

# EUROPEN ENDÜSTRİ İNŞAAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

**FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST  
RAPORU**

**İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ  
2 HAZİRAN 2022**

## 1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin (Garanti Yatırım) tek yetkili aracı kurum olduğu Europen Endüstri İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Europen" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Garanti Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

### EUROPEN ENDÜSTRİ İNŞAAT HALKA ARZ ÖZET BİLGİ

İhraççı	Europen Endüstri İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Europen Endüstri İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Tarihleri	2 - 3 Haziran 2022
Halka Arz Fiyatı	16,25 TL
Halka Arz İskonto Oranı	18,60%
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Bedelli Sermaye Artırımı
Dağıtım Yöntemi & Tahsilat	Eşit Dağıtım
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	135.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	168.780.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	20,01%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	33.780.0000 TL/Lot Sermaye Artırımı
Ek Satış Hakkı	Yoktur.
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Yoktur.
Taahütler & Teşvik	Şirket ve ortakları, Şirket paylarının Borsa İstanbul 'da işlem görmeye başlamasından itibaren 6 ay boyunca maliki olduğu Şirket paylarının, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğini taahhüt etmiştir.
Borsa Kodu	EUREN
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
SPK Onay Tarihi	26.5.2022

Kaynak: Europen Endüstri İzahname

### 3. ŞİRKET PROFİLİ

13.12.1984'te Hatipoglu Cam kurulmuştur. 1993 yılında European Endüstri, Hatpen PVC Kapı ve Pencere Sistemleri Sanayi Ticaret A.Ş unvanıyla, 5000 m2 kapalı alanda yıllık 35.000 adet/yıl kapı ve pencere üretimine sahip olarak Eskişehir'de kurulmuştur. Hatipoğlu Cam ve European Endüstri, 31.08.2021 tarihinde European Endüstrisi çatısı altında birleşmiştir.

European Endüstri, PVC kapı pencere ve PVC'den imal edilen her türlü doğrama ve yapı elemanları sistemleri yapmak, yerine monte etmek, cihaz ve malzemelerin ithalatını toptan ve perakende ticaretini yapmak ve endüstriyel cam işleme ve ticaretini yapmak amacıyla kurulmuştur.

Şirket faaliyetlerine PVC Profil Üretim Tesisi, Kapı ve pencere üretim tesisi, Buzdolabı Camı tesisi, Mobilya camı tesisi, Pişirici grubu camları tesisi olmak üzere 5 ayrı tesiste sürdürmektedir. Şirket tüm yurtdışına satış faaliyetlerini European Dış Ticaret vasıtasıyla gerçekleştirmektedir.

#### • Satışlar

European Endüstri'nin en çok gelir elde ettiği ürün grubu kapı ve penceredir. En çok gelir elde edilen ikinci ürün kategorisi ise cam grubudur. Şirket'in kapı-pencere ve cam grubu satışlarının büyümesinin temel nedenleri adet olarak satışların artması ve döviz kurundaki artıştır.

Ürün	31.12.2019	Satış Payı (%)	31.12.2020	Satış Payı (%)	31.12.2021	Satış Payı (%)
Cam Grubu Satışları	194.413.119	43,72%	243.054.017	39,43%	459.390.935	43,85%
Kapı ve Pencere Satışları	165.508.176	37,22%	277.860.676	45,08%	471.191.490	44,98%
PVC Profil Satışları	73.300.694	16,48%	66.664.032	10,82%	79.571.466	7,60%
Diğer Satış ve Gelirler	11.482.890	2,58%	28.795.316	4,67%	37.419.942	3,57%
<b>Toplam</b>	<b>444.704.879</b>	<b>100,00%</b>	<b>616.374.041</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.047.573.833</b>	<b>100,00%</b>

Kaynak: European Endüstri İzahname

#### • Yatırımlar

Şirket'in devam eden 2 yatırımı bulunmaktadır. Bunlardan ilki Özel ölçü kapı ve pencere üretim tesisi (Wido-2 Tesisi) , diğeri ise Çatı Ges yatırımıdır. Wido-2 Tesisi'nin 2022 yılının Temmuz ayında üretime geçmesi planlanmaktadır. Wido-2 Tesisi ile birlikte mevcut 25.000 adet olan özel ölçü kapı ve pencere üretim kapasitesini, 2022 yılında 60.000 adete ve 2023 yılında ise 80.000-100.000 adet bandına çıkarmayı hedeflemektedir.

