

Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş. (CGCAM)

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu



İçindekiler	Sayfa
Şirket Hakkında Özet Bilgi	3
Halka Arz Özeti	7
Halka Arz Gelirinin Kullanımı	8
Halka Arz Bilgileri	9
Kullanılan Değerleme Yöntemleri	10
Fiyat Tespit Raporu Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüş	13
Finansal Tablolar	14
Uyarı Notu	16

Şirket Hakkında

- Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi 20.09.1994 tarihinde kurulmuş olup ana faaliyet konusu cam işleme ve cam ticaretidir. Şirket ağırlıklı Şişecam olmak üzere, çeşitli tedarikçilerden cam olarak aldığı ürünleri işleyerek ev ve ticari beyaz eşya grubu camlar ile enerji camları üretmektedir. Ayrıca cam ticareti kapsamında Şişecam tarafından üretilen, ithal edilen ve/veya ticareti yapılan ürünler, bayii sıfatıyla gerçek ve tüzel kişilere satılmaktadır.
- Şirket, her türlü mamül ya da yarı mamül cam, ısı cam, sertleştirilmiş emniyet camı, oto camı dahil temperli düz cam imalatı ve cam ürünlerinin imalatı, işlenmesi, ticareti ile ithalat ve ihracatının yapılması ve ilgili tüm ticari ve endüstriyel faaliyetleri gerçekleştirir. Üretimini gerçekleştirdiği ürünler arasında ticari soğutucu camları, enerji camları bulunmakta olup, cam ticareti de yapmaktadır. Cam işleme tesislerinde yapılan uygulamalar; kesim, rodajlama, delik delme, serigrafi baskı, bombe ve düz temperleme, ısı yalıtım camı, cam materyal yapıştırma olarak sıralanabilir.
- Şirket'in ürün kompozisyonu temel olarak, **(i)** ticari camlar, **(ii)** ev ve ticari beyaz eşya grubu camlar ve **(iii)** enerji camları olmak üzere 3 ana ürün grubundan oluşmaktadır. Ticari camlar ana ürün grubu kendi içerisinde **(i)** düz cam, buzlu cam, **(ii)** ayna, **(iii)** lamine ve **(iv)** kaplama cam olarak dört alt gruba, ev ve ticari beyaz eşya grubu camlar kendi içerisinde **(i)** soğutucu camları (ticari soğutucu camlar ve beyaz eşya camları) olarak; enerji camları ise kendi içerisinde **(i)** (güneş enerji santralinde kullanılan panellerin) PV modül camları (PV panel camları), **(ii)** termal ısıtıcı camları (termal kollektör camlar) ve **(iii)** sera camları olmak üzere 3 alt ürün grubuna ayrılmaktadır.
- Şirket 30.09.2024 itibarıyla Kuyucak'ta bulunan 17 bin m²'si kapalı olmak üzere toplam 20 bin m² alanda ağırlıklı ev ve ticari beyaz eşya grubu camları ile enerji camları, Manisa OSB'de bulunan 41 bin m² üzerine kurulu 36 bin m² kapalı alanda enerji camları işleme faaliyetleri gerçekleştirmektedir.
- Ayrıca Şirket, Manisa OSB 6. kısımda kendisine tahsis edilen 30 bin m² araziye satın almış olup, söz konusu arsa üzerinde 2024 yılı Aralık ayı itibarıyla yatırıma başlanması öngörülmektedir. 30.09.2024 itibarıyla Şirket bünyesinde 319 kişi mavi yaka ve 43 kişi beyaz yaka olmak üzere toplam 362 personel istihdam edilmektedir.

