

**DOFER YAPI MALZEMELERİ SANAYİ VE
TİCARET A.Ş.**



**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN
VARSAYIMLARA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU
(01.01.2023-30.09.2023)**

01.12.2023

İÇİNDEKİLER

| | <u>Sayfa</u> |
|--|--------------|
| 1. ŞİRKETİ TANITICI BİLGİLER | 2 |
| 2. RAPORUN KONUSU | 2 |
| 3. DEĞERLEME ANALİZİ | 3 |
| 3.3.1 Varsayımlar | 9 |
| 3.3.2 Gelir Tablosu Projeksiyonu | 10 |
| 3.3.3 İşletme Sermayesi İhtiyacı | 11 |
| 3.3.4 Yatırım Harcamaları ve Amortisman | 12 |
| 3.3.6 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) | 12 |
| 3.3.7 İndirgenmiş Nakit Akımları | 13 |
| 4. DEĞERLENDİRME ve SONUÇ..... | 14 |

1. ŞİRKETİ TANITICI BİLGİLER

Dofer Yapı Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Şirket)'ni tanıtıcı özet bilgiler aşağıda verilmektedir:

- Ticaret Unvanı: Dofer Yapı Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
- Merkez Adresi: Turgut Özal 2 Bulvarı No:34 Dofer Plaza, Altındağ/ANKARA
- Şube Adresleri:
 - Ankara Fabrika: Başkent Organize San. Bölğ. Malıköy Temelli/ANKARA
 - Karabük Fabrika: Karabük OSB, Organize Sanayi Yolu Caddesi, No:1/3 Merkez KARABÜK
- Faaliyet Konusu: Şirket, her türlü inşaat malzemelerinin her türlü safhasında üretimini, pazarlamasını, dağıtımını, ticaretini, komisyonculuğunu yapmak, her çeşit ve her türlü üretim safhasında sıhhi tesisat, elektrik malzemesi, saç, boru, profil, çivi, hırdavat ve benzeri malzemenin üretimi ve ticaretini yapmaktadır.
- Kurumsal İnternet Sitesi: www.dofer.com.tr
- Telefon: 0312 319 46 71
- E-posta: dofer@dofer.com.tr
- Kayıtlı Sermaye Tavanı: 200.000.000 TL
- Çıkarılmış Sermayesi: 55.750.000 TL
- Sermaye Piyasası Araçlarının İşlem Gördüğü Borsa / Pazar: Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Ana Pazar
- Ticaret Sicil Müdürlüğü ve Sicil Numarası: Ankara - 209975
- Vergi Dairesi: Dışkapı Vergi Dairesi Müdürlüğü, ANKARA
- Vergi No: 302 043 37 63

2. RAPORUN KONUSU

Sermaye Piyasası Kurulu (Kurul)'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29.Maddesi'nin beşinci fıkrasında "Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir." hükmü yer almaktadır.

Şirketimiz payları 16 Ekim 2023 tarihinde Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Ana Pazar'da işlem görmeye başlamış olup, Kurul düzenlemeleri çerçevesinde, paylarının Borsada işlem görmeye başlamasından sonra hazırlanan 01.01.2023-30.09.2023 dönemine ilişkin bağımsız denetimden geçmemiş finansal tablolarının 30 Ekim 2023 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nda açıklanmasını takiben konuya ilişkin ilk değerlendirme raporu yayınlanacaktır.

Bu defa, Şirketimizin 01.01.2023-30.09.2023 ara hesap dönemine ilişkin bağımsız denetimden geçmemiş finansal raporları 30 Ekim 2023 tarihinde KAP'ta kamuya açıklandığından işbu Rapor, anılan Tebliği hükmü çerçevesinde halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların 30.09.2023 tarihi itibarıyla gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içermek amacıyla düzenlenmiştir.

Kurul'un II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği hükümlerine uyum amacıyla Şirket Yönetim Kurulu'nun 30 Ekim 2023 tarihli toplantısında, Yönetim Kurulu Komiteleri oluşturulmuş ve bu Komitelerin görev esasları belirlenmiştir. Bu itibarla, Pay Tebliği'nin 29.Maddesi'nin beşinci fıkrası uyarınca, işbu Rapor Şirketimiz "Denetim Komitesi" tarafından hazırlanmıştır.

3. DEĞERLEME ANALİZİ

3.1 Değerlemede Kullanılan Yöntemler

İşbu Fiyat Tespit Raporu, SPK'nın III-62.1 Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS)'na uygun şekilde hazırlanmıştır. Buna göre firma değerlemelerinde üç temel yaklaşım uygulanabilir. Bu yöntemler şu şekilde sıralanabilir:

1. Pazar Yaklaşımı
2. Gelir Yaklaşımı
3. Maliyet Yaklaşımı

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi
2. Gelir Yaklaşımı: İNA Analizi

İNA Analizi yöntemi, birçok varsayıma dayanarak Şirket'in faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket spesifik riskleri de barındırarak etraflı bir değerlendirme imkânı sunar.

Çarpan Analizi yöntemi ise Borsada işlem gören benzer şirketlerin güncel değerleriyle kıyaslama imkânı vererek, birçok varsayıma bağlı yapılan İNA Analizi yöntemini teyit edici özellik taşır.

Bu kapsamda, sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilen ve uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.

Yukarıda da belirtildiği üzere bu iki yaklaşım haricinde Uluslararası Değerleme Standartları içinde Maliyet Yaklaşımı yöntemi de mevcut olup, bu yöntem bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değeri belirlemektedir. Bu yaklaşım, Dofer Yapı'nın faaliyet gösterdiği sektörün yapısı göz önüne alındığında Şirket'in mevcut varlıklarının ikame veya yeniden üretim maliyetlerinin piyasadaki verilerle hesaplanma zorluğundan ve Şirket'in değerini doğru şekilde yansıtamayacağından kaynaklı değerlendirme yöntemi olarak tercih edilmemiştir.

3.2. Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

Pazar Yaklaşımı kapsamında Borsa'da işlem görüp Dofer Yapı ile benzer özellikler gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak Firma Değeri'nin saptanması için "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında, Şirket'e benzer şirketlerin piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Bu yöntem, etkin işleyen piyasalarda payların rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

Yurt içi benzer şirketler olarak BIST METAL ANA endeksi ile BIST100 endeksinde faaliyet gösteren şirketlerin 30.06.2023 tarihi itibarıyla son 12 aylık verileri üzerinden hesaplanan güncel çarpanları dikkate alınmıştır. (Kaynak: Finnet).

Ayrıca, çarpan analizine yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin 30.06.2023 tarihi itibarıyla son 12 aylık verileri üzerinden hesaplanan güncel değerlendirme çarpanları dikkate alınmıştır. (Kaynak: Bloomberg).

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamında değerlendirme için uygun olduğu değerlendirilen temel çarpanlardan olan Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK), Fiyat / Kazanç (F/K), Firma Değer / Net Satışlar (FD/Satışlar) ve Piyasa Değeri / Özkaynak (Defter) Değeri (PD/DD) çarpanlarının uç değerler dikkate alınarak hesaplanmış medyana ağırlıklandırılarak dikkate alınmıştır.