Şirket'in devam eden diğeri yatırımı çatı GES yatırımıdır. Şirket, mevcut durumda faaliyette olan 5 adet Üretim Tesisi'nin çatılarına GES paneli uygulaması yaparak, bu paneller ile ürettiği elektriği, kendi tüketiminde kullanacaktır. Çatı GES yatırımına 2022 yılında başlanmış olup; çatı GES'lerin, 2022 yılının Kasım ayında üretime geçmesi planlanmaktadır. Devam etmekte olan yatırımlara ek olarak, Şirket 2023 ile 2026 yılları arası cam tesis yatırımları yaparak buzdolabı, fırın ve mobilya camı üretim kapasitelerini arttırmayı ve ayna üretim tesisi inşaat ederek ayna işlemenin yanı sıra ayna üretimini de gerçekleştirmeyi planlamaktadır.

### 3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı (%)	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı (%)
İdris Nebi Hatipoğlu	96.000.000	71,11%	96.000.000	56,88%
Tuğba Öztürk	31.000.000	22,96%	31.000.000	18,37%
Merve Öztürk	4.000.000	2,96%	4.000.000	2,37%
Elif Nazlı Öztürk	4.000.000	2,96%	4.000.000	2,37%
<b>Halka Açık Kısmı</b>	-	-	<b>33.780.000</b>	<b>20,01%</b>
<b>Toplam</b>	<b>135.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>168.780.000</b>	<b>100%</b>

Kaynak: European Endüstri İzahname

#### 4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

##### 4.1. Bilanço

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Bilanço (TL)	2019	2020	2021
<b>VARLIKLAR</b>	<b>359.644.944</b>	<b>551.265.567</b>	<b>977.325.277</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>161.642.276</b>	<b>245.011.121</b>	<b>541.849.777</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	9.776.032	13.937.069	54.076.721
Ticari Alacaklar	95.940.249	152.328.643	210.805.414
-İlişkili Tarafardan Ticari Alacaklar	30.936.776	112.373.989	132.205.111
-İlişkili Olmayan Tarafardan Ticari Alacaklar	65.003.473	39.954.654	78.600.303
Türev Araçlar	-	-	3.986.150
Diğer Alacaklar	16.140.795	19.581.066	28.617.417
Stoklar	21.392.098	31.781.782	218.730.712
Peşin Ödenmiş Giderler	13.404.426	25.462.113	10.213.501
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	4.988.676	1.920.448	15.419.862
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>198.002.668</b>	<b>306.254.446</b>	<b>435.475.500</b>
Ticari Alacaklar	1.564.812	2.563.805	-
Diğer Alacaklar	1.723.943	1.941.280	2.135.574
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	47.360.605	49.760.069	29.320.844
Maddi Duran Varlıklar	141.173.251	230.645.657	386.795.307
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	513.203	487.970	699.391
Peşin Ödenmiş Giderler	428.212	7.559.767	8.361.810
Ertelenmiş Vergi Varlığı	5.003.719	13.060.975	8.162.574
<b>KAYNAKLAR</b>			
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>151.398.673</b>	<b>191.392.655</b>	<b>363.487.326</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	31.625.040	19.744.322	-
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	23.251.123	42.414.875	55.201.394
Ticari Borçlar	67.044.167	111.542.150	238.405.303
Türev Araçlar	-	-	10.503.160
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4.634.758	6.674.609	9.115.755
Diğer Borçlar	8.021.657	1.100.855	10.961.050
Ertelenmiş Gelirler	9.553.576	6.233.326	11.981.079
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	4.992.096	520.101	23.697.573
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.276.256	3.162.417	3.622.012
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>41.595.604</b>	<b>108.471.296</b>	<b>145.408.994</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	22.715.410	80.374.762	95.458.488
Ticari Borçlar	-	-	2.826.105
Diğer Borçlar	820.783	746.696	710.496
Ertelenmiş Gelirler	-	-	864.934
Uzun Vadeli Karşılıklar	6.324.882	8.575.540	12.685.505
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	11.734.529	18.774.298	32.863.466
<b>Özkaynaklar</b>	<b>166.650.667</b>	<b>251.401.616</b>	<b>468.428.957</b>
Ödenmiş Sermaye	55.000.000	55.000.000	135.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(88.025)	534.830	105.323.321
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(6.855)	(70.792)	(936.579)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	4.545.758	40.189.571	65.189.571
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı	51.438.982	67.580.730	49.446.041
Net Dönem Karı/Zararı	16.141.748	50.775.940	114.685.924
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	(69.124)	(380.680)	(279.321)

