

İmaş Makina Sanayi A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
20 NİSAN 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, İmaş Makina Sanayi A.Ş. (kısaca "İhraççı", "İmaş Makina" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (A1 Capital) 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

İMAŞ MAKİNA HALKA ARZ ÖZET BİLGİ

İhraççı	İmaş Makina Sanayi A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	İmaş Makina Sanayi A.Ş. ve Pay Sahipleri
Halka Arz Tarihleri	20 - 21 - 22 Nisan 2022
Halka Arz Fiyatı	15,00 TL
Halka Arz İskonto Oranı	18,44%
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Bedelli Sermaye Artırımı ve Mevcut Pay Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Dağıtım Yöntemi & Tahsilat	Oransal Dağıtım - Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar %30 - Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar %60 - Yurt Dışı Kurumlar Yatırımcılar %10
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	30.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	37.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	37,84%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	7.000.0000 TL/Lot Sermaye Artırımı ve 7.000.0000 TL/Lot Mevcut Pay Satışı
Ek Satış Hakkı	Yoktur.
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Yoktur.
Taahhütler & Teşvik	Şirket ve ortakları, Şirket sermayesinde sahibi oldukları payların, Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 (bir) yıl süreyle, payların borsa fiyatından bağımsız olarak hiçbir şekilde Borsa'da satmayacaklarını taahhüt etmişlerdir.
Borsa Kodu	IMASM
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
SPK Onay Tarihi	14.4.2022

Kaynak: İmaş Makina İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

İmaş Makine, her türlü değirmen makinaları, testere tezgahı, yem makinaları imalatı; yapısal çelik imalatı, montajı ve ziraat makinalarının yedek parçaları dahil olmak üzere imalat, pazarlama, satış ve montaj faaliyetlerinde bulunmaktadır.

Şirket, 28.07.1989 tarihinde buğday, mısır, çavdar, yulaf, arpa gibi tahılların un ve irmik haline getirilmesinde kullanılan makinelerin ve anahtar teslimi tesislerin üretilmesi ve kurulması faaliyetlerini gerçekleştirmek amacıyla İttifak Makina Sanayi A.Ş. unvanıyla kurulmuştur. Şirket'in İttifak Makina Sanayi A.Ş. olan unvanı, 1999 yılında İmaş Makina Sanayi A.Ş. olarak değişmiştir.

Şirket kurulduğu günden bu yana 103 ülkede anahtar teslimi un ve yem fabrikaları inşa etmekte, testere tezgahları ve çeki grubu ürünlerini üretip ihracatını gerçekleştirmektedir.

Şirket 2017 yılından itibaren Konya OSB'de ter alan 56.090 m² açık alan üzerindeki 29.285 m² kapalı alana sahip fabrikasında modern makine parkuru ile faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirket'in tescilli 5 markası, 20 tasarımı, 3 patenti ve 6 adet faydalı modeli ve Ar-ge merkezi belgesi bulunmaktadır.

Şirket bünyesinde bulundurduğu 1780 KWe gücündeki çatı güneş enerjisi santraliyle fabrikasında elektrik enerjisini kendi üretmekte, ihtiyaç fazlasının satışını gerçekleştirmekte ve enerji giderlerinden tasarruf sağlayarak ilave gelir elde etmektedir.

Satışlar ve Başlıca Sektörler

Şirket 5 markasıyla 4 farklı sektörde faaliyet göstermektedir. Şirket, tahıl değirmenciliği sektöründe Milleral, şeritli ve daire testere tezgahı sektöründe Cuteral, yem değirmenciliği sektöründe Viteral ve çelik konstrüksiyon sektöründe Steral markalarıyla üretim ve satış faaliyetlerini yürütmektedir. 2018 yılından itibaren faaliyete geçirilen Pro-support markasıyla, müşterilerine tüm bu ürün gruplarının satış sonrası yedek parça, servis ve destek hizmetleri de sunmaya başlamıştır.

Şirket'in 2020 yılında satışları 2019'a kıyasla %20,2 artış göstermiştir. 2021 yılında net satışlar %34,8 artış göstererek 272,8 Milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere, Şirket'in sürekli olarak en yüksek tutarda ve oranda satışını yaptığı ürün grubu Milleral ve Viteral 'dir. Söz konusu iki ürün grubunun toplam satışlar içerisindeki payı 2021 yılında %80 olarak gerçekleşmiştir.