Buna göre, belirlenen halka açık şirketlerin 06.09.2023 tarihi itibarıyla kapanış verileri hesaplamaya dahil edilmiştir.

Ayrıca, Şirket'in 30.06.2023 tarihli finansallarından:

- Kısa vadeli ve uzun vadeli finansal borçlardan nakit ve nakit benzerleri çıkarıldığında Şirket 30.06.2023 itibarıyla 88.335.385 TL net borç pozisyonundadır.
- Şirket'in ilgili dönem itibarıyla son 12 aylık FAVÖK'ü 75.480.466 TL olarak hesaplanmıştır. (FAVÖK = Brüt Kar – Faaliyet Giderleri* + Amortisman).

* Faaliyet giderleri "genel yönetim giderleri" kaleminden oluşmakta olup, kur farkı gelir/giderleri gibi faaliyetlerle doğrudan bağlantılı olmayan kalemler içeren "esas faaliyetlerden diğer gelirler" ile "esas faaliyetlerden diğer giderler" kalemleri hesaplamaya dahil edilmemiştir.

3.2.1 Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

Seçilmiş yurt dışı benzer şirketler aşağıdaki tabloda sıralanmıştır. Şirket'in faaliyet gösterdiği benzer sektörde faaliyetleri olan ve anlamlı sonuç verdiği değerlendirilen şirketler seçilmiştir. Dikkate alınan çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar ($\leq 0x$) ile ilk dörtte bir (quartile) ve en yüksek dörtte bir (quartile) dilimde olan veriler aykırı değer olarak değerlendirilmiştir ve medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Daha önce izah edildiği üzere, yurt dışı benzer şirketlerin 30.06.2023 itibarıyla son 12 aylık verileri üzerinden hesaplanan FD/FAVÖK, F/K, FD/Satışlar, PD/DD çarpanları hesaplamaya dahil edilmiştir. Aşağıda detayları verilen söz konusu şirketlerin FD/FAVÖK, F/K, FD/Satışlar, PD/DD çarpanları çarpanlarının medyanı alınmış olup, Şirket'in faaliyet karlılığını en iyi gösteren FD/FAVÖK %50, PD/DD ve F/K çarpanları %20, söz konusu çarpanlar içinde görece yüksek özkaynak sonucunu veren FD/Satışlar ise %10 ağırlıklandırılarak özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Tablo-1

| Yurtdışı Benzer Şirketler | Faaliyet konusu | | FD/FAVÖK | FD/Satışlar | F/K | PD/DD |
|------------------------------|--|-----------|------------|-------------|------------|------------|
| | | Ülke | Son12Aylık | Son12Aylık | Son12Aylık | 30.06.2023 |
| Shandong Daye Co., Ltd. | Shandong Daye Co., Ltd. bir çelik ürünleri imalat şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Boncuk telleri, çelik kordonlar, hortum telleri ve diğer ürünlerin üretim ve satışını yapmaktadır. Shandong Daye, ürünlerini Çin genelinde pazarlamaktadır. | Çin | 20,17x | 1,15x | M.D. | 1,89x |
| KEI Industries Limited | KEI Industries Limited, bina ve inşaat, savunma, telekomünikasyon ve diğer endüstriler için kablolar ve paslanmaz çelik teller üretmektedir. | Hindistan | 31,78x | 2,16x | 49,63x | 9,15x |
| Panatlantica SA | Panatlantica SA, ticari ve endüstriyel kullanım için yassı çelik üretmektedir. Şirket, standartlara uygun çemberleme bantları, duvar örme, kesme şeritleri ve soğuk haddelenmiş sac ve ruloları, elleçleme ve nakliye için ambalajlar işlemektedir. Tesis, Rio Grande do Sul Eyaletindeki Porto Alegre yakınlarındaki Gravatai şehrinde bulunmaktadır. | Brezilya | 7,32x | 0,37x | 24,45x | 0,71x |
| Ratnamani Metals & Tubes Ltd | Ratnamani Metals & Tubes Ltd, Hindistan'da paslanmaz çelikten dikişsiz ve kaynaklı borular üretmektedir. Şirketin müşteri tabanı kimya, gübre, petrokimya, rafineri, enerji, süt, şeker ve ilaç endüstrilerinden oluşmaktadır. Ratnamani, BHEL, IOCL, GAIL, L&T ve Reliance Industries Ltd. gibi şirketlerin düzenli tedarikçisidir. | Hindistan | 24,64x | 3,14x | 37,15x | 7,28x |
| Feng Hsin Steel Co Ltd | Feng Hsin Steel Co., Ltd. çelik ürünleri üretmekte ve pazarlamaktadır. Şirket, ürünlerini Tayvan'da satmakta ve Asya'ya ihracat yapmaktadır. | Tayvan | 10,41x | 1,18x | 15,93x | 1,91x |
| Tata Steel Ltd | Tata Steel Ltd., çeşitli çelik ürünleri üreten entegre bir çelik üreticisidir. Şirketin ürünleri arasında çelik bilyalı rulman halkaları, alaşımli çelik rulman halkaları, dairesel dövme parçalar, flanşlar, rulmanlar, kaynaklı çelik | Hindistan | 7,15x | 0,82x | 18,37x | 1,56x |

| | | | | | | |
|--------------------------------|---|-----------|--------|-------|--------|-------|
| | borular, soğuk haddelenmiş şeritler ve dikişsiz borular bulunmaktadır. Tata Steel ayrıca metalürjik makineler de üretmektedir. | | | | | |
| voestalpine AG | voestalpine AG, çelik ürünleri üretmekte, işlemekte ve dağıtmaktadır. Şirket, otomotiv, beyaz eşya, demiryolu ekipmanları ile petrol ve gaz sektörlerine yassı ve uzun çelik ürünleri tedarik etmektedir. | Avusturya | M.D. | 0,44x | M.D. | M.D. |
| Bekaert SA | Bekaert SA, çelik tel dönüştürme ve kaplama teknolojileri sağlar. Şirket çelik tel ürünleri ve halatlar sunmaktadır. Bekaert, dünya çapında telekomünikasyon, petrol ve gaz çıkarma, enerji taşımacılığı, tarımsal çitler, güneş panelleri ve ciltleme endüstrilerine hizmet vermektedir. | Belçika | 6,22x | 0,55x | 13,35x | 1,08x |
| Sanyo Special Steel Co Ltd | Sanyo Special Steel Co., Ltd., yataklar, motor milleri, paslanmaz çelik ve işlenmiş paslanmaz çelik levhalar ve borular gibi özel çelik ürünleri üreticisidir. Şirket, Nippon Steel grubunun bir üyesidir. | Japonya | 5,46x | 0,58x | 8,77x | 0,73x |
| Hsin Kuang Steel Co Ltd | Hsin Kuang Steel Co., Ltd. çelik saclar, özel çelikler, sıcak haddelenmiş çelik saclar, paslanmaz çelik ve çelik yapılar dahil olmak üzere çeşitli çelik ürünleri kesmekte ve şekillendirmektedir. | Tayvan | 35,74x | 1,59x | 17,40x | 1,56x |
| Jordan Steel | Jordan Steel, hurdadan inşaat demiri ve kütük ile filmaşın ve hafif çelik üretiyor. | Ürdün | M.D. | 2,86x | M.D. | 0,44x |
| Kim Vi Stainless Steel Commerc | Şirket çelik ürünleri üretim ve dağıtımını yapmaktadır. Şirket paslanmaz çelik bobinler, şeritler, levhalar, borular, kareler ve teller sağlamaktadır. Kim Vi Paslanmaz Çelik Ticari Prodüksiyon ayrıca ev alım satımı yapan emlak işiyle de uğraşmaktadır. | Vietnam | 15,80x | 0,73x | M.D. | 0,32x |
| Rudra Global Infra Products Lt | Rudra TMX olarak faaliyet gösteren Rudra Global Infra Products Limited, çelik ürünleri üretmekte ve pazarlamaktadır. Şirket çubuklar, borular, teller ve kütükler sunmaktadır. Rudra TMX, Hindistan'daki müşterilere hizmet vermektedir. | Hindistan | 13,76x | 0,67x | 22,68x | 3,40x |
| Sinkang Industries Co Ltd | Sinkang Industries Co., Ltd. paslanmaz çelik ürünler üretmektedir. Şirket paslanmaz çelik levha, boru, tüp ve çubuk üretmektedir. Sinkang, ürünlerini ağırlıklı olarak Tayvan'da | Tayvan | M.D. | 0,70x | M.D. | 1,33x |