Kaynak: European Endüstri İzahname

#### 4.2. Gelir Tablosu

Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu	2019	2020	2021
Hasılat	444.704.879	616.374.041	1.047.573.833
Satışların Maliyeti	(395.039.783)	(542.024.327)	(836.619.868)
<b>Brüt Kar</b>	<b>49.665.096</b>	<b>74.349.714</b>	<b>210.953.965</b>
Genel Yönetim Giderleri	(15.100.830)	(20.381.671)	(26.018.712)
Pazarlama Giderleri	(9.256.524)	(18.510.481)	(30.115.775)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	16.149.250	25.774.939	70.161.554
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(13.394.921)	(12.162.928)	(50.791.186)
<b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>28.062.071</b>	<b>49.069.573</b>	<b>174.189.846</b>
<b>Finansal Gelir/Gider Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>34.441.693</b>	<b>70.353.228</b>	<b>204.511.002</b>
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>21.244.519</b>	<b>49.863.598</b>	<b>131.071.092</b>
Vergi Gideri	(5.175.401)	653.098	(16.488.020)
<b>Dönem Karı</b>	<b>16.069.118</b>	<b>50.516.696</b>	<b>114.583.072</b>

Kaynak: Eurofen Endüstri İzahname

#### 5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Şirket, halka arz ile, kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, şirket değerinin ortaya çıkması, şirkete değer yaratacak yatırım fırsatlarının fonlanması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, şirketin kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Şirket, halka arzda elde edilecek fonu 2023 yılında kullanıma başlamak üzere ve 2026 sonuna kadar kullanmayı planlamaktadır. Bununla beraber mevcut ekonomik koşullar ve geleceğe yönelik sermaye piyasası koşullarının bugünden kesin bir netlikle öngörülememesi neticesinde halka arzın 2022'nin ilk yarısında tamamlanması planlanmaktadır.

#### Halka Arz Geliri Kullanımı

Yatırımların finansmanı	%35-45
Yatırımlara ilişkin sermayenin güçlendirilmesi	15-25%
Mevcut faaliyetlere ilişkin işletme sermayesinin güçlendirilmesi	25-35%
Kısa vadeli kredilerin kapatılması	5-15%
<b>Toplam</b>	<b>100%</b>

Kaynak: Eurofen Endüstri Fonun Kullanım Yeri Raporu

- **Yatırımların Finansmanı:** Elde edilecek fonun toplamda %35 ila %45'lik bölümünün, Wido-1 ve Wido-2 tesisleri, buzdolabı camı üretim tesisi, ayna tesisleri, pişirici gurubu camları üretim tesisi, mobilya camı üretim tesisi yatırımlarında kullanılması planlanmaktadır. Şirket, ekonomik koşullar dikkate alınarak, söz konusu fonun kullanımında şirket menfaatleri doğrultusunda aşağıda yer alan yatırımlar arasında geçiş yapabilecektir.
- **Yatırımlara İlişkin İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi:** Elde edilecek fonun, %15 ila %25'lik bölümü, yukarıdaki tabloda açıklanan yatırımlara ilişkin işletme sermayesinin güçlendirilmesi amacıyla kullanılacaktır. Şirket'in iş planları ve hedefleri göz önüne alınarak, başta hammadde alımları, enerji masrafları, üretim masraflarının karşılanması, satış ve pazarlama giderleri olmak üzere, şirketin işletme sermayesinin karşılanması amacıyla halka arz gelirlerinin değerlendirilmesi hedeflenmektedir.
- **Mevcut Faaliyetlere İlişkin İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi:** Elde edilecek fonun, %25 ila %35'lik bölümü, şirketin mevcut durumda yürütmekte olduğu faaliyetlerine ilişkin işletme sermayesinin güçlendirilmesi amacıyla kullanılacaktır. Şirketin iş planları ve hedefleri göz önüne alınarak, başta hammadde alımları, enerji masrafları, üretim masraflarının karşılanması, satış ve pazarlama giderleri olmak üzere, şirketin işletme sermayesinin karşılanması amacıyla halka arz gelirlerinin değerlendirilmesi hedeflenmektedir.
- **Kısa Vadeli Kredilerin Kapatılması:** Fonun, %5 ila %15'lik bölümü, şirketin kısa vadeli Türk Lirası cinsinden banka kredilerinin kapatılması amacıyla kullanılacaktır. Şirketin kısa vadeli banka kredi bakiyelerinin kapatılmasıyla, şirketin finansal borçlarının azaltılması ve toplam finansal borçların içerisindeki uzun vadeli kredilerin oranının artırılarak daha güçlü bir finansal yapı elde edilmesi amaçlanmaktadır.