	Ürün	2019	Oran	2020	Oran	31.12.2021	Oran
Net Satışlar	Cuteral	7.474.244	5%	12.635.242	6%	19.884.516	7%
	Milleral	115.887.656	72%	124.180.435	61%	189.272.753	69%
	Viteral	32.712.711	20%	41.206.816	20%	28.994.023	11%
	Steral	289.634	0%	5.375.751	3%	5.607.644	2%
	Prosupport	1.377.401	1%	15.084.649	7%	21.353.996	8%
	Diğer	3.668.144	2%	3.817.774	2%	7.684.177	3%
Net Satışlar Toplam		161.409.790	100%	202.300.667	100%	272.797.110	100%

Kaynak: İmaş Makina İzahname

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	Halka Arz Öncesi Payı (%)	Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	Halka Arz Sonrası Payı (%)
İttifak Holding A.Ş.	A	6.600.000	22,00%	6.600.000	17,84%
	B	18.205.980	60,69%	11.205.980	30,29%
Adese Gayrimenkul Yatırım A.Ş.	B	5.194.020	17,31%	5.194.020	14,04%
Halka Açık Kısmı	-	-	-	14.000.000	37,84%
Toplam		30.000.000	100%	37.000.000	100%

Kaynak: İmaş Makina İzahname

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Bilanço (TL)	2021	2020	2019
VARLIKLAR	661.577.214	478.685.301	399.477.140
Dönen Varlıklar	218.612.330	374.813.530	306.724.008
Nakit ve Nakit Benzerleri	16.829.128	17.866.167	5.171.513
Ticari Alacaklar	76.624.614	97.595.367	78.836.069
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	7.282.602	19.180.785	32.052.655
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	69.342.012	78.414.582	46.783.414
Diğer Alacaklar	7.614.819	177.738.106	165.267.815
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	388.067	176.373.049	164.691.277
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	7.226.752	1.365.057	576.538
Stoklar	96.243.500	62.761.503	47.995.474
Peşin Ödenmiş Giderler	11.047.442	13.246.405	5.298.478
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	-	128.701
Diğer Dönen Varlıklar	10.252.827	5.605.982	4.025.958
Duran Varlıklar	442.964.884	103.871.771	92.753.132
Finansal Yatırımlar	241.797.513	2.619.550	8.025.339
Ticari Alacaklar	-	641.644	-
Diğer Alacaklar	334.500	792.332	290.109
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	27.786.000	14.670.000	-
Maddi Duran Varlıklar	172.738.920	85.092.251	84.325.506
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	175.735	55.994	112.178
Peşin Ödenmiş Giderler	132.216	-	-
KAYNAKLAR	661.577.214	494.215.035	399.477.140
Kısa Vadeli Yükümlülükler	185.523.656	228.804.757	182.175.702
Kısa Vadeli Borçlanmalar	33.934	31.153	427.703
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	45.947.311	46.458.712	42.050.893
Ticari Borçlar	68.179.216	109.644.281	78.006.247
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	2.100.729	1.425.897	1.043.840
Diğer Borçlar	543.405	18.093.979	36.671.842
Ertelenmiş Gelirler	61.648.476	48.655.534	21.159.260
Kısa Vadeli Karşılıklar	7.070.585	4.495.201	2.815.917
Uzun Vadeli Yükümlülükler	95.205.476	100.971.450	101.761.896
Uzun Vadeli Borçlanmalar	55.559.927	87.914.330	96.828.230
Uzun Vadeli Karşılıklar	5.307.465	4.439.605	2.292.084
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	34.338.084	8.617.515	2.641.582
Özkaynaklar	380.848.082	164.438.828	115.539.542
Ödenmiş Sermaye	30.000.000	30.000.000	7.500.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	106.266.875	42.111.553	32.977.426
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	100.596.000	-	-
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2.783.942	2.783.942	2.104.256
Diğer Yedekler	4.583.125	4.490.313	4.496.313
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı	85.842.466	44.669.178	30.253.951
Net Dönem Karı/Zararı	50.775.674	40.383.842	38.207.596