- Manisa OSB'ye kurulan 2,6 MWp çatı GES, 2024 yılı Ekim ayı itibarıyla elektrik üretimine başlamıştır. Çatısında 1,1 MWp kurulu GES'i olan Nazilli OSB tesisinde cam ticareti yapılmakta olup, Şirket aynı zamanda Şişecam'ın yetkili bayisidir.
- Şirket'in ana hedefi, katma değerli ürünlerin üretiminde ve çeşitliliğinde bir artış sağlamaktır. Şirket, camın enerji verimliliği, güvenlik, estetik ve diğer özelliklerini iyileştirerek, müşterilerine daha yüksek değer sunmayı amaçlamaktadır. Şirket, bu stratejiyi hayata geçirmek için, Ar-Ge faaliyetlerine yoğun bir şekilde yatırım yapmayı planlamaktadır.
- Şirket, beyaz eşya camları bakımından iki ana ürün grubu olan **(i)** ticari soğutucular ve **(ii)** ev eşyası ürün gruplarında beyaz eşya camları üretmekte olup özellikle ticari soğutucular bakımından üretmekte olduğu beyaz eşya camları kapsamında büyümeyi hedeflemektedir. Ek olarak Şirket, sera camı üretimlerini de arttırmayı hedeflemektedir. Özellikle depolamalı GES lisanslarının artmasıyla artacak solar panel talebine cevap vermek amacıyla Manisa OSB'de yapılan temper öncesi otomasyon yatırımı tamamlanarak devreye alınmıştır.
- Şirket, marka tanınabilirliğini ve Şirket'in ürünlerine yönelik global talebi potansiyel olarak arttırmayı, dolayısıyla ihracat pazarını genişletmeyi amaçlamaktadır. Şirket hedef pazarlarda etkili bir pazarlama ve satış stratejisi oluşturmayı planlamaktadır. Bu strateji, marka tanınabilirliğini artırma, müşteri tabanını genişletme ve sonuç olarak ihracat gelirlerini artırma potansiyeli taşımaktadır. 30.09.2024 itibarıyla ihracatın toplam ürün cirosu içerisindeki payı %4,6 olarak gerçekleşmiş, ağırlığı Avrupa olmak üzere toplam 28 ülkeye ihracat gerçekleştirmiştir.

Üretim Tesisi, Kapasite ve Ürünler

1. Kuyucak Tesisi (Merkez)

- 1995 yılında kurulan Kuyucak Tesisi 'nde ağırlıklı ev ve ticari beyaz eşya grubu camları (ev tipi buzdolabı camları, fırın camları, dikey şişe soğutucu dolabı camları, market tipi soğutucu camları, dondurma dolabı camları) ile enerji camları işleme faaliyetleri gerçekleştirilmektedir. yıllık işleme kapasitesi, 2.551.678 m²/yıl'dır. Kuyucak Tesisi, 17 bin m² ' si kapalı olmak üzere toplam 21 bin m² alana kuruludur.

2. Nazilli OSB Tesisi (Elleçleme Merkezi ve Depo)

- Nazilli OSB Tesisi ağırlıklı depo ve elleçleme tesisi olarak kullanılmakta olup; ticari camlar ana ürün grubunda yer alan ürünler olan düzcam, buzlu cam, ayna, lamine ve kaplamalı cam ürünleri bakımından cam ticareti, dağıtım ve GES faaliyetleri gerçekleştirilmektedir. Şirket, Haziran 2023 'te tamamladığı 1,1 MWp çatı GES yatırımı ile Nazilli OSB Tesisi'nin enerji ihtiyacını karşılamaktadır.
- Nazilli OSB Tesisi; tüm altyapı, ekip ve ekipmanları ile modern bir elleçleme merkezidir. Şirket, Şişecam'dan tedarik ettiği çeşitli ebat, kalınlık ve çeşitlerdeki (düz, buzlu, kaplamalı, lamine, ayna) 300'ün üzerinde farklı ürünü, sahip olduğu 2 adet jumbo tır ve 2 adet kamyon aracılığıyla bölgeye dağıtmaktadır.

3. Manisa OSB Tesisi

- Manisa OSB Tesisi'nde yenilenebilir enerjinin temel ürün grupları arasında yer alan enerji camları işleme faaliyetleri gerçekleştirilmektedir. Manisa OSB Tesisi, 2022 yılı Haziran ayından itibaren kademeli olarak faaliyete başlamış olup, 41 bin m² üzerine kurulu 36 bin m² kapalı alanda enerji camları imalatı gerçekleştirmektedir. Tesis, Kuyucak tesisinden farklı olarak; çiftcamlı-bifacial solar panellerinde kullanılan 2 mm kalınlıkta solar enerji camlarını da işleyebilecek yetkinlik ve hassasiyete sahiptir.
- Manisa OSB Tesisi; lazer işleme hatları, anti reflektif kaplama hatları, 60m uzunluğu, 5.000.000 m² ve üzeri cam işleme kapasitesi ile Türkiye'nin en büyük temper fırınları arasında yer almaktadır. Manisa OSB Tesisi, yılın 12 ayı 3 vardiya çalışmakta olup kapasite raporuna göre yıllık 5.127.447 m² temperli cam işleme yapılmaktadır. Manisa OSB Tesisi çatısı için 2,6 MWp çatı GES sistemi kurulumu tamamlanmış olup 2024 yılı Ekim ayı itibarıyla elektrik üretimi başlamıştır.