Şirket, global ve yerel ekonomik koşullar dikkate alınarak, söz konusu fonun kullanımında yukarıda gösterilen kategoriler ve tahsisat oranları arasında şirket menfaatleri doğrultusunda geçiş yapabilecektir.

Şirket, halka arzdan elde edilen net gelirleri yukarıda yer alan alanlarda kullanmaya başlayana kadar, kur korumalı mevduat, fonun değerini korumak adına benzer korumayı sağlayabilecek herhangi başka bir surette ve/veya Eurobond alımı suretiyle nemalandırılacaktır. Anılan süre boyunca ilgili fonun bu yöntemlerden hangisi/hangileri ile nemalandırılacağına ve nemalandırma koşullarına global ve yerel ekonomik koşullar çerçevesinde şirket menfaatlerine uygun olarak karar verilecektir.

## 6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda çarpan analizi yöntemi ve indirgenmiş nakit akımı yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında İndirgenmiş Nakit Akımına (İNA) %50, çarpan analizine %50 ağırlık verilmiştir.

### 6.1 Çarpan Analizi Yöntemi

Çarpan analizi yönteminde İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. İD/FAVÖK çarpanına ek olarak yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin İD/FVÖK, İD/Satışlar, F/K ve PD/DD çarpanları da incelenmiş fakat değerlemeye dahil edilmemiştir. Yurt içi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında Borsa İstanbul'da işlem gören yerli plastik ve cam şirketleri incelenmiştir. Yurt dışı benzer şirketler ise Şirkete benzer alanlarda faaliyet gösterdiği belirlenen şirketler arasından seçilmiştir.

Çarpan değeri alınırken, medyan yerine ortalama değer kullanılmıştır. Sebep olarak; benzer şirket sayısının normal dağılım için gerekli olan 30 gözlem sayısından az olması ve ortalamaya uç değer olarak kabul edilen şirketlerin dahil edilmemesi gösterilmiştir. İD/FAVÖK değeri 5'ten aşağı ve 20'den yukarı benzer şirketler uç değer olarak kabul edilmiştir.

Yurt İçi Benzer Şirket İD/FAVÖK Çarpanı Sonuçları	(EUR)
31.12.2021 Gerçekleşen European Endüstri FAVÖK	16.150.753
Çarpan (x)	7,62
İşletme Değeri	123.097.093
Net Borç	6.578.204
<b>İskonto Önceci Piyasa Değeri</b>	<b>116.518.889</b>

Kaynak: European Endüstri Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı Benzer Şirket İD/FAVÖK Çarpanı Sonuçları	(EUR)
31.12.2021 Gerçekleşen European Endüstri FAVÖK	16.150.753
Çarpan (x)	10,76
İşletme Değeri	173.716.316
Net Borç	6.578.204
<b>İskonto Önceci Piyasa Değeri</b>	<b>167.138.112</b>