Kaynak: İmaş Makina İzahname

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	2021	2020	2019
Hasılat	272.797.110	202.300.667	161.409.790
Satışların Maliyeti	(170.273.937)	(129.467.433)	(103.388.764)
Brüt Kar	102.523.173	72.833.234	58.021.026
Genel Yönetim Giderleri	(16.203.295)	(12.625.630)	(7.693.620)
Pazarlama Giderleri	(46.700.482)	(35.949.876)	(26.765.403)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(18.013.824)	(8.375.054)	(5.114.609)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	69.633.320	35.732.607	17.598.120
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(48.608.805)	(22.387.741)	(10.747.631)
Esas Faaliyet Karı / Zararı	42.629.987	29.227.540	25.297.883
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	13.401.339	11.988.586	34.429
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	(91.711)	-
Finansman Geliri / Gideri Öncesi Faaliyet Karı	56.031.326	41.124.415	25.332.312
Finansman Gelirleri	35.248.855	30.225.353	23.178.545
Finansman Giderleri	(30.518.567)	(23.050.601)	(10.020.994)
Vergi Öncesi Karı / Zararı	60.761.614	48.299.167	38.489.863
Dönem Vergi Geliri / Gideri	-407.610	-4.270.122	-
Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	(9.578.330)	(3.645.203)	(282.267)
Dönem Karı / Zararı	50.775.674	40.383.842	38.207.596

Kaynak: İmaş Makina İzahname

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Şirket paylarının halka arzı ile; Şirket'in özkaynaklarının güçlendirilmesi, kapasite artırımı ve teknolojik yenileme yatırımları gerçekleştirmek sureti ile rekabet gücünü artıracak maliyet avantajının sağlanması, finansal borçların ve tedarikçilere olan borçların azaltılması, işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması, Şirket'in adil piyasa değerinin belirlenmesi, Şirket'in ve sahip olduğu markalarının bilinirliğinin artırılması, potansiyel müşteriler nezdinde güvenilirliğinin pekiştirilmesi, mevcut kurumsal yapının geliştirilerek güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Halka arz, mevcut payların ortak tarafından satışı ve sermaye artırımı şeklinde gerçekleşecektir. Şirket, sermaye artırımı suretiyle ihraç edilecek 7.000.000 TL nominal değerli payların halka arzından tahmini halka arz maliyetleri düşüldükten sonra net 98.611.349 TL nakit kaynak elde edileceğini öngörmektedir.

Halka Arz Geliri Kullanımı

Halka Arz Büyüklüğü	210.000.000
Kapasite Artırımı Ve Teknoloji Yenileme Yatırımlarının Finansmanı	20,00%
Finansal Borçların Ödenmesi	20,00%
Tedarikçilere Olan Borçların Ödenmesi	30,00%
Peşin Hammadde Tedariki	30,00%
Toplam	100%

Kaynak: İmaş Makina Fonun Kullanım Yeri Raporu

- **Kapasite Artırımı Ve Teknoloji Yenileme Yatırımlarının Finansmanı:** Şirketin 2022 yılında gerçekleştirmeyi planladığı yatırımlar şu şekildedir;
 - CNC 5 Eksen Tornalama Merkezi Yatırımı
 - CNC Yatay İşleme Merkezi Yatırımı
 - 6 Eksen Kaynak Robotu Yatırımı
 - CNC 3 Eksen İşleme Merkezi Yatırımı
 - 6 Eksen Portatif İşleme Merkezi Yatırımı
 - Boyama Robotu Yatırımı
 - Sinerjik Kaynak Makinesi Yatırımı

Bu yatırımlarla, mevcut durumda fason olarak Şirket dışında yaptırılan bir kısım işler Şirket bünyesine alınarak hem maliyet avantajı sağlanacak hem de kalite anlayışının sürekliliğine katkı sağlanmış olacaktır.

