

GIPTA OFİS KIRTASIYE ve PROMOSYON ÜRÜNLERİ İMALAT SANAYİ A.Ş.

**FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST
RAPORU**

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
05 Eylül 2023

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, Halk Yatırım Menkul Kıymet'in (Halk Yatırım) yetkili aracı kurum olduğu Gıpta Ofis Kırtasiye ve Promosyon Ürünleri İmalat Sanayi A.Ş. (kısaca "İhraççı", "GIPTA" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Halk 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

GIPTA OFİS KIRTASIYE ve PROMOSYON ÜRÜNLERİ İMALAT SANAYİ A.Ş.

HALKA ARZ ÖZET BİLGİ

İhraççı	Gıpta Ofis Kırtasiye ve Promosyon Ürünleri İmalat Sanayi A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Gıpta Ofis Kırtasiye ve Promosyon Ürünleri İmalat Sanayi A.Ş. Ve Pay Sahipleri
Halka Arz Tarihleri	6 - 7 - 8 Eylül 2023
Halka Arz Fiyatı	20,90 TL
Halka Arz İskonto Oranı	22,00%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Pay Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	100.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	132.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	30,30%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	40.000.000

Fiyat İstikrarı İşlemleri ve Taahhütler

Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca, herhangi bir bedelsiz/bedelli sermaye artırımını gerçekleştirilmemesine veya halka arz yapılmasına yönelik bir karar alınmaması kararı alınmıştır. Şirket ortakları, GIPTA Paylarının halka arzına ilişkin izahnamenin SPK tarafından onaylandığı tarihten itibaren 180 gün süreyle GIPTA paylarını hiçbir şekilde Borsa İstanbul A.Ş.'de veya Borsa İstanbul dışında satılmayacağını veya hiçbir şekilde devredilmeyeceğini, GIPTA paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl süreyle, GIPTA paylarını halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satılmayacağını taahhüt etmiştir. Payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süreyle fiyat istikrarı planlanmaktadır.

Tahsis Grupları ve Pay Oranları

%70 Yurt İçi Bireysel Yatırımcı

%30 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı

Borsa Kodu

GIPTA

İşlem Göreceği Pazar

Yıldız Pazar

Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Kaynak: Gıpta Ofis Fiyat Tespit Raporu

3. ŞİRKET PROFİLİ

1984 yılında kurulan şirketin ana faaliyet alanı kırtasiye, promosyon ve ambalaj olmakla birlikte şirket, ağırlıklı olarak kırtasiye ürünleri sektöründe üretim ve ticaret faaliyetleri yürütmektedir. Kırtasiye sektörü genel faaliyet sahası itibarıyla düşünüldüğünde içinde birçok alt sektörü de barındırmaktadır. Kağıt, saraciyeye deri, bilgisayar, imalat vb. birçok sektörün ürünü kırtasiye ürünü olarak geçmektedir.

Şirket defter, ajanda ve kağıt promosyon ürünler konusunda en büyük üretici konumunda. Tüm alanlarda sadece Ana faaliyet konusu 3 temel sektördür.

Kırtasiye: Satış ağı iç pazarda 10.000’den fazla kırtasiye satış noktasına ulaşmakta ve 20 ülkedeki distribütörleri ile birlikte yurtdışındaki kırtasiye satış noktalarında GIPTA ürünleri ulaşmaktadır.

Promosyon: Türkiye’nin ilk 2.000 firma ve kurumuna servis ve ürün sağlamak ve pek çok Avrupa ülkesine ihracat yapmaktadır.

Ambalaj: İç pazarda kurumsal yapılar ve kuyum perakende mağazalarına verdiği hizmet ve ürün açısından lider konumdadır. Ayrıca pek çok ülkeye hediye kutuları ihraç etmektedir.

ŞİRKET’İN FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ

Şirket’in üretim ve satışını yaptığı ürün grupları; mamül, ticari ürün ve diğer satışlar olarak 3 ana kategoriye ayrılmıştır.

Mamül Ürün Grupları: GIPTA’da üretilen tüm mamuller yer aldıkları ürün grubu içinde hitap ettikleri kesime kullanılan malzeme ve ürün özelliğine göre bir koleksiyon adı ile anılmaktadır. Birçok farklı nihai tüketicinin renk ve tasarım tercihlerine göre çeşitlenen her bir koleksiyon bir koli içinde harmanlı olarak sevk edilerek hedef tüketici grubunun tüm kriterlerine hitap edilmeye çalışılmaktadır. Bu ürün grupları spiralli, tel dikişli, iplik dikişli defterler, promosyon malzemeleri, yayın grubu ürünleri ve diğer ürünler olarak sıralayabiliriz.