4. Manisa OSB -2 Arsası

- Çağdaş Cam, 24.01.2022 tarihinde, Manisa OSB 6. kısımda kendisine tahsis edilen 30 bin m² araziyi satın almıştır. Bahsi geçen arazi üzerinde fabrika ve cam işleme tesisi yapılması planlanmakta olup İnşaat çalışmaları 2024 yılı Aralık itibarıyla başlayacaktır. Finansal tablolarda Maddi Duran Varlıklar altında sınıflanan arsanın 30.09.2024 itibarıyla defter değeri 334,8 milyon TL ve SPK tarafından yetkilendirilmiş kuruluş tarafından hazırlanan değerlendirme raporu ile tespit edilen rayiç değeri ise 465,0 milyon TL'dir. Bu varlığa ilişkin 30.09.2024 itibarıyla bilançoda yer alan borç tutarı ise 59,3 milyon TL'dir.

Halka Arz Özeti

- Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin çıkarılmış sermayesinin tamamı nakden karşılanmak suretiyle 137.000.000 TL'den 168.000.000 TL'ye çıkarılması neticesinde ihraç edilecek olan 31.000.000 TL ve Şirket'in mevcut ortaklarından Ömer Seyfettin Piriñ'e ait 11.000.000 TL olmak üzere toplam 42.000.000 TL nominal değerli 42.000.000 adet B Grubu payın halka arzı suretiyle gerçekleştirilecektir.
- Halka arz edilen payların nominal değeri 42.000.000 TL olup, Şirket'in halka açıklık oranı çıkarılmış sermayesine oranı %25.0 olacaktır. Ek satış planlanmamaktadır.

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortak	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		
		Sermayedeki Payı (TL)	Sermayedeki Payı (%)	Sermayedeki Payı (TL)	Pay Grubu	Sermayedeki Payı (%)
Ömer Seyfettin Piriñ	A	10,960,000	8.00%	10,960,000	A	6.52%
	B	43,840,000	32.00%	32,840,000	B	19.55%
Serdar Raşit Piriñ	A	5,480,000	4.00%	5,480,000	A	3.26%
	B	21,920,000	16.00%	21,920,000	B	13.05%
Raşit Piriñ	A	5,480,000	4.00%	5,480,000	A	3.26%
	B	21,920,000	16.00%	21,920,000	B	13.05%
Betül Piriñ Yıldız	A	5,480,000	4.00%	5,480,000	A	3.26%
	B	21,920,000	16.00%	21,920,000	B	13.05%
Halka Açık	B			42,000,000	B	25.00%
Sermaye Artışı				31,000,000	B	18.45%
Ortak Satışı				11,000,000	B	6.55%
Toplam		137,000,000	100.0%	168,000,000		100.0%

Kaynak: Şirket İzahname

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

- Şirket paylarının halka arzı ile Şirket özkaynak yapısının güçlendirilmesi, Şirket değerinin ortaya çıkması, kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi, marka bilinirliği ve tanınırlığının pekiştirilmesi, kurumsal yönetim, şeffaflık ve sürdürülebilirlik ilkelerinin daha güçlü şekilde uygulanması hedeflenmektedir.
- Halka arz sermaye artırım ve ortak satışı yöntemleriyle gerçekleştirilecek olup, ortak satışı ile elde edilecek kaynağın kullanımı ortakların tasarrufunda olacaktır. Şirket sermaye artırım ile gerçekleşecek halka arzdan net 585.000.000 TL net gelir elde edecektir.
- Şirket tarafından sermaye artırım yoluyla gerçekleştirilecek halka arzdan sağlanacak net gelirin; %30 - %35'nin Bina ve İnşaat Yatırımı, %12 - %16'sının Makine ve Ekipman Yatırımı, %10 - %15'nin Çatı üzeri ve Arazi GES Yatırımı, %1 - %3'nün Verimlilik Arttırıcı Dijital ve Yalın Üretim Dönüşümü, %36 - %42'sinin ise İşletme Sermayesinde kullanılması amaçlanmaktadır.