| | | | | | | |
|---|---|--------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| | satmaktadır. | | | | | |
| Yieh Phui Enterprise Co Ltd | Yieh Phui Enterprise Co Ltd, kaplamalı çelik ürünler üretmekte ve pazarlamaktadır. Şirket, galvanizli ve boyalı rulolarda uzmanlaşmıştır. Yieh Phui, ürünlerini PhuizerColor ve Colorlume markaları altında pazarlamaktadır. Yieh Phui, yan kuruluşları aracılığıyla makine parçaları üretmektedir. | Tayvan | 22,54x | 1,09x | M.D. | 0,98x |
| Medyan (aykırı değerler elenmiş) | | | 14,78x | 0,82x | 18,37x | 1,44x |

Kaynak: Bloomberg Terminali (06.09.2023)

Buna göre, Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Tablo-2

| Yurt dışı Çarpan Analizi | Ağırlık | Sonuç |
|--|---------|---------------|
| FD / FAVÖK Çarpanı (x) | | 14,8 |
| FAVÖK (TL) | | 75.480.466 |
| Firma Değeri (TL) | | 1.115.519.641 |
| Net Borç / (Net Nakit) | | 88.335.385 |
| Özsermaye Değeri (TL) | | 1.027.184.256 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL) | 50% | 513.592.128 |
| F / K Çarpanı (x) | | 18,4 |
| Net Kar (TL) | | 46.862.763 |
| Özsermaye Değeri (TL) | | 860.784.623 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL) | 20% | 172.156.925 |
| PP / DD Çarpanı (x) | | 1,4 |
| Özkaynaklar (TL) | | 270.896.083 |
| Özsermaye Değeri (TL) | | 391.382.135 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL) | 20% | 78.276.427 |
| FD / Satışlar Çarpanı (x) | | 0,8 |
| Net Satışlar (TL) | | 1.566.175.139 |
| Firma Değeri (TL) | | 1.280.699.283 |
| Net Borç / (Net Nakit) | | 88.335.385 |
| Özsermaye Değeri (TL) | | 1.192.363.898 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL) | 10% | 119.236.390 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL) | 100% | 883.261.869 |

Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

3.2.2 Yurt İçi Metal Ana Endeksi Şirketleri Çarpan Değerleri

Yurt içi benzer şirket çarpanı hesaplamasında BİST Metal Ana Endeksinde faaliyet gösteren firmaların tamamının verilerinden yararlanılmıştır. Dikkate alınan çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar ($\leq 0x$) ile en düşük dördte bir (quartile) ve en yüksek dördte bir (quartile) diliminde olan veriler aykırı değer olarak değerlendirilmiştir ve medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Aşağıda

detayları verilen söz konusu şirketlerin FD/FAVÖK, F/K, FD/Satışlar, PD/DD çarpanları çarpanlarının medyanı alınmış olup, Şirket'in faaliyet karlılığını en iyi gösteren FD/FAVÖK %50, PD/DD ve F/K çarpanları %20, söz konusu çarpanlar içinde görece yüksek özkaynak sonucunu veren FD/Satışlar ise %10 ağırlıklandırılarak özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Tablo-3

| Kod | Şirket | FD/FAVÖK | F/K | FD/Satış | PD/DD |
|-------|--|----------|--------|----------|--------|
| BMSTL | Bms Birleşik Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 18,4x | 12,8x | 1,8x | 2,0x |
| BMSCH | Bms Çelik Hasır Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 26,6x | 20,7x | 0,6x | 2,2x |
| BRSAN | Borusan Mannesmann Boru Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 19,2x | 29,4x | 3,7x | 5,1x |
| BURCE | Burçelik Bursa Çelik Döküm Sanayii A.Ş. | 17,7x | 38,8x | 2,9x | 3,2x |
| BURVA | Burçelik Vana Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 41,4x | 71,6x | 7,1x | 24,2x |
| CELHA | Çelik Halat ve Tel Sanayii A.Ş. | 63,4x | M.D. | 1,7x | 127,9x |
| CEMAS | Çemaş Döküm Sanayi A.Ş. | 25,1x | 5,8x | 2,3x | 1,5x |
| CEMTS | Çemtaş Çelik Makina Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 11,1x | 7,9x | 2,0x | 3,1x |
| CUSAN | Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş. | 8,8x | 892,4x | 1,3x | 3,6x |
| DMSAS | Demisaş Döküm Emaye Mamülleri Sanayi A.Ş. | M.D. | M.D. | 1,1x | 3,0x |
| DOKTA | Döktaş Dökümcülük Ticaret ve Sanayi A.Ş. | 19,0x | 81,5x | 2,3x | 3,7x |
| ERBOS | Erbosan Erciyas Boru Sanayii ve Ticaret A.Ş.. | 14,8x | 12,3x | 1,5x | 3,0x |
| ERCB | Erciyas Çelik Boru Sanayi A.Ş.: | 27,2x | 58,4x | 2,0x | 3,9x |
| EREGL | Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş. | 17,3x | 84,9x | 1,5x | 1,1x |
| ISDMR | İskenderun Demir ve Çelik A.Ş. | 166,4x | M.D. | 2,5x | 1,8x |
| IZMDC | İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş. | 6,4x | M.D. | 0,8x | 9,3x |
| KRDMD | Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 8,2x | 28,2x | 1,0x | 2,9x |
| KCAER | Kocaer Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 12,4x | 13,6x | 1,8x | 4,5x |
| PNLSN | Panelсан Çatı Cephe Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 13,7x | 16,2x | 2,3x | 5,6x |
| SARKY | Sarkuysan Elektrolitik Bakır Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 13,1x | 17,0x | 0,8x | 6,1x |
| TUCLK | Tuççelik Alüminyum ve Metal Mamülleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. | 20,0x | 25,7x | 3,1x | 3,4x |
| YKSLN | Yükselen Çelik A.Ş. | 20,9x | 35,5x | 1,9x | 4,5x |
| | Medyan (aykırı değerler elenmiş) | 18,4x | 27,0x | 1,8x | 3,5x |