Ticari Ürün Grupları: Ticari ürün grubu kendi içinde okul, ofis hediyelik ve diğer ürünler olarak sınıflandırılmıştır. Ürünler GIPTA tarafından tasarlanıp yurt içi ve yurt dışı münferit firmalara ürettirilerek Gıpta markası ile ürünlerin piyasaya satışı yapılmaktadır. Klasik ürünlerin yanı sıra özellikle okul ürünlerinde çeşitler yer almaktadır.

1 – Okul Ürünleri: Fineliner, boardmaker, versatil kalemler, kalem ucu, kurşun kalem, keçeli boya kalemi, kuru-pastel, sulu, mum boya, okul makası, matara, silgi, oyun hamuru, sıvı ve katı yapıştırıcı ve benzeri ürün gruplarından oluşmaktadır.

2 – Ofis Ürünleri: Bant kesme makinası, delgeç, zimba, evrak rafi, metal masa seti, tel sökücü, bant, fosforlu marker, maket bıçağı, makas, hesap makinesi, şerit silici, yapışkan notluk, ve benzeri ürün gruplarından oluşmaktadır.

3 – Hediyelik Ürünler : Sümen takımları, masaüstü düzenleyiciler, hediye kutular ve karton çantalar ve benzeri ürün gruplarından oluşmaktadır.

4 – Diğer Ürünler : Ham madde, muhtelif evrak dosyaları ve bazı renkli kağıt gruplarından oluşmaktadır.

Hasılat (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	2023/03
Mamül Grubu	129.927.941	118.813.914	385.443.004	94.587.160
Net Satışlara Oranı	85,9%	77,6%	56,8%	71,1%
Ticari Ürün Grubu	19.738.384	32.565.364	287.900.171	37.373.328
Net Satışlara Oranı	13,0%	21,3%	42,4%	28,1%
Diğer Satışlar	1.614.957	1.747.033	5.008.246	1.155.026
Net Satışlara Oranı	1,1%	1,1%	0,7%	0,9%
Net Satışlar	151.281.282	153.126.311	678.351.421	133.115.514

Kaynak: GIPTA Fiyat Tespit Raporu

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Payı (%)	Sermaye (TL)	Payı (%)
Bilge Grup Kağıt Çevre Enerji İnş.	45.600.000	45,60%	41.983.059	31,81%
CPR Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	39.250.000	39,25%	38.100.000	28,86%
Nazım Pınar	8.000.000	8,00%	5.370.000	4,07%
Nurten Akdemir	3.125.000	3,13%	2.875.000	2,18%
Vecdet Fehmi Şendil	1.650.000	1,65%	1.486.941	1,13%
Mehmet Sönmez	500.000	0,50%	460.000	0,35%
Alpay Akdemir	468.750	0,47%	431.250	0,33%
İsmail Hakkı Akdemir	468.750	0,47%	431.250	0,33%
Alp İhsan Akdemir	468.750	0,47%	431.250	0,33%
Ahmet Yılmaz Akdemir	468.750	0,47%	431.250	0,33%
Halka Açık Kısmı	0	0,00%	40.000.000	30,30%
Toplam	100.000.000	100%	132.000.000	100%