Kaynak: European Endüstri Fiyat Tespit Raporu

## 6.2 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İNA değerlemesinde kullanılan değerlendirme para birimi EUR'dur. Bunun temel sebebi Şirketin 2021 yıl sonu itibarıyla satışını gerçekleştirdiği PVC profillerin %50,3'ünü, kapı ve pençelerin %100'ünü ve cam grubu ürünlerinin %59,2'sini ihraç etmesi ve toplam satışlarının %86'sının EUR ve EUR'ya endekli olması, ayrıca hammadde maliyetlerinin ise %56'sının dövize endekli olmasıdır. Raporun tamamındaki tutarların TL'den EUR'ya dönüştürmek için kullanılan döviz kurları ve diğer makroekonomik veriler yıllar bazında aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. 2022, 2023 ve 2026 yılı enflasyon tahminleri için, Nisan 2022'de yayınlanan TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi baz alınmıştır. Enflasyonun 2023'ten 2026 yılına kadar aynı oranda azalacağı öngörülmüştür.

Makroekonomik Veriler	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
TL Enflasyon	11,8%	14,6%	36,1%	46,4%	28,4%	19,5%	13,4%	9,2%
EUR Enflasyon	1,3%	0,1%	2,6%	5,3%	2,3%	1,8%	1,8%	1,8%
EUR/TL Ortalama Döviz Kuru	6,35	8,03	10,47	17,55	23,02	27,86	31,81	34,75
EUR/TL Yıl Sonu Döviz Kuru	6,65	9,01	14,68	20,42	25,63	30,09	33,53	35,98

Kaynak: European Endüstri Fiyat Tespit Raporu



İNA analizinde projeksiyon dönemi 5 yıllık hazırlanmıştır. Gelir tablosu oluşturulurken her bir ürün bazında satış hacmi ile birim fiyatı kullanılarak net satışlar tahmin edilmiştir. Şirketin gelecekteki temel üretim odağı, katma değerli ürün üretimini ve çeşitliliğini artırmaktır. 2022 yılının Temmuz ayında faaliyetlerine başlayacak olan Wido-2 tesisi ile beraber Şirketin özel ölçü kapı ve pencere üretim kapasitelerinde artışlar gerçekleşecektir.

2021 yılında 100.068 bin EUR olan satış gelirinin, 2022 yılında 135.030 bin EUR, 2023 yılında 148.694 bin EUR, 2024 yılında 167.084 bin EUR, 2025 yılında 185.365 bin EUR, 2026 yılında ise 201.762 bin EUR olması beklenmektedir.

Şirket, 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla %11 seviyelerinde olan brüt kar marjını 2021 yılında %20,1 seviyesine çıkarmıştır. 2022 yılında da 2021 yılına benzer %20,1 brüt kar marjı beklenmekte, sonraki yıllarda brüt kar marjının kademeli artması ve 2026 yılında %20,6 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. FAVÖK marjının ise 2022 yılında %16 seviyesinde gerçekleşmesi, sonraki yıllarda brüt kar marjındaki artış ile birlikte FAVÖK marjının da kademeli artış göstermesi ve 2026 yılında %16,6 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

Şirketin net işletme sermayesinin net satışlara oranı 2019, 2020, 2021 yıllarında sırasıyla %11,9, %14,7 ve %12,7 olarak gerçekleşmiştir. Projeksiyon dönemi boyunca Şirketin bu marjı %12,7 - %12,8 seviyesinde tutması beklenmektedir.

2022 yılında 1.4 milyon EUR yatırım harcaması planlanmakta olup, sonraki yıllarda sırasıyla 2.8 milyon EUR, 7.45 milyon EUR, 2.55 milyon EUR ve 1 milyon EUR yatırım harcaması öngörülmektedir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesabı yapılırken, risksiz getiri oranı olarak itfa tarihi 15.01.2031 olan Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un 28 Nisan 2022 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %8,50 dikkate alınmış ve bu oran EUR enflasyon ile USD enflasyon arasındaki fark için düzeltilerek %8,31 olarak hesaplanmıştır. Risk primi %5,5 kabul edilmiştir. Kaldıraçlı beta 1 kabul edilmiştir. Şirketin güncel borç/öz kaynaklar oranı olan %32,2'nin projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır. Vergi öncesi borçlanma maliyeti, risksiz getiri oranı olan %8,31'e %1 prim eklenmesi yoluyla %9,31 olarak varsayılmış ve projeksiyon dönemi boyunca %9,31 olarak sabit kalacağı varsayılmıştır. Vergi oranı 2022 yılı için %23, kalan yıllar için %20 olacağı beklenmektedir. Şirket, kurumlar vergisinde 2 puan indirimden faydalanacaktır. Bu varsayımlar ışığında AOSM 2022 yılı için %12,25 projeksiyon döneminin geri kalanı için %12,32 hesaplanmaktadır. Projeksiyon dönemi sonrası için ise AOSM %12,27 hesaplanmaktadır.