Kaynak: Finnet (06.09.2023)

Buna göre, Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Tablo-4

| Yurt içi Benzer Şirket Çarpan Analizi | Ağırlık | Sonuç |
|---------------------------------------|---------|---------------|
| FD / FAVÖK Çarpanı (x) | | 18,4 |
| FAVÖK (TL) | | 75.480.466 |
| Firma Değeri (TL) | | 1.387.287.111 |
| Net Borç / (Net Nakit) | | 88.335.385 |

| | | |
|--|------|---------------|
| Özsermaye Değeri (TL) | | 1.298.951.726 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL) | 50% | 649.475.863 |
| F / K Çarpanı (x) | | 27,0 |
| Net Kar (TL) | | 46.862.763 |
| Özsermaye Değeri (TL) | | 1.264.332.075 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL) | 20% | 252.866.415 |
| PP / DD Çarpanı (x) | | 3,5 |
| Özkaynaklar (TL) | | 270.896.083 |
| Özsermaye Değeri (TL) | | 959.493.995 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL) | 20% | 191.898.799 |
| FD / Satışlar Çarpanı (x) | | 1,8 |
| Net Satışlar (TL) | | 1.566.175.139 |
| Firma Değeri (TL) | | 2.873.119.086 |
| Net Borç / (Net Nakit) | | 88.335.385 |
| Özsermaye Değeri (TL) | | 2.784.783.701 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL) | 10% | 278.478.370 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL) | 100% | 1.372.719.447 |

Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

3.2.3 Yurtiçi BIST100 Endeks Şirketleri Çarpan Değerleri

Yurtiçi benzer şirket çarpanı hesaplamasında BİST Metal Ana Endeksine ek olarak BİST100 Endeksi'nde işlem gören finansal hizmetler, holding ve gayrimenkul şirketleri dışında kalan firmaların verilerinden yararlanılmıştır. Dikkate alınan çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar ($\leq 0x$) ile en düşük dördte bir (quartile) ve en yüksek dördte bir (quartile) dilimde olan veriler aykırı değer olarak değerlendirilmiştir ve medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Söz konusu şirketlerin FD/FAVÖK, F/K, FD/Satışlar, PD/DD çarpanları çarpanlarının medyanı alınmış olup, Şirket'in faaliyet karlılığını en iyi gösteren FD/FAVÖK %50, PD/DD ve F/K çarpanları %20, söz konusu çarpanlar içinde görece yüksek özkaynak sonucunu veren FD/Satışlar ise %10 ağırlıklandırılarak özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Buna göre, Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Tablo-5

| BIST 100 Çarpan Analizi | Ağırlık | Sonuç |
|--|---------|-------------|
| FD / FAVÖK Çarpanı (x) | | 12,4 |
| FAVÖK (TL) | | 75.480.466 |
| Firma Değeri (TL) | | 933.911.447 |
| Net Borç / (Net Nakit) | | 88.335.385 |
| Özsermaye Değeri (TL) | | 845.576.062 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL) | 50% | 422.788.031 |
| F / K Çarpanı (x) | | 16,3 |
| Net Kar (TL) | | 46.862.763 |
| Özsermaye Değeri (TL) | | 764.397.445 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL) | 20% | 152.879.489 |
| PP / DD Çarpanı (x) | | 4,5 |

| | | |
|--|------|---------------|
| Özkaynaklar (TL) | | 270.896.083 |
| Özsermaye Değeri (TL) | | 1.228.654.797 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL) | 20% | 245.730.959 |
| FD / Satışlar Çarpanı (x) | | 2,3 |
| Net Satışlar (TL) | | 1.566.175.139 |
| Firma Değeri (TL) | | 3.559.775.822 |
| Net Borç / (Net Nakit) | | 88.335.385 |
| Özsermaye Değeri (TL) | | 3.471.440.437 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL) | 10% | 347.144.044 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL) | 100% | 1.168.542.523 |

Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: Finnet (06.09.2023)

3.2.4 Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Yurt dışı benzer ve yurt içi BIST METAL ANA endeksi ile BIST100 endeksinde seçilmiş şirketlerin FD/FAVÖK, F/K, FD/Satışlar, PD/DD çarpanlarının medyanına göre hesaplanan özsermaye değerleri aşağıdaki ağırlıklandırmaya göre hesaplanmıştır. Şirket'in sınırlı ihracat faaliyetleri dikkate alınarak yurt dışı benzer şirketlerin çarpan analizi sonucu çarpan analizi içinde %25 olarak ağırlıklandırılmıştır. Sonuç olarak hem Şirket'in iş modeliyle uyumlu yurt dışı benzer şirketlerin, hem de yurt içi BIST yatırımcılarının bakış açısını yansıtacak ve Şirket'in faaliyet alanına benzer şirketlerinin etkisi gözlemlenmiştir. Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış özsermaye değeri çarpan analizine göre 1.148.266.591 TL olarak hesaplanmıştır. Bu analize göre ağırlıklandırılmış pay başına değer 27,50 TL'ye tekabül etmektedir.

Tablo-6

| Çarpan Analizi | Ağırlık | Sonuç |
|-------------------------------------|---------|---------------|
| Yurt içi Benzer Şirket Medyanı | | |
| Özsermaye Değeri | 25% | 1.372.719.447 |
| Pay Başına Değer | | 32,88 |
| Yurt içi BIST 100 Endeksi Medyanı | | |
| Özsermaye Değeri | 50% | 1.168.542.523 |
| Pay Başına Değer | | 27,99 |
| Yurt dışı Benzer Şirket Medyanı | | |
| Özsermaye Değeri | 25% | 883.261.869 |
| Pay Başına Değer | | 21,16 |
| Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri | | 1.148.266.591 |
| Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer | | 27,50 |

3.3. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

3.3.1 Varsayımlar

İNA Analizi, bir şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemi olup bu serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve nakit pozisyonun da eklenmesi ile oluşan değeri, şirketin özsermaye değeri olarak kabul eder. İNA metodunda 10 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ve Gedik Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2023-2032 yılları için projekte edilmiştir. Değerleme modelinde kullanılan Türkiye enflasyon ve USD/TL-EUR/TL kur tahminleri 2023-2026 yılları için aşağıdaki tabloda paylaşılan Gedik Yatırım Ekonomik Araştırmalar verilerine dayanmaktadır. 2027-2032 yılları için ise Türkiye-Amerika enflasyon beklentileri farkına göre USD/TL ortalama kuru hesaplanmıştır.

Amerika Birleşik Devletleri enflasyon tahmininde Uluslararası Para Fonu (IMF) verileri dikkate alınmıştır.

