

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



**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN
VARSAYIMLARA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU
(01.01.2023-31.12.2023)**

16.05.2024

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, sac, 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: Ankara Kurumlar Vergi Dairesi Müdürlüğü, ANKARA
- Vergi No: 302 001 0094

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 01.01.2023-31.12.2023 hesap dönemine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal raporları 06 Mayıs 2024 tarihinde KAP'ta kamuya açıklandığından işbu Rapor, anılan Tebliği hükmü çerçevesinde halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların 31.12.2023 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 yansıtmayacağından 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 dördte bir (quartile) ve en yüksek dördte 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, alaşımlı çelik rulman halkaları, dairesel dövme parçalar,	Hindistan	7,15x	0,82x	18,37x	1,56x

DOFER YAPI MALZEMELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

01.01.2023 – 31.12.2023 HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

	flaşlar, rulmanlar, kaynaklı çelik 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,	Tayvan	M.D.	0,70x	M.D.	1,33x

	ürünlerini ağırlıklı olarak Tayvan'da 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 01.01.2023-31.12.2023 hesap dönemine ilişkin finansal tabloları ise 6 Mayıs 2024 tarihinde KAP'ta duyurulmuş olup söz konusu finansal tablolar çerçevesinde Şirketimiz paylarının halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşmesine ilişkin değerlendirmelerimiz Tablo 15'de özetlenmektedir.

Fiyat Tespit Raporu'nda yer verilen 2023 yılına ilişkin tahmini değerler bütün bir yılı içerdiğinden aşağıdaki tabloda verilen 2023 yılına 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 %83'ünün hesap döneminde gerçekleşmiş olduğu, yani yaklaşık 89 milyon TL. FAVÖK kârı elde edildiği izlenmektedir. Dolayısıyla, Şirketimizin 2023 yılında elde ettiği faaliyet sonuçları Fiyat Tespit Raporu'nda belirtilen 2023 yılı hedefleri ile uyumludur.

Varsayımların Gerçekleşme Durumu

Tablo-15

(Milyon TL)	31.12.2023	31.12.2023	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	2.377	1.728,50	137,52%
Satışların Maliyeti	-2.278	-1.626,40	140,06%
Brüt Kar	99,3	102,1	97,26%
Brüt Kar Marjı	4,18%	5,91%	
Faaliyet Giderleri	-32,1	-16,9	189,94%
Esas Faaliyet Karı*	67,2	85,2	78,87%
Esas Faaliyet Kar Marjı	2,83%	4,90%	
FAVÖK	89	107,3	82,95%
FAVÖK Marjı	3,74%	6,20%	

Sonuç olarak, 2023 yılında; 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