- **Finansal Borçların Ödenmesi:** Şirket'in halihazırda mevcut faiz dahil kredi borçları 655.625,20 Euro, 101.318.984 TL'dir. Bu tutarın 431.109,96 Euro, 41.919.055,05 TL'lik kısmı kısa caddeli faiz dahil kredi borçlarıdır.
- **Tedarikçilere Olan Borçların Ödenmesi:** Halka arzdan elde edilecek kaynağın %30'luk kısmının yarısı ile verilen çek ve senetlerin ödenmesi, diğer yarısı ile mevcut tedarikçi cari hesap borçlarının ödenmesi sağlanacaktır. Ödeme yapılacak tedarikçiler Şirketin ilişkili tarafı değildir.
- **Peşin Hammadde Tedariki:** Peşin hammadde tedariki için ayrılacak kaynak ile Şirket'in hammadde tedarik maliyetlerinde önemli oranda düşüş sağlanması suretiyle faaliyet karlılığının artırılması hedeflenmektedir. Peşin hammadde tedariki sonrasında Şirket'in faaliyetlerinden elde edeceği gelirden peşin hammadde tedarikine ayrılacak kısmın da artacağı ve bu suretle hammadde tedarik maliyetlerindeki –mevcut duruma göre- düşüşün süreklilik arz edeceği öngörülmektedir.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

A1 Capital tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda çarpan analizi yöntemi ve indirgenmiş nakit akımı yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında çarpan analizine %45, indirgenmiş nakit akımına %55 ağırlık verilmiştir.

6.1 Çarpan Analizi Yöntemi

Yurtiçi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Yurt içi çarpan analizi yönteminde Fiyat/Kazanç (F/K), Firma Değeri/Ciro (FD/Ciro), Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanlarına yer verilmiştir. Her bir çarpan için ortalama değer hesaplanmıştır. Şirketle birebir aynı faaliyette bulunan borsa şirketi olmadığı için Şirketin faaliyet gösterdiği Makine Metal Eşya Sektörü ile İmalat Sektörünün çarpanları incelenmiştir. FD/FAVÖK çarpan ortalama değerine %40, FD/Ciro çarpan ortalama değerine %40, F/K ortalama çarpan değerine %20 ağırlık verilmiştir. PD/DD ortalama çarpan değeri ile hesaplanan özsermaye değeri 2,2 milyar TL gibi uç değerde gerçekleştiğinden çarpan analizine dahil edilmemiştir.

Yurtiçi çarpan analizi yöntemine göre 637 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır.

Yurtiçi Sektör Çarpanları	Kod	FD/FAVÖK	FD/Ciro	PD/DD	F/K
Makina Metal Eşya İmalat	XMESY	34,20	1,81	6,85	18,98
	İMALAT	18,25	2,00	4,69	20,42
Aritmetik Ortalama		26,22	1,9	5,77	19,7

Kaynak: İmaş Makina Fiyat Tespit Raporu

Yurtiçi Sektör Çarpan Analizi (Bin TL)	Çarpan Oranı	Düzeltilmiş FAVÖK	Satışlar	Net Kar	Özsermaye	Net Finansal Borç	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye
FD/FAVÖK	26,22	27.911				79.600	40%	652.300
FD/Ciro	1,90		272.297			79.600	40%	439.977
F/K	19,70			50.776			20%	1.000.260
PD/DD	5,77				380.848		0%	2.198.617
Ağırlıklandırılmış İskontosuz Ortalama Özsermaye Değeri								636.962,6

Kaynak: İmaş Makina Fiyat Tespit Raporu

Yurtdışı Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Yurtdışı çarpan analizinde Şirketin faaliyet kriterlerine uygun şirketler seçilmiştir. Piyasa değeri yüksek olan firmalar çarpan analizine dahil edilmezken, söz konusu çarpanların en yüksek ve en düşük değerleri ile ortalama değerden standart sapma rakamları belirlenerek eliminasyona tabi tutulmuştur. FD/FAVÖK, FD/Ciro, PD/DD ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık verilerek hedef özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Yurtdışı çarpan analizi yöntemine göre 549,8 milyon TL hedef değer hesaplanmıştır

Yurtdışı Benzer Firma Çarpan Analizi (Bin TL)	Çarpan Oranı	Düzeltilmiş FAVÖK	Satışlar	Net Kar	Özsermaye	Net Finansal Borç	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye
FD/FAVÖK	11,27	27.911				79.600	25%	234.959
FD/Ciro	0,97		272.297			79.600	25%	185.014
F/K	17,04			50.776			25%	865.218
PD/DD	2,40				380.848		25%	91.403
Ağırlıklandırılmış İskontosuz Ortalama Özsermaye Değeri								549.806,2