Tablo-7

| Makro Veriler (Gedik Yatırım) | 2023T | 2024T | 2025T | 2026T |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| USD/TL Ortalama | 23,74 | 35,00 | 42,89 | 49,84 |
| EUR/TL Ortalama | 25,73 | 37,80 | 46,33 | 53,83 |
| TR TÜFE Yılsonu | 69,0% | 43,0% | 21,0% | 12,5% |
| TR TÜFE Ortalama | 53,5% | 60,8% | 28,6% | 16,1% |

3.3.2 Gelir Tablosu Projeksiyonu

Satışların Projeksiyonu

Şirket'in satış projeksiyonları miktar (ton) ve fiyat bazında mevcut yurt içi ve yurt dışı müşterilerdeki satış potansiyeli dikkate alınarak yapılmıştır. Türkiye demir fiyatları, IMF demir cevheri fiyatı, Türkiye enflasyonu ve IMF emtia piyasa endeksi değişim oranları arasında yüksek korelasyon tespit edilmiş, aynı seri tahmini verileri kullanılarak yapılan regresyon sonucunda ulaşılan veriler projeksiyon dönemi boyunca Türkiye demir fiyatı artış oranı olarak kullanılmıştır. Şirket'in 3.çeyrek 2023 itibarıyla bir yeni hat yatırımının devreye girmesine ve 2024 yılında devam edecek yeni hat yatırımları ile yapacağı kapasite artışı doğrultusunda satış miktarlarında (tonajında) 2023 ve 2024 yıllarında şirket 3 üretim hattını devreye alacak olup 2023 yılında ilk hattın 3 aylık performansı ile 2023 yılında %5,4 ve 2024 yılında 2 üretim hattının eklenmesi ve 2023 yılında eklenen üretim hattının bütün yıl etkisi ile 2024 yılında %25 oranlarında muhafazakâr bir artış öngörülmüş olup, sonraki yıllarda ise miktarın sabit kalacağı varsayılmıştır. Her ne kadar Şirket ilerleyen dönemlerde marjı daha yüksek olan çelik hasır üretimini artırma stratejisini benimsemiş olsa da projeksiyon dönemindeki ürün bazındaki miktarı kırılımı önceki yıllara benzer olarak devam ettirilmiştir. Satış projeksiyonları yıllık bazda ve 2023-2032 yılları için aşağıdaki şekilde tahmin edilmiştir.

Tablo-8

| Satış Projeksiyonu (TL) | 2022 | 2023 T | 2024 T | 2025 T | 2026 T | 2027 T | 2028 T | 2029 T | 2030 T | 2031 T | 2032 T |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Demir Ticareti | 513.813.287 | 638.727.120 | 1.204.478.270 | 1.507.028.346 | 1.786.042.403 | 2.048.888.937 | 2.332.234.602 | 2.594.293.966 | 2.866.018.594 | 3.145.114.215 | 3.443.900.065 |
| Miktar (ton) | 44.658 | 44.695 | 55.869 | 55.869 | 55.869 | 55.869 | 55.869 | 55.869 | 55.869 | 55.869 | 55.869 |
| Fiyat | 11.506 | 14.291 | 21.559 | 26.975 | 31.969 | 36.673 | 41.745 | 46.436 | 51.299 | 56.295 | 61.643 |
| Satış Payı | 37% | 37% | 37% | 37% | 37% | 37% | 37% | 37% | 37% | 37% | 37% |
| Çelik Hasır (Ticari) | 1.996.516 | 2.481.892 | 4.680.222 | 5.855.836 | 6.939.996 | 7.961.335 | 9.062.326 | 10.080.606 | 11.136.442 | 12.220.920 | 13.381.907 |
| Miktar (ton) | 149 | 149 | 187 | 187 | 187 | 187 | 187 | 187 | 187 | 187 | 187 |
| Fiyat | 13.384 | 16.624 | 25.079 | 31.378 | 37.188 | 42.660 | 48.560 | 54.016 | 59.674 | 65.485 | 71.706 |
| Satış Payı | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Çelik Hasır | 728.967.529 | 926.037.350 | 1.746.272.906 | 2.184.915.109 | 2.589.434.393 | 2.970.513.730 | 3.381.313.054 | 3.761.251.138 | 4.155.202.087 | 4.559.839.623 | 4.993.024.388 |
| Miktar (ton) | 51.744 | 57.822 | 72.278 | 72.278 | 72.278 | 72.278 | 72.278 | 72.278 | 72.278 | 72.278 | 72.278 |
| Fiyat | 14.088 | 16.015 | 24.161 | 30.230 | 35.826 | 41.099 | 46.782 | 52.039 | 57.490 | 63.088 | 69.081 |
| Satış Payı | 52% | 54% | 54% | 54% | 54% | 54% | 54% | 54% | 54% | 54% | 54% |
| Hazır Demir | 131.552.869 | 143.121.126 | 269.890.351 | 337.683.476 | 400.202.829 | 459.099.486 | 522.589.432 | 581.309.706 | 642.195.699 | 704.733.328 | 771.682.994 |
| Miktar (ton) | 10.349 | 9.809 | 12.261 | 12.261 | 12.261 | 12.261 | 12.261 | 12.261 | 12.261 | 12.261 | 12.261 |
| Fiyat | 12.712 | 14.591 | 22.011 | 27.540 | 32.639 | 37.442 | 42.620 | 47.409 | 52.375 | 57.475 | 62.936 |
| Satış Payı | 9% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% | 8% |
| Hurda/Tufal Satışı | 5.078.695 | 6.815.232 | 12.851.809 | 16.080.024 | 19.057.110 | 21.861.688 | 24.884.992 | 27.681.171 | 30.580.479 | 33.558.435 | 36.746.486 |
| Miktar (ton) | 887 | 1.087 | 1.358 | 1.358 | 1.358 | 1.358 | 1.358 | 1.358 | 1.358 | 1.358 | 1.358 |
| Fiyat | 5.727 | 6.272 | 9.462 | 11.839 | 14.031 | 16.096 | 18.322 | 20.381 | 22.516 | 24.708 | 27.055 |
| Satış Payı | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Diğer Ticari Mallar (Tel, Çivi, Profil, Strafor) | 17.742.872 | 7.874.064 | 14.848.500 | 18.578.260 | 22.017.874 | 25.258.178 | 28.751.191 | 31.981.792 | 35.331.544 | 38.772.163 | 42.455.519 |
| Satış Payı | 1% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Diğer Gelirler | 2.365.515 | 3.424.335 | 6.457.432 | 8.079.459 | 9.575.306 | 10.984.475 | 12.503.544 | 13.908.493 | 15.365.259 | 16.861.543 | 18.463.389 |
| Satış Payı | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| TOPLAM | 1.401.517.283 | 1.728.481.119 | 3.259.479.489 | 4.078.220.511 | 4.833.269.910 | 5.544.567.828 | 6.311.339.143 | 7.020.506.872 | 7.755.830.104 | 8.511.100.226 | 9.319.654.747 |