Kullanım Yeri	Kullanıma İlişkin Yüzdese Aralık (%)
Bina ve İnşaat Yatırımı	30-35
Makine ve Ekipman Yatırımı	12-16
Çatı Üzeri ve Arazi GES Yatırımı	10-15
Verimlilik Arttırıcı Dijital ve Yalın Üretim Dönüşümü	1-3
İşletme Sermayesi	36-42

Kaynak: Şirket İzahname

- Şirket, halka arz neticesinde elde edilecek fonun yukarıda belirtilen alanlarda kullanmayı planlanmakta olup, döviz kuru, faiz oranlardaki yüksek oynaklık seviyesi ve diğer ekonomik göstergeler dikkate alınarak, belirtilen tahsis oranlarını, yukarıda belirtilen kategoriler arasında en fazla %10 oranında artırmak veya azaltmak durumunda kalabilecektir.
- Şirket, halka arzdan elde edeceği fonu, yukarıda yer alan alanlara kullanmaya başlayana kadar vadeli mevduat, yurtiçi ve yurtdışı borçlanma senetleri, yatırım fonları gibi menkul kıymet alımları ve/veya fonun değerini korumak adına benzer korumayı sağlayabilecek herhangi başka bir surette değerlendirebilecektir.

Halka Arz Bilgileri

İhraççı	Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi A.Ş.
Hisse Kodu	CGCAM
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	137.000.000 TL
Halka Arz Yapısı (Nominal)	Sermaye Artırımı : 31.000.000 TL Ortak Satışı : 11.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	25%
Halka Arz Fiyatı	20.0 TL
Halka Arz Büyüklüğü	840.000.000 TL
Halka Arz Tarihi	11-12 Aralık 2024 (Çarşamba-Perşembe)
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntem	Borsada Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Satmama Taahhüdü	Şirket ve ortaklar için 1 yıl
Fiyat İstikrarı	30 gün boyunca gerçekleştirilmesi planlamaktadır, brüt halka arz gelirinin %20'si kadar

Kaynak: Şirket İzahname

Kullanılan Değerleme Yöntemleri

- Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin için Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda uygulanan %27,80 halka arz iskontosu sonrasında Halka Arz Fiyatı 20,00TL olarak belirlenmiştir.
- Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin pay başına değerinin tespit edilmesinde, **Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi** yöntemi kullanılmıştır. Çarpan Analizi'nde; emsal şirket grubu olarak BIST Sınai Endeksi (**XUSIN**) kapsamındaki şirketler incelenmiştir. Değerleme tarihi itibarıyla 20 milyar TL'nin altında piyasa değeri olan BIST-Sınai Endeksi'ne dahil şirketler dahil edilmiştir.
- Çarpan Analizi kapsamında Çağdaş Cam paylarının değerinin tespit edilmesinde; Firma Değeri/FAVÖK (**FD/FAVÖK**) ve Fiyat/Kazanç (**F/K**) çarpanları kullanılmıştır. Hesaplamalarda, FAVÖK ve Net Kar tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0 'ten ve F/K çarpanı 35,0'ten büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır.
- Çağdaş Cam'ın net finansal borç pozisyonu 30.09.2024 itibarıyla 99,9 milyon TL'dir. Çağdaş Cam, 24.01.2022 tarihinde, Manisa OSB 6. kısımda kendisine tahsis edilen 30 bin m2 araziyi satın almıştır. Bilançoda Maddi Duran Varlıklar altında sınıflanan arsanın değerlendirme raporu ile tespit edilen rayiç değeri 465,0 milyon TL'dir. Söz konusu arsanın değeri ve üzerinde 2024 yılının Aralık ayı itibarıyla inşaat fazı başlayan yatırıma ilişkin potansiyel değer, muhafazakar yaklaşımla şirket değeri tespitinde dikkate alınmazken, arsaya ilişkin borçlar (diğer borçlar altında) Net Borç hesaplamasına dahil edilmiştir.
- Çarpan Analizi Yöntemi'nde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına göre şirket değerleri eşit ağırlıkla dikkate alınmıştır.