Kaynak: GIPTA Fiyat Tespit Raporu

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Bilanço (TL)	31.03.2023	2022	2021	2020
VARLIKLAR				
Nakit ve Nakit Benzerleri	321.926.870	225.561.80	72.568.327	42.985.946
Finansal Yatırımlar	41.262.923	39.965.040	2.178.000	10.640.899
Ticari Alacaklar	218.545.587	177.209.07	64.186.179	55.643.958
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	1.654.671	386.573	18.474	1.731
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	216.890.916	176.822.50	64.167.705	55.642.227
Diğer Alacaklar	448.730	203.081	6.821	33.548
Stoklar	187.647.445	111.270.88	67.448.665	26.656.859
Peşin Ödenmiş Giderler	31.156.561	1.768.425	16.962.638	443.881
Diğer Dönen Varlıklar	9.837.367	5.800.293	7.876.149	5.457.163
Toplam Dönen Varlıklar	810.825.483	561.778.59	231.226.68	141.862.25
Ticari Alacaklar	27.695.000	-	-	-
Finansal Yatırımlar	-	-	643.734.00	659.183.98
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	5.900.000	5.900.000	394.984	402.824
Maddi Duran Varlıklar	384.451.006	377.948.50	118.339.46	25.332.962
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	77.058	89.192	86.667	83.188
Peşin Ödenmiş Giderler	4.400	4.400	-	-
Toplam Duran Varlıklar	418.127.464	383.942.10	119.143.31	26.141.175
Toplam Varlıklar	1.228.952.9	945.720.69	350.370.00	168.003.42
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	139.187.730	12.005.303	18.403.706	14.440.960
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	43.702.722	36.719.800	14.590.266	13.256.411
Kısa Vadeli Operasyonel Kiralama İşlemlerinden Borçlar	2.729.276	2.593.392	1.896.366	-
Diğer Finansal Yükümlülükler	29.259.722	-	-	-
Ticari Borçlar	83.055.537	51.025.079	17.216.121	6.317.959
-İlişkili Taraflardan Ticari Borçlar	-	-	522.899	1.150.360
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Borçlar	83.055.537	51.025.079	16.693.222	5.167.599
Diğer Borçlar	1.556.221	1.684.767	535.324	11.431.391
-İlişkili Taraflardan Diğer Borçlar	-	-	-	11.173.466
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Borçlar	1.556.221	1.684.767	535.324	257.925
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Borçlar	5.051.380	3.453.779	590.327	424.751
Ertelenmiş Gelirler	258.084.631	120.942.35	46.638.287	3.256.263
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.312.117	1.634.893	916.429	860.379
-Diğer kısa vadeli karşılıklar	2.312.117	1.634.893	916.429	860.379
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	11.517.813	2.533.893	1.580.774	214.948
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	576.457.149	340.593.26	102.367.60	50.203.062
Uzun Vadeli Borçlanmalar	30.110.894	36.487.387	26.037.373	29.312.614
Uzun Vadeli Diğer Finansal Yükümlülükler	14.571.667	662.046	2.461.971	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	5.588.861	6.625.110	4.367.652	3.191.667
-Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	5.588.861	6.625.110	4.367.652	3.191.667
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	54.717.491	55.526.009	6.078.956	716.999
Toplam Yükümlülükler	104.988.913	99.300.552	38.945.952	33.221.280
Ödenmiş Sermaye	100.000.000	100.000.00	60.000.000	60.000.000
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı	278.462.532	277.946.35	74.334.458	-2.043.495
-Duran varlıklar yeniden değerlendirme artış/azalışları	282.473.868	282.473.86	76.503.976	-
-Tanımlanmış fayda planlarının yeniden ölçüm kazançları/kayıpları	-4.011.336	-4.527.518	-2169518	-2.043.495
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	3.909.819	3.909.819	3.346.084	3.066.379
Geçmiş yıl karları/zararları	123.970.716	27.921.179	56.360.080	19.705.510
Net dönem karı	41.163.818	96.049.537	15.015.831	3.850.693
Toplam Özkaynaklar	547.506.885	505.826.88	209.056.45	84.579.087
TOPLAM KAYNAKLAR	1.228.952.9	945.720.69	350.370.00	168.003.42

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Hasılat	151.281.282	153.126.311	678.351.421	63.227.872	133.115.514
Satışların Maliyeti	-126.922.935	-114.047.215	-486.881.526	-48.827.438	-64.751.197
Brüt Kar / Zarar	24.358.347	39.079.096	191.469.895	14.400.434	68.364.317
Genel Yönetim Giderleri	-2.653.991	-4.580.202	-12.617.687	-2.007.529	-4.281.375
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	-12.636.281	-16.637.999	-38.581.736	-4.940.553	-15.654.893
Esas Faaliyetlerinden Diğer Gelirler	1.859.080	-2.772.098	5.217.967	1.693.638	3.156.897
Esas Faaliyetlerinden Diğer Giderler	-4.231.311	-6.722.626	-11.046.687	-8.265.466	-11.307.873
Esas Faaliyet Karı / Zararı	6.695.844	13.910.367	134.441.752	880.524	40.277.073
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	488.733	118.240	19.411.112	3.787.802	1.520.412
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-193.702	-71.329	-165.112	0	0
Finansman Gelir / Gideri Öncesi Faaliyet Karı / Zararı	6.990.875	13.957.278	153.687.752	4.668.326	41.797.485
Finansal Gelirler	8.146.401	15.415.468	9.716.907	3.588.083	16.818.111
Finansal Giderler	-10.115.177	-15.219.435	-42.472.516	-10.937.213	-7.963.630
Vergi Öncesi Kar / Zarar	5.022.099	14.153.311	120.932.143	-2.680.804	50.651.966
Vergi Geliri / Gideri	-1.171.406	862.520	-24.882.605	917.000	-9.488.148
Dönem Vergi Geliri / Gideri	-1.607.258	-2.444.459	-24.074.757	-745.259	-10.425.712
Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	435.852	3.106.979	-807.849	1.662.259	937.564
Dönem Karı/ (Zararı)	3.850.693	15.015.831	96.049.538	-1.763.804	41.163.818
Pay Başına Kazanç	0,1	0,3	1,0	0	0,40

Kaynak: GIPTA Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Kullanım Alanı	Kullanım Tutarı (%)
Yurt içi Üretim Kapasitesinin Artırılması İçin İlave Makine Alınması, Çatı Güneş Enerjisi Yatırımı ve İlave Fabrika İnşaatının Yapılması	35-40%
İşletme Sermayesi İhtiyaçlarının Karşılanması	40-45%
Finansal Borçların Ödenmesi	25-30