Satışların Maliyeti Projeksiyonu

Şirket'in 2022 yılında %6,1 olarak gerçekleşen brüt kâr marjının 2023 ve 2024 yıllarında devreye alınması beklenen yeni hattı sayesinde ölçek ekonomisi ile GES yatırımlarının maliyet düşürücü etkisi projeksiyon döneminde dikkate alınmıştır. GES

yatırımlarına ilişkin olarak yüksek regülasyon riski göz önüne alınarak herhangi bir gelir hesaplamaya dahil edilmemiştir. Muhafazakâr bir bakış açısıyla yukarıda bahsedilen maliyet düşürücü etkilere rağmen ileriki yıllara ilişkin satış fiyatı varsayımlarına bağlı olarak brüt kâr marjının projeksiyon döneminde %5,9 - %6,4 bandında gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Faaliyet Giderleri Projeksiyonu

Şirket'in faaliyet giderlerinin satışlara oranı geçmiş yıllarda %0,6-%1,1 arasında seyretmiştir. Her ne kadar gerek GES yatırımları gerekse kapasite artışlarından kaynaklı ölçek ekonomisinin maliyetleri düşürücü etkisi olsa da 2023 ve 2032 yıllarında operasyonel maliyetlerin önceki dönemlere benzer bir seyrinde olacağı varsayımı doğrultusunda satışlara oranının %0,8 - %1,0 bandında gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Gelir Tablosu Projeksiyonu Sonuçları

Tablo-9

| Seçilmiş Gelir Tablosu Kalemleri | 2022 | 2023 T | 2024 T | 2025 T | 2026 T | 2027 T | 2028 T | 2029 T | 2030 T | 2031 T | 2032 T |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Net Satışlar | 1.401.517.283 | 1.728.481.119 | 3.259.479.489 | 4.078.220.511 | 4.833.269.910 | 5.544.567.828 | 6.311.339.143 | 7.020.506.872 | 7.755.830.104 | 8.511.100.226 | 9.319.654.747 |
| % Büyüme | 51,2% | 23,3% | 88,6% | 25,1% | 18,5% | 14,7% | 13,8% | 11,2% | 10,5% | 9,7% | 9,5% |
| Satışların Maliyeti | 1.315.566.134 | 1.626.398.433 | 3.060.134.395 | 3.825.890.826 | 4.534.324.484 | 5.203.368.439 | 5.922.186.675 | 6.582.906.937 | 7.268.825.329 | 7.972.426.790 | 8.725.166.006 |
| Brüt Kar | 85.951.149 | 102.082.686 | 199.345.093 | 252.329.685 | 298.945.426 | 341.199.389 | 389.152.467 | 437.599.935 | 487.004.775 | 538.673.436 | 594.488.741 |
| % Brüt kar marjı | 6,1% | 5,9% | 6,1% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,3% | 6,3% | 6,4% |
| Faaliyet Giderleri | 13.733.548 | 16.873.758 | 25.105.747 | 32.719.169 | 38.183.098 | 43.092.067 | 49.486.994 | 54.788.082 | 61.268.478 | 67.225.415 | 74.535.534 |
| % Büyüme | 125,6% | 22,9% | 48,8% | 30,3% | 16,7% | 12,9% | 14,8% | 10,7% | 11,8% | 9,7% | 10,9% |
| % Satışlara oranı | 1,0% | 1,0% | 0,8% | 0,8% | 0,8% | 0,8% | 0,8% | 0,8% | 0,8% | 0,8% | 0,8% |
| Faaliyet Karı | 72.217.601 | 85.208.928 | 174.239.346 | 219.610.517 | 260.762.329 | 298.107.322 | 339.665.473 | 382.811.853 | 425.736.297 | 471.448.020 | 519.953.208 |
| % Faaliyet kar marjı | 5,2% | 4,9% | 5,3% | 5,4% | 5,4% | 5,4% | 5,4% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,6% |
| Amortisman | 17.457.806 | 22.083.065 | 28.404.796 | 30.865.368 | 33.298.169 | 36.088.998 | 37.377.514 | 37.804.350 | 39.193.980 | 39.605.763 | 39.640.923 |
| FAVÖK | 89.675.407 | 107.291.994 | 202.644.142 | 250.475.885 | 294.060.498 | 334.196.320 | 377.042.988 | 420.616.203 | 464.930.277 | 511.053.783 | 559.594.130 |
| % FAVÖK marjı | 6,4% | 6,2% | 6,2% | 6,1% | 6,1% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% |

Şirket'in 2020-2022 yılları arası net satışları ve FAVÖK'ünün yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) TL bazda sırasıyla %49,0 ve %115,5 iken 2023-2032 yılları arası net satışları ve FAVÖK'ünün YBBO'sunun TL bazda %20,6 ve %20,1 olacağı tahmin edilmiştir. Şirket'in FAVÖK marjının yapılan kapasite artışı ve verimliliği artırıcı etkisi ile GES yatırımına rağmen 2023 yılında %6,2 olacağı ve projeksiyon dönemi boyunca %6,0-%6,2 arasında gerçekleşeceği öngörülmüştür.

3.3.3 İşletme Sermayesi İhtiyacı

İşletme sermayesinde gözlemlenen değişiklikler ve projeksiyon dönemine ilişkin beklentiler aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo-10

| İşletme Sermayesi İhtiyacı (TL) | 2021 | 2022 | 2023 T | 2024 T | 2025 T | 2026 T | 2027 T | 2028 T | 2029 T | 2030 T | 2031 T | 2032 T |
|----------------------------------|-------------------|--------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Ticari Alacaklar | 60.290.416 | 33.550.583 | 60.910.633 | 114.862.093 | 143.714.033 | 170.321.518 | 195.387.228 | 222.407.787 | 247.398.431 | 273.310.778 | 299.926.042 | 328.419.016 |
| Stoklar | 53.566.778 | 83.280.551 | 126.936.090 | 238.835.384 | 298.600.645 | 353.892.016 | 406.109.124 | 462.210.984 | 513.778.450 | 567.312.564 | 622.226.794 | 680.976.096 |
| Ticari Borçlar | 52.860.153 | 155.201.746 | 97.103.768 | 182.704.664 | 228.423.987 | 270.720.866 | 310.665.991 | 353.582.879 | 393.031.040 | 433.983.649 | 475.992.023 | 520.934.155 |
| İşletme Sermayesi | 60.997.041 | -38.370.612 | 90.742.955 | 170.992.812 | 213.890.691 | 253.492.668 | 290.830.362 | 331.035.892 | 368.145.841 | 406.639.692 | 446.160.813 | 488.460.956 |
| Değişim | 17.277.323 | -99.367.653 | 129.113.567 | 80.249.857 | 42.897.879 | 39.601.977 | 37.337.693 | 40.205.530 | 37.109.949 | 38.493.851 | 39.521.121 | 42.300.143 |
| Ortalama Tahsilat Süresi (gün) | 24 | 9 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| Ortalama Stok Devir Süresi (gün) | 21 | 23 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| Ortalama Borç Ödeme Süresi (gün) | 21 | 43 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| Nakit Dönüşüm Süresi (gün) | 24 | -11 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |

İşletme Sermayesi 10 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket'in son 2 yıllık (2021-2022) finansalları ile 30.06.2023 finansalları baz alınarak nakit dönüşüm süreleri hesaplanmış ve ortalamaları alınarak bütün projeksiyon dönemi boyunca sabit olarak varsayılmıştır. 2022 yılında önceki dönemlere göre değişiklik yaşanmasının ana sebebi Şirket'in ana tedarikçilerinden olan bir firmanın vadeli teslim şartlarını değiştirmesine paralel olarak Şirket'in borç ödeme süresi artmış (21 günden 43 güne), aynı zamanda Şirket'in ürün grubu bazındaki tahsilat stratejisini değiştirmesiyle tahsilat süresi de kısalmıştır (24 günden 9 güne). Sonuç olarak net işletme sermayesi değişimi projeksiyon dönemi boyunca hesaplanarak İNA tablosunda kullanılacak işletme sermayesi ihtiyacı yıllık olarak belirlenmiştir.