Kaynak: İmaş Makina Fiyat Tespit Raporu

6.2 indirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İNA analizinde projeksiyon dönemi 2022-2031 yıllarını kapsamaktadır. 2022 yılın büyük bölümü (%65'i) Milleral markasında olmak üzere, Viteral, Cuteral, ve Çeki Grubu üretiminin toplamında 17,6 milyon TL tutarında kapasite yatırımı öngören Şirket, 2023 yılında 6 milyon TL, 2024 yılında 9 milyon TL, 2025 yılında 6 milyon TL ve 2026 yılında 9 milyon TL kapasite yatırımı planlamaktadır. 10 yıllık projeksiyon döneminin 2027-2031 yılları arasında ise Şirket hasılatının %1,2'si oranında yatırım harcaması yapılacağını varsaymıştır. 2022-2026 döneminde kapasite kullanım oranının ortalama %65,3 ile %66,5 arasında gerçekleşeceğini varsaymakta, 2029 yılında %75,3 oranına ulaşırken, 2030 yılında %80,2 ve projeksiyon döneminin sonunda %85,6 seviyesinde gerçekleşeceğini hesaplamaktadır.

2022 – 2025 yılları arası için TCMB Piyasa Katılımcıları Anketinde yer alan enflasyon beklentilerine yakınsayan ciro büyüme projeksiyonları yapılırken, 2026-2031 dönemi için ortalama %12,2 oranın yıllık ciro büyüme tahmininde bulunulmuştur. Bu şekilde, TCMB anketinde %9,1 olan 2025 sonrası enflasyon tahmini ile kıyaslandığında, ciroda anılan dönem için yıllık ortalama %2,8 oranında reel büyüme öngörülmüştür.

2022-2026 döneminde yılda ortalama %21,4'lük artışla 493,8 milyon TL'ye ulaşması beklenen Milleral hasılatının 2027-2031 arasında yılda %10 oranında artarak 2031 yıl sonunda 795,3 milyon TL'ye ulaşacağı tahmin edilmektedir.

2022-2026 döneminde yılda ortalama %20,6'lık artışla 80,8 milyon TL'ye ulaşması beklenen Viteral hasılatının 2027-2031 arasında yılda %11 oranında artarak 2031 yıl sonunda 136,2 milyon TL'ye ulaşacağı tahmin edilmektedir.

2022-2026 döneminde yılda ortalama %20,9'luk artışla 51,6 milyon TL'ye ulaşması beklenen Cuteral hasılatının 2027-2031 arasında yılda %13 oranında artarak 2031 yıl sonunda 95,1 milyon TL'ye ulaşacağı tahmin edilmektedir.

Hurda ve talaş satışının 2026 yılında 12 milyon TL'ye, 2031 yılında ise 31,2 milyon TL'ye yükseleceği tahmin edilmektedir. Büyük ölçüde traktör üreticilerine gerçekleştirilen Çeki Grubu satışları 2021 yılında 5,8 milyon TL'ye ulaşan diğer kategorisindeki satışların, diğer alt ürün kalemlerinin katkısıyla 2031 yılında 86,6 milyon TL'ye ulaşması beklenmektedir.

2022-2026 yılları arasında yıllık ortalama %28 ve takip eden 2027-2031 yılları arasında yıllık ortalama %20 oranında artacağı tahmin edilen Pro Support hasılatının 2031 yılında 161,1 milyon TL olacağı projekte edilmiştir.

2022-2026 yılları arasında yıllık ortalama %13,9 ve takip eden 2027-2031 yılları arasında yıllık ortalama %8,5 oranında artacağı tahmin edilen Sternal hasılatının 2031 yılında 16 milyon TL olacağı projekte edilmiştir.

2022-2031 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde yılda ortalama 2,23 MWh elektrik üretimi yapmayı öngören Şirket, bu dönem boyunca dışarıya yıllık ortalama 1,15 TL/KWh fiyatla satış yapmayı planlamaktadır. Satış fiyatı projeksiyon dönemi boyunca sabit varsayılmıştır.