İndirgenmiş nakit akımı yöntemine göre 200.743.131 EUR hedef değer hesaplanmıştır.

### **Sonuç**

Sonuç olarak indirgenmiş nakit akımına %50, çarpan analizi yöntemine %50 ağırlık verilerek 171.285.816 EUR hedef değere ulaşılmıştır. Üzerine 1.997.020 EUR yatırım amaçlı gayrimenkul değeri eklenmiştir. Bulunan hedef değer 28.04.2022 tarihindeki TCMB Euro/TL kuru olan 15,5448 seviyesinden TL'ye çevrilmiş ve %18,6 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz için 16,25 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL)	İskonto Öncesi Piyasa Değeri	Ağırlık
Yurtiçi Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı (EUR)	116.518.889	50%
Yurtdışı Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı (EUR)	167.138.112	50%
<b>Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri - Çarpan Analizi (EUR)</b>	<b>141.828.501</b>	<b>100%</b>
Çarpan Analizi (EUR)	141.828.501	50%
İNA Analizi (EUR)	200.743.131	50%
<b>Ağırlıklı Ortalama Piyasa Değeri - İNA ve Çarpan Analizi</b>	<b>171.285.816</b>	<b>100%</b>
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1.997.020	
<b>Piyasa Değeri (EUR)</b>	<b>173.282.835</b>	
Pay Adedi	135.000.000	
Pay Başına Fiyat (EUR)	1,28	
28.04.2022 TCMB EUR Kuru	15,5448	
Pay Başına Fiyat (TL)	19,95	
Halka Arz İskontosu	18,6%	
<b>İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL)</b>	<b>16,25</b>	

Kaynak: Europen Endüstri Fiyat Tespit Raporu

## 7. GÖRÜŞ

Fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Sektöre ve Şirketin sektördeki yerine ilişkin bilgiler oldukça açık ve detaylıdır.

Fiyat tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemi ve piyasa çarpanları yöntemi kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz. Kullanılan yöntemlere eşit ağırlık verilmesinin makul olduğunu düşünüyoruz.

Çarpan analizi yönteminde İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. İD/FAVÖK çarpanına ek olarak yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin İD/FVÖK, İD/Satışlar, F/K ve PD/DD çarpanları da incelenmiş fakat değerlemeye dahil edilmemiştir. Diğer çarpanların da değerlemeye dahil edilmesi halinde farklı bir sonuç çıkacağını göz önünde bulunduruyoruz.

Şirketin değerlemesinde kullanılan İNA yönteminde EUR bazlı hesaplama yapıldığından EUR bazlı risksiz getiri oranı 2022 için %8.31 kullanılmasını makul olarak değerlendiriyoruz.

İNA değerlemesinde kullanılan değerlendirme para birimi EUR'dur. Bunun temel sebebi Şirketin 2021 yıl sonu itibarıyla satışını gerçekleştirdiği PVC profillerin %50,3'ünü, kapı ve pençelerin %100'ünü ve cam grubu ürünlerinin %59,2'sini ihraç etmesi ve toplam satışlarının %86'sının EUR ve EUR'ya endeksli olması, ayrıca hammadde maliyetlerinin ise %56'sının dövize endeksli olmasıdır. Euro/TL paritesinde yaşanabilecek hareketliliğin değerlendirme sonucu üzerinde değişikliklere sebep olabileceğini göz önünde bulundurmak gerektiğini düşünüyoruz.

Sonuç olarak, pay başına %18,6 iskonto oranı uygulayarak ulaşılan 16.25 TL pay başına halka arz fiyatının yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.

**Yasal Uyarı 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.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

**Çekince:** Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.