3.3.4 Yatırım Harcamaları ve Amortisman

Tablo-11

Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca öngördüğü satış hasılatına ulaşmak için 2023-2024 yıllarında hat yatırımı yapması öngörülmüş olup, ilgili dönemlerde GES yatırımını da tamamlayacağı varsayılmıştır. İlerleyen dönemlerde ise yenileme ve bakım onarım ile modernizasyon yatırımları öngörülmüştür.

| Yatırım Harcamaları (TL) | 2023 T | 2024 T | 2025 T | 2026 T | 2027 T | 2028 T | 2029 T | 2030 T | 2031 T | 2032 T |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Net Satışlar | 1.728.481.119 | 3.259.479.489 | 4.078.220.511 | 4.833.269.910 | 5.544.567.828 | 6.311.339.143 | 7.020.506.872 | 7.755.830.104 | 8.511.100.226 | 9.319.654.747 |
| Yatırım Harcamaları | 18.403.414 | 63.217.302 | 24.605.727 | 24.328.008 | 27.908.288 | 37.763.563 | 25.157.614 | 13.896.303 | 57.805.039 | 67.956.346 |
| Yatırım Harcamaları / Net Satışlar | 1,1% | 1,9% | 0,6% | 0,5% | 0,5% | 0,6% | 0,4% | 0,2% | 0,7% | 0,7% |

3.3.5 Net Finansal Borç veya Net Nakit

Şirket'in 2020-2022 yıllarına ilişkin borçluluk tablosu aşağıdaki gibidir. Şirket 31.03.2023 itibarıyla net borç pozisyonundadır.

Tablo-12

| Borçluluk (TL) | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 | 30.06.2023 |
|----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Nakit ve Nakit Benzerleri | 11.884.220 | 24.873.280 | 97.153.873 | 112.436.806 |
| Toplam Finansal Borçlar | 83.003.051 | 92.000.585 | 91.353.608 | 200.772.191 |
| Net Borç veya (Net Nakit) | 71.118.831 | 67.127.305 | -5.800.265 | 88.335.385 |

3.3.6 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Şirkete ait ilerleyen dönemler içerisinde oluşacağı tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM değerleri ve ilgili açıklamalarına aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo-13

| AOSM | 2023 T + |
|----------------------------------|--------------|
| Risksiz Getiri Oranı | 19,5% |
| Beta | 1,00 |
| Piyasa Risk Primi | 5,5% |
| Özkaynak Maliyeti | 25,0% |
| Borç Maliyeti | 22,0% |
| Borç Maliyeti (1 - Vergi) | 16,5% |
| Hedef Borç Ağırlığı | 43% |
| Özkaynak Ağırlığı | 57% |
| AOSM | 21,4% |

Kaynak: Gedik Yatırım varsayımları, Bloomberg Terminali

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında;

- 30.06.2023 tarihli bilançoda yer alan Finansal Borç / (Finansal Borç + Özsermaye) oranı %43 kullanılmıştır.
- Risksiz getiri oranında, Türkiye 10 yıllık TL TRT280432T14 kodlu tahvilin ihracından değerlendirme tarihi %19,5 dikkate alınmıştır.
- Standart modelde kullanılan ve sistematik riski ölçtüğü varsayılan Beta, geçmiş belirli bir periyot için hisse senedi getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansının, borsa getirisinin varyansına bölünmesiyle istatistiki olarak hesaplanmaktadır. Borsa endeksinin oluşturulan tüm hisse senetlerinin getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansı, borsa endeksinin varyansına eşit olduğundan, borsa endeksinin betası da Varyans/Varyans=1 olarak hesaplanmaktadır. Şirket'in payları henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan ve bu sebeple istatistiki olarak Şirket'e özgü standart Beta hesabı yapılamayacağından, değerlendirme çalışmasında Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- Pay piyasası risk primi olarak %5,5 kullanılmıştır.
- Borçlanma maliyeti, Şirket'in 30.06.2023 denetim raporunda açıklanan krediler üzerinden ağırlıklı ortalama %22 borç maliyeti hesaplanmıştır.
- Vergi oranı* 2023 yılında %25 olup, söz konusu kurumlar vergisi oranı İNA analizinde %25 olarak korunmuştur.
- AOSM hesaplamasında kullanılan ve yukarıda açıklanan oranların değişmeyeceği varsayılmıştır.

Böylelikle, Şirket'in ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti 2023 yılı ve sonrası için **%21,4** olarak hesaplanmıştır.

*Yeni Torba Kanun olarak bilinen 7456 Sayılı 6/2/2023 Tarihinde Meydana Gelen Depremlerin Yol Açtığı Ekonomik Kayıpların Telifisi için Ek Motorlu Taşıtlar Vergisi İhdası ile Bazı Kanunlarda ve 375 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun 15.07.2023 Tarih ve 32249 Sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmış olup yapılan düzenleme ile %20 olarak uygulanan kurumlar vergisi oranı %5 puanlık artışla %25 olarak belirlenmiştir. Söz konusu oran kurumların 2023 ve izleyen yıllar kazançları için geçerli olacaktır.

3.3.7 İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülere ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir.

Şirket'e ait toplam serbest nakit akımları aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere uç değer büyüme oranı ise enflasyon oranlarındaki düşüş beklentisi de dikkate alınarak 2032 sonrasındaki dönem için %5 kullanılarak hesaplanmıştır. 2023 yılı için 30.06.2023 finansalları dahil edilerek değerlemenin yapıldığı tarihten itibaren yılsonuna kadar olan serbest nakit akış dikkate alınmıştır. Şirket'e ait toplam serbest nakit akışlar ve uç değer, projeksiyon dönemi için %21,4 AOSM ile değerlendirilmiştir ve net finansal borç (nakit) düşülerek özsermaye değeri 821.972.884 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer ise 19,69 TL'ye tekabül etmektedir.