Şirket 2021 yılında 27,9 milyon TL FAVÖK elde ederken, FAVÖK marjı %10,2 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirketin 2022 yılında 58.5 milyon TL FAVÖK elde edeceği planlanmış ve sonraki yıllarda FAVÖK büyümesini sürdüreceği öngörülmüştür. 2031 yılı için 247.4 milyon TL FAVÖK projekte edilmektedir. FAVÖK marjının ise yıldan yıla kademeli artış göstererek 2022 yılında %16 seviyesinden 2031 yılında %19,2 seviyesine yükselmesi planlanmaktadır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesabı yapılırken, risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık Türkiye Devlet Tahvilinin getirisi olan %25 kullanılmıştır. 2015-2020 yılları arasında 10 yıllık tahvil faizinin ortalaması, yıllık ortalamalar üzerinden %12,48 seviyesinde hesaplanmaktadır. Risksiz faiz oranının projeksiyon dönemi boyunca kademeli düşüş göstereceği varsayılmıştır. 2022 yılı için %25 alınan faiz oranı yıllar arasında kademeli düşürülerek 2026 yılı için %14, 2031 yılı için %12,50 alınmıştır. Risk primi %5,5 kabul edilmiştir. Bu risk primine ilaveden Şirket riski olarak %1'lik spesifik prim eklenmiştir. Beta 1 kabul edilmiştir. Kurumlar vergisi 2022 yılı için %23, sonraki yıllar için %20 alınmıştır. Borçluluk oranı %20,2 seviyesindedir. Borçlanma maliyeti 2022 yıl için %21,42 alınmış olup, sonraki yıllarda %12,32 seviyesine kadar düşmektedir. Bu varsayımlar ışığında AOSM, projeksiyon döneminin ilk beş yılında ortalama %22,8, 2027-2031 döneminde %17,2 hesaplanmaktadır. 2022-2031 döneminde ise ortalama AOSM %20 olarak hesaplanmaktadır.

Sonuç

Sonuç olarak indirgenmiş nakit akımına %55, çarpan analizi yöntemine %45 ağırlık verilerek halka arz öncesi 551.708.708 TL hedef değere ulaşılmıştır. Bulunan hedef değere %18,44 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz için 15,0 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç	
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	517.610.375	55%	284.685.706	
Piyasa Çarpan Analizi	593.384.448	45%	267.023.002	
	Yurtiçi	636.962.624	22,5%	143.316.590
	Yurtdışı	549.806.272	22,5%	123.706.411
Ağırlıklandırılmış Hedef Piyasa Değeri		100%	551.708.708	
Çıkarılmış Sermaye			30.000.000	
Pay Başına Değer			18,39	
İskonto Oranı			18,44%	
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri			450.000.000	
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)			15,00	

Kaynak: İmaş Makina Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

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

Şirket fiyat tespitinde kullanılan "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Analizi" yöntemlerinin uygun olduğunu ve net, anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz. Ayrıca, yöntemlere sırasıyla verilen %55-45 ağırlığın makul olduğu görüşündeyiz.

Şirketin Piyasa Çarpanları analizinde piyasa değeri hesaplanırken Şirket'le birebir aynı faaliyette bulunan borsa şirketi olmadığı için Makina Metal Eşya sektörü ve imalat sektörünün çarpanlarının alındığı görülmektedir.

Yurt dışı benzer şirketlere FD/FAVÖK, FD/Ciro, PD/DD ve F/K çarpanlarına eşit ağırlık verilmesini makul karşılıyoruz.

Çarpan analizinde yurt içi benzer şirketlerin PD/DD ortalama çarpan değerinin 2,2 milyar TL gibi uç değerde gerçekleşmesi nedeniyle değerlemeye dahil edilmemesinin ihtiyatlı bir yaklaşım olduğunu düşünüyoruz.

İmaş Makina için hazırlanan değerlendirme çalışması sonucunda hisse değerinin 18,39 TL ve %18,44 halka arz iskontosu sonrası halka arz fiyatının 15,00 TL olduğu görülmektedir. İskonto oranının %20 ve üzerinde alınmasının daha makul olabileceğini düşünüyoruz.

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.