Çağdaş Cam - Özet Finansal Veriler (mn TL)

Son 12 Ay FAVÖK	493,9
Net Finansal Borç	99,9
Son 12 Ay Net Kar	200,6

Seçilmiş BİST Sınai Endeksi Şirketleri	Çarpan	Ağırlık	Şirket Değeri
FD/FVAÖK	8,2x	50%	3,966
F/K	13,2x	50%	2,638
Çarpan Analizi Yöntemi (mn TL)		100%	3,302

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) yönteminde; mevcut durumda yüksek seyretmekle birlikte gelecek dönemlerde azalması beklenen enflasyonun etkilerini doğru olarak yansıtmak üzere; 2024/4Ç — 2030 dönemlerini içeren projeksiyonlar kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiştir.
- Manisa OSB 6. kısımda kendisine tahsis edilmiş olan arazi üzerinde ve Manisa OSB tesisine bitişik konundaki, 9 bin metrekare büyüklüğünde yatırımı tamamlanmış fabrika binasında herhangi bir yatırım ve bu yatırımlardan elde edilecek nakit akışlarının şirket değerine potansiyel katkısı öngörülmemiştir.
- Ayrıca ticari soğutucu ve enerji camları toplam hacimlerinde; 2021'den 2023'e toplam %78'e varan artış göz önünde bulundurulduğunda, projeksiyon dönemlerinde satış hacimlerinde oldukça sınırlı bir artış öngörülmüştür.
- Şirket'in 2021 — 2022 - 2023 ve 2024/09 dönemlerinde sırasıyla % 26,9, %24,9, %22,1 ve %20,2 seviyelerinde seyreden FAVÖK marjlarının, 2024'ün son 3 ayında %19,3 ve 2024'ün tamamında % 20,0 olarak gerçekleşeceği öngörülmektedir. FAVÖK marjlarının, 2025 ve sonrasında ise satış fiyatlarının normalleşmesi, üretim miktarlarındaki artışlar ve yapılan yatırımların etkileri ile birlikte kademeli olarak %22,7 'den %25,8 seviyelerine ulaşacağı öngörülmüştür.
- 2021 — 2024/09 dönemlerinde Şirket'in net ticari işletme sermayesinin net satışlarına oranı ortalama %16 seviyelerinde olup, projeksiyon döneminde solar cam ağırlığının artması ile iyileşeceği beklenmekle birlikte mevcut seviyelerinin korunacağı varsayılmıştır.
- Kurumlar Vergisi Kanunu'nda yapılan düzenleme ile 2023 yılından başlamak üzere kurumlar vergisi oranı %25,0 olarak belirlenmiştir. düzenleme kapsamında; imalattan elde edilen gelirler için ise 100 baz puanlık kurumlar vergisi indirimi korunmuştur. Değerlemede, Şirket'in ağırlıklı ortalama kurumlar vergisi oranı %24,2 olarak hesaplanmıştır.
- Değerlemede; payların ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranının 2,0 puan indirimli uygulanması dikkate alınmamıştır.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında, 2024 ve sonrasında Risksiz Getiri oranı belirlenirken, her yıl için öngörülen TÜFE üzerinden hesaplanan %10,0 seviyesinde ek getiri (reel faiz) öngörüsü yapılmıştır. Risk Primi, %5,50, Beta değeri olarak 1,00 alınmıştır.