Tablo-14

| İndirgenmiş Nakit Akış Tablosu (TL) | 2023 T | 2024 T | 2025 T | 2026 T | 2027 T | 2028 T | 2029 T | 2030 T | 2031 T | 2032 T |
|-------------------------------------|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Net Satışlar | 1.728.481.119 | 3.259.479.489 | 4.078.220.511 | 4.833.269.910 | 5.544.567.828 | 6.311.339.143 | 7.020.506.872 | 7.755.830.104 | 8.511.100.226 | 9.319.654.747 |
| Büyüme (%) | 23,3% | 88,6% | 25,1% | 18,5% | 14,7% | 13,8% | 11,2% | 10,5% | 9,7% | 9,5% |
| Satışların Maliyeti | 1.626.398.433 | 3.060.134.395 | 3.825.890.826 | 4.534.324.484 | 5.203.368.439 | 5.922.186.675 | 6.582.906.937 | 7.268.825.329 | 7.972.426.790 | 8.725.166.006 |
| Brüt Kar | 102.082.686 | 199.345.093 | 252.329.685 | 298.945.426 | 341.199.389 | 389.152.467 | 437.599.935 | 487.004.775 | 538.673.436 | 594.488.741 |
| Brüt Kar Marjı (%) | 5,9% | 6,1% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,3% | 6,3% | 6,4% |
| Faaliyet Karı | 85.208.928 | 174.239.346 | 219.610.517 | 260.762.329 | 298.107.322 | 339.665.473 | 382.811.853 | 425.736.297 | 471.448.020 | 519.953.208 |
| Faaliyet Kar Marjı (%) | 4,9% | 5,3% | 5,4% | 5,4% | 5,4% | 5,4% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,6% |
| Amortisman | 22.083.065 | 28.404.796 | 30.865.368 | 33.298.169 | 36.088.998 | 37.377.514 | 37.804.350 | 39.193.980 | 39.605.763 | 39.640.923 |
| FAVÖK | 107.291.994 | 202.644.142 | 250.475.885 | 294.060.498 | 334.196.320 | 377.042.988 | 420.616.203 | 464.930.277 | 511.053.783 | 559.594.130 |
| FAVÖK Marjı (%) | 6,2% | 6,2% | 6,1% | 6,1% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% | 6,0% |
| Vergi Oranı | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% |
| - Vergi | 21.302.232 | 43.559.837 | 54.902.629 | 65.190.582 | 74.526.831 | 84.916.368 | 95.702.963 | 106.434.074 | 117.862.005 | 129.988.302 |
| - Yatırım Harcamaları | 18.403.414 | 63.217.302 | 24.605.727 | 24.328.008 | 27.908.288 | 37.763.563 | 25.157.614 | 13.896.303 | 57.805.039 | 67.956.346 |
| İşletme Sermayesindeki Değişim | 129.113.567 | 80.249.857 | 42.897.879 | 39.601.977 | 37.337.693 | 40.205.530 | 37.109.949 | 38.493.851 | 39.521.121 | 42.300.143 |
| Serbest Nakit Akışlar | (61.527.219) | 15.617.145 | 128.069.650 | 164.939.930 | 194.423.508 | 214.157.525 | 262.645.676 | 306.106.048 | 295.865.618 | 319.349.339 |
| AOSM | 21,4% | 21,4% | 21,4% | 21,4% | 21,4% | 21,4% | 21,4% | 21,4% | 21,4% | 21,4% |
| İndirgeme Oranı | 0,94 | 0,77 | 0,64 | 0,53 | 0,43 | 0,36 | 0,29 | 0,24 | 0,20 | 0,16 |
| İndirgenmiş Nakit Akışlar | (28.910.047) | 12.089.777 | 81.671.021 | 86.646.834 | 84.135.794 | 76.343.223 | 77.128.083 | 74.049.021 | 58.958.583 | 52.423.219 |
| Σ İndirgenmiş Nakit Akışlar | 574.535.508 | | | | | | | | | |
| Uç Değer Büyüme Oranı | 5% | | | | | | | | | |
| İndirgenmiş Uç Değer | 335.772.761 | | | | | | | | | |
| Firma Değeri | 910.308.269 | | | | | | | | | |
| + Nakit | 112.436.806 | | | | | | | | | |
| - Borç | 200.772.191 | | | | | | | | | |
| Özkaynak Değeri | 821.972.884 | | | | | | | | | |
| Pay Başı Değer | 19,69 | | | | | | | | | |

4. DEĞERLENDİRME ve SONUÇ

Fiyat Tespit Raporu 08 Kasım 2023 tarihli olup değerlendirmede kullanılan veriler, Şirket adına BDD Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 dönemleri için hazırlanan özel bağımsız denetim raporları, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin 2023 – 2032 yılları proforma finansal tahminleri ve Gedik Yatırım'ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Şirketimizin 01.01.2023-30.09.2023 hesap dönemine ilişkin ara dönem finansal tabloları ise 30 Ekim 2023 tarihinde KAP'ta duyurulmuş olup söz konusu finansal tablolar çerçevesinde Şirketimiz paylarının halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşmesine ilişkin değerlendirmelerimiz Tablo 21'de özetlenmektedir.

Fiyat Tespit Raporu'nda yer verilen 2023 yılına ilişkin tahmini değerler bütün bir yılı içerdiğinden aşağıdaki tabloda verilen 2023 yılının ilk dokuz ayına ilişkin, özellikle gelir tablosu kalemlerinin gerçekleşmesinin bu bağlamda dikkate alınması gerekmektedir. Şirketimizin gelir tablosu projeksiyonları faaliyet giderlerindeki bir miktar sapma dışında beklendiği üzere, 2023 yılı tahmini değeri olan 107 milyon TL'lik FAVÖK'ün yaklaşık %71'inin ilk dokuz ayda gerçekleşmiş olduğu, yani yaklaşık 76 milyon TL FAVÖK kârı elde edildiği izlenmektedir. Dolayısıyla, Şirketimizin 2023 yılı ilk dokuz ayında elde ettiği faaliyet sonuçları Fiyat Tespit Raporu'nda belirtilen 2023 yılı hedefleri ile uyumludur.

Varsayımların Gerçekleşme Durumu

Tablo-15

| (Milyon TL) | 30.09.2023 | 31.12.2023 Tahmini | Gerçekleşme Oranı |
|-------------------------|--------------|-----------------------|-------------------|
| Hasılat | 1.221 | 1.728,50 | 70,64% |
| Satışların Maliyeti | -1.150 | -1.626,40 | 70,71% |
| Brüt Kar | 71 | 102,1 | 69,54% |
| Brüt Kar Marjı | 5,81% | 5,91% | |
| Faaliyet Giderleri | -10,2 | -16,9 | 60,36% |
| Esas Faaliyet Karı* | 60,8 | 85,2 | 71,36% |
| Esas Faaliyet Kar Marjı | 4,98% | 4,90% | |
| FAVÖK | 76,3 | 107,3 | 71,11% |
| FAVÖK Marjı | 6,25% | 6,20% | |

Sonuç olarak, 2023 yılı ilk yarısında; Fiyat Tespit Raporu'nda Şirketimiz'in özsermaye değerinin ve halka arz fiyatının belirlenmesinde kullanılan yöntemlerden İNA Analizinde öngörülen 2023 yılına ilişkin varsayımların büyük ölçüde gerçekleştiği görülmektedir.

Saygılarımızla,

Dofer Yapı Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Denetim Komitesi

Mustafa Coşkun KARADENİZ

Denetim Komitesi Üyesi

Halit KIRATLI

Denetim Komitesi Başkanı