göstermektedir. Bunlar, tarım basınçlı boruları ve bağlantı parçaları, kolon boruları, ASTM sıhhi tesisat boruları ve ek parçaları, klorlu PVC borular ve bağlantı parçaları, SWR boru ve bağlantı parçaları ile kanalizasyon borularından oluşmaktadır.
SHANDONG DONGHONG PIPE INDUSTRY CO LTD (A)	Çin	Shandong Donghong Pipe Industry Co., Ltd., Çin'deki boru hattı sistemlerinin araştırılması, geliştirilmesi, üretimi ve servisi ile uğraşmaktadır. SRTP boru sistemleri, polietilen borular, PVC borular, yalıtım borusu ve korozyon önleyici metal boruların yanı sıra boru bağlantıları üretmektedir.
SUPREME INDUSTRIES LTD	Hindistan	Supreme Industries Ltd plastik ürünler üretmektedir. uPVC borular, enjeksiyon kalıplı ve el yapımı bağlantı parçaları sunmaktadır.
ADVANCED DRAINAGE SYSTEMS INC	ABD	Advanced Drain Systems, Inc., Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Meksika ve uluslararası alanda inşaat ve tarım pazarlarında kullanılmak üzere termoplastik oluklu borular ve ilgili su yönetimi ürünleri ve drenaj

Sirket	Ülke	Faaliyet Konusu
DAIOS PLASTICS SA	Yunanistan	çözümleri tasarlar, üretip pazarlamaktadır. Tek, çift ve üçlü cidarlı oluklu polipropilen ve polietilen borular üretmektedir. Şirket tarımsal amaçlı plastik kaplama ve polietilen boru imalatı ve tedariki faaliyeti ile uğraşmaktadır.
CHINA GENERAL PLASTICS CORP	Tayvan	China General Plastics Corporation, Asya, Amerika Birleşik Devletleri, Okyanusya, Avrupa, Orta Doğu ve Afrika'da petrokimya ürünleri üretmekte ve pazarlamaktadır. VCM ürünleri ve PVC ürünleri alanlarında faaliyet göstermektedir. Şirket, çeşitli uygulamalarda kullanılmak üzere PVC reçineler sunmakta, yumuşak ve sert tip bileşiklerden oluşan PVC bileşik ürünler ile PVC borular ve bağlantı parçaları üretmektedir.
NAN YA PLASTICS CORP	Tayvan	Nan Ya Plastics Corporation, Tayvan, Çin ve Hong Kong, Amerika Birleşik Devletleri ve uluslararası alanda plastik ürünler, polyester elyaflar, petrokimya ürünleri ve elektronik malzemelerin üretimi ve satışı ile uğraşmaktadır. Şirket, plastik paletler, PVC streç filmler, PE streç filmler, CPP filmler, BOPP filmler, mühendislik ve PVC bileşikler, borular ve bağlantı parçaları, sert levhalar, PVC levhalar ve PVC sert levhalar üretmektedir.
OCEAN PLASTICS CO LTD	Tayvan	Ocean Plastics Co., Ltd., Tayvan, Hindistan, Amerika Birleşik Devletleri, Çin, Japonya ve uluslararası alanda plastik endüstrisi için plastik hammaddeler, ürünler ve arazi malzemeler üretir ve satır. Şirket, PVC boru, su besleme, drenaj ve kanalizasyon malzemelerini içeren PVC inşaat malzemeleri sunmakta, sert levha ve borularda, yalıtım malzemelerinde, vinil bantlarda, PVC levhalarda kullanım için PVC reçineler üretmektedir.

Tablo 74: Yurt Dışı Benzer Şirket Analizi

Sirket	Ülke	F/K	FD/FAVÖK
WESTLAKE CORP	ABD	13,71	7,15
ZHEJIANG WEIXING NEW BUILDING MATERIALS CO LTD	Çin	18,37	14,24
UPONOR OYJ	Finlandiya	27,84	12,33
TERAPLAST SA	Romanya	484,75	23,38
CHINA LESSO GROUP HOLDINGS LTD	Hong Kong	4,47	3,98
APOLLO PIPES LTD	Hindistan	58,53	27,77
PRINCE PIPES AND FITTINGS LTD	Hindistan	34,85	21,00
PRAKASH PIPES LTD	Hindistan	13,40	10,23
ASTRAL LTD	Hindistan	92,04	55,04
FINOLEX INDUSTRIES LTD	Hindistan	25,92	18,41
SHANDONG DONGHONG PIPE INDUSTRY CO LTD (A)	Çin	20,01	10,99
SUPREME INDUSTRIES LTD	Hindistan	51,30	35,39
ADVANCED DRAINAGE SYSTEMS INC	ABD	19,50	12,23
DAIOS PLASTICS SA	Yunanistan	9,61	8,32
CHINA GENERAL PLASTICS CORP	Tayvan	40,56	12,84
NAN YA PLASTICS CORP	Tayvan	97,92	22,30
OCEAN PLASTICS CO LTD	Tayvan	401,33	83,95
Ortalama		30,72	16,04
Medyan		22,97	12,84

Bu şirketler arasında uç değerleri elimine etmek için örneklem setinin standart sapması hesaplanmış ve bu standart sapmaya göre üst sınırdaki F/K çarpanları arasında 93,55 çarpan değeri üzeri ve 2,23 çarpan değeri altı hesaplamaya dahil edilmemiştir. Benzer şekilde

FD/FAVÖK hesaplamasında da 41,85 çarpan değeri üzeri ve 2,80 çarpan değeri altındaki değerler hesaplama dahil edilmemiştir. Bu şekilde hesaplanan değerlerden medyan değer kullanılmıştır.