- Şirket'in Borçlanma Faizi 2024 yılında %52,6 olarak öngörülürken, 2024 sonrasında borçlanma maliyeti öngörüsünde Risksiz Getiri üzerinden hesaplanan prim öngörülmüştür. Şirket'in mevcut borçlanma imkanları değerlendirilerek söz konusu prim 2024-2030 yıllarında %10 olarak öngörülmüştür.
- Özkaynak Borç oranı olarak, 2024 yılında 30.09.2024 seviyesi olan %91,8 Özkaynak — %8,2 Borç olarak dikkate alınmış, 2025 ve sonrasında hedef %75 Özkaynak %25 Borç oranında devam edeceği dikkate alınmıştır.
- Çağdaş Cam'ın İNA için hesaplanan net finansal borç pozisyonu 30.09.2024 itibarıyla 65,7 milyon TL'dir. Çarpan Değerlemesi için hesaplanan Net Borçtan farklı olarak TFRS-16 düzenlemesi kapsamındaki Finansal Kiralamalara İlişkin Borçlar da dikkate alınmıştır.
- Projeksiyonların son dönemi olan 2030'da enflasyon beklentisi %11,0 seviyesinde olmasına karşın devam eden değer büyüme oranı muhafazakar yaklaşımla %5,0 olarak dikkate alınmıştır.
- Sonuç olarak İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %20,0 ve Çarpan Analizi'ne %80,0 ağırlık verilerek Çağdaş Cam'ın Şirket Değeri 3.795 milyon TL ve Birim Pay Değeri 27,70 TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %27,8 halka arz iskontosu uygulanarak Halka Arz Şirket Değeri 2.740 milyon TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 20,00 TL olarak belirlenmiştir.**

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri (mn TL)	Ağırlık	Birim Pay Değeri (TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	5,768	20.00%	42,10
Piyasa Çarpanları Yöntemi	3,302	80.00%	24,10
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	3,795		27,70
Halka Arz İskonto Oranı	27.80%		
Halka Arz Şirket Değeri	2,740		20,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Fiyat Tespit Raporu Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüş

Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş için Deniz Yatırım Menkul Kıymetler AŞ tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu detaylıca incelenmiştir:

- Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun (FTR) kapsamlı, net ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Değerleme yöntemleri ve projeksiyonlar yeterince açıklanmıştır.
- Fiyat tespit raporunda kullanılan Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemlerini ve verilen ağırlıkları makul buluyoruz.
- Çarpan Analizinde BIST Sınai Endeksi kapsamındaki şirketler incelenmesini FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının esas alınmasını uç değerleri olan çarpanların elenmesini ayrıca çarpanlar için medyan kullanılmasının değerlemeyi daha makul yaptığını düşünüyoruz.
- INA değerlemesinde projeksiyon dönemi boyunca gelir varsayımlarını ve FVAÖK ve FVAÖK marjı öngörülerini makul buluyoruz.
- Şirket'in inşaatı Aralık ayında başlayacak olan Manisa OSB 6. Kısım'daki 30 bin m² arsası üzerinde planlanan üretim tesisi yatırımının projeksiyonlara dahil edilmemesini muhafazakar bir yaklaşım olduğunu düşünüyoruz.
- **Sonuç olarak, kullanılan metotlar ve sonuçları incelendiğinde Halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden %27,80 halka arz iskontosu uygulanan ve 20,00TL olarak hesaplanan halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.**

BİLANÇO (TL)	2021	2022	2023	9A24
VARLIKLAR				
DÖNEN VARLIKLAR				
Nakit ve Nakit Benzerleri	237.124.187	212.749.801	29.626.314	82.670.161
Finansal Yatırımlar	1.488.590	6.728.356	221.905.967	58.875.029
Ticari Alacaklar	207.406.385	436.607.178	384.788.890	378.711.841
Diğer Alacaklar	11.224.998	9.661.988	4.715.257	6.228.943
Stoklar	97.047.764	198.802.920	204.586.894	286.626.872
Peşin Ödenmiş Giderler	15.651.417	41.015.759	6.612.777	21.339.786
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	13.395.253	13.956.720	31.954.018	12.229.172
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	583.338.594	919.522.723	884.190.117	846.681.804
DURAN VARLIKLAR				
Finansal Yatırımlar	12.243.303	12.243.303	-	-
Diğer Alacaklar	11.120	6.770	4.108	3.024
Kullanım Hakkı Varlıkları	21.219.277	22.117.498	8.965.026	40.588.918
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	18.320.156	17.861.179	80.580.106	81.751.647
Maddi Duran Varlıklar	566.638.906	994.682.694	2.149.725.978	2.244.901.908
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	22.317.777	31.134.339	46.673.898	62.087.007
Peşin Ödenmiş Giderler	1.532.115	31.359.356	3.792.877	13.730.703
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.843.830	3.690.931	3.392.540	4.103.824
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	644.126.484	1.113.096.070	2.293.134.533	2.447.167.031
TOPLAM VARLIKLAR	1.227.465.078	2.032.618.793	3.177.324.650	3.293.848.835
KAYNAKLAR				
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	4.134.117	9.726.382	115.687.275	42.225.385
Uzun Vadeli Borçlanmaların KV Kısımları	101.179.204	79.779.862	58.224.145	58.420.407
Ticari Borçlar	71.357.347	124.355.581	152.481.145	212.129.906
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4.250.498	6.514.862	11.354.002	10.592.376
Diğer Borçlar	43.246.557	108.943.154	41.952.480	39.328.523
Ertelenmiş Gelirler	59.482.402	199.594.661	53.454.862	45.669.800
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	28.963.602	50.344.475	52.823.739	22.573.545
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.191.265	725.187	440.113	323.946
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	313.804.992	580.383.164	486.417.761	431.263.888
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	290.173.422	136.634.712	62.070.590	53.864.697
Diğer Borçlar	-	173.356.877	71.594.787	37.213.440
Uzun Vadeli Karşılıklar	3.961.116	4.974.710	6.375.669	10.581.214
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	56.990.535	12.619.673	288.712.891	317.155.965
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	351.125.073	327.585.973	428.753.935	418.815.316
ÖZKAYNAKLAR				
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	562.535.013	1.124.649.656	2.262.152.954	2.443.769.631
Ödenmiş Sermaye	4.500.000	4.500.000	137.000.000	137.000.000
TOPLAM KAYNAKLAR	1.227.465.078	2.032.618.793	3.177.324.650	3.293.848.835

Kaynak: Şirket İzahname

KAR VEYA ZARAR TABLOSU (TL)	2021	2022	2023	9A23	9A24
Hasılat	1.159.626.936	2.326.194.614	2.180.439.820	1.821.354.569	1.534.936.523
Satışların Maliyeti (-)	(864.998.598)	(1.695.788.354)	(1.674.472.999)	(1.454.182.955)	(1.112.447.724)
BRUT KAR/ZARAR	294.628.338	630.406.260	505.966.821	367.171.614	422.488.799
Genel Yönetim Giderleri (-)	(45.384.506)	(41.037.390)	(66.406.753)	(53.494.657)	(92.923.601)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(38.972.962)	(71.816.008)	(76.653.093)	(70.166.000)	(91.648.900)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	105.242.889	58.743.203	96.871.246	76.472.044	49.063.989
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(28.300.527)	(35.311.828)	(25.330.738)	(46.363.428)	(12.011.591)
ESAS FAALİYET KARI	287.213.232	540.984.237	434.447.483	273.619.573	274.968.696
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	17.580.684	23.859.634	120.022.934	57.582.654	45.877.760
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(565.956)	(193.188)	(9.209.777)	(8.087.003)	(2.361.829)
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI / ZARARI	304.227.960	564.650.683	545.260.640	323.115.224	318.484.627
Finansman Gelirleri	-	-	-	1.867.826	3.315.632
Finansman Giderleri (-)	(7.718.915)	(70.464.812)	(50.150.195)	(37.555.823)	(59.657.481)
Parasal Kazanç/Kayıp	12.980.520	71.957.040	(112.705.886)	5.097.319	(66.904.412)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ (ZARARI)	309.489.565	566.142.911	382.404.559	292.524.546	195.238.366
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / (Gideri)	(58.655.141)	(4.101.952)	(58.136.826)	(14.743.649)	(41.134.419)
- Dönem Vergi Gelir / (Gideri)	(28.963.602)	(50.344.476)	(52.823.739)	(6.007.683)	(22.573.545)
- Ertelenmiş Vergi Gelir / (Gideri)	(29.691.539)	46.242.524	(5.313.087)	(8.735.966)	(18.560.874)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ (ZARARI)	250.834.424	562.040.959	324.267.733	277.780.897	154.103.947
Ana Ortaklık Payları	250.834.424	562.040.959	324.267.733	277.780.897	154.103.947

Kaynak: Şirket İzahname

UYARI NOTU

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş

Nispetiye Mahallesi

Barbaros Bul. Çiftçi Towers Kule 1,

34340 Beşiktaş / İstanbul

Telefon: 212 384 11 21

E-mail: arastirma@garantibbva.com.tr