Tablo 75: FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

TL	6A23 S12A
FAVÖK	219.865.323
Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı	12,84x
Net Finansal Borç / (Net Nakit Pozisyonu)	328.427.376
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri	2.494.645.990

Tablo 76: F/K Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

TL	6A23 S12A
Net Kâr	146.839.761
Benzer Şirketler F/K Çarpanı	22,97x
Benzer Şirketler Çarpanına Göre Hesaplanan Özsermaye Değeri	3.372.791.227

Söz konusu şirketlerin 29.09.2023 tarihi itibarıyla mevcut piyasa değerleri üzerinden hesaplanan FD/FAVÖK ve F/K çarpanları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Tablo 77: Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları

TL	Ağırlık	6A23 S12A Özsermaye Değeri
FD/FAVÖK	50,0%	2.494.645.990
F/K	50,0%	3.372.791.227
Özsermaye Değeri		2.933.718.609

FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına göre hesaplanan Firma Değeri net borç düzeltilmesinden sonra Yurt İçi Çarpan Analizinde kullanılan benzer oranlar kullanılmış ve Kuzey Boru için 2.933.718.609 TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

5.1.4. Nihai Piyasa Çarpan Analizi Değeri

Yurt içi ve yurt dışı seçilmiş benzer şirketler analizi sonucu hesaplanan değerler eşit ağırlıklı olarak dikkate alınmış ve Kuzey Boru için 2.763.202.599 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Tablo 78: Piyasa Çarpan Analizi Sonuçları

TL	Ağırlık	6A23 S12A Özsermaye Değeri
Yurt İçi Benzer	%50	2.592.686.589
Yurt Dışı Benzer	%50	2.933.718.609
Toplam Özsermaye Değeri		2.763.202.599

6. SONUÇ

Nihai Değerleme kapsamında Şirket için hesaplanan Piyasa Çarpanları Değerlemesi ve INA analizi ile hesaplanan Şirket değerleri, INA analizine %30 ve Piyasa Çarpan Değerlemesine %70 ağırlık verilerek Kuzey Boru için Halka Arz İskontosu öncesi Nihai Özsermaye Değeri **3.621.859.495 TL** ve %20,04 halka arz iskontosu ile Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri **2.896.000.000 TL** ve pay başında değer de **36,20 TL** olarak hesaplanmaktadır.

Tablo 79: Değerleme Sonucu

TL	INA Analizi	Piyasa Çarpanları Analizi
Özsermaye Değeri	5.625.392.253	2.763.202.599
Ağırlık	30%	70%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		3.621.859.495

Pay Başı Değer Hesaplaması - TL	
Halka Arz Öncesi Sermaye	80.000.000
Halka Arz İskontosu Öncesi Özsermaye Değeri	3.621.859.495
Halka Arz İskontosu (-)	20,04%
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri	2.896.000.000
Pay Başına Değer (TL)	36,20

TACİRLER
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Nispetiye Cad. Akmerkez B5 Kat: K.5 Etiler
Beşiktaş - İstanbul www.tacirler.com.tr
Tic. Sic. No: 270946 / Mersis: 081000030900007
Büyükdere Şubesi V.D. 545 506 6300

SERMAYE PİYASASI KURULU
ORTAKLAR FİNANSMANI DAİRESİ BAŞKANLIĞI
Eskişehir Yolu 8.Km No:156
06530 ANKARA

27/11/2023

Ref: 6342

Ek 1: Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Kuzey Boru A.Ş.'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 17.11.2023 tarihli ve 2023/1003 sayılı 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;

- Kurul'ca geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş olarak, değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen en az 10 çalışanı,
- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne,
- Değerleme çalışmalarını sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına,

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

Saygılarımızla,

TACİRLER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.


Sinan GÜNDÜZ
Genel Müdür Yardımcısı


S. Ayça ATALAY
Kurumsal Finansman
Müdürü

TACİRLER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

SERMAVE PİYASASI KURULU
ORTAKLAR FİNANSMANI DAİRESİ BAŞKANLIĞI
Eskişehir Yolu 8.Km No:156
06530 ANKARA

27/11/2023

Ref: 6343

Ek 2: 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, İzahname'nin bir parçası olan 17.11.2023 tarihli ve 2023/1003 Kuzey Boru A.Ş. için hazırlanan 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,

TACİRLER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.


Sinan GÜNDÜZ
Genel Müdür Yardımcısı


S. Ayça ATALAY
Kurumsal Finansman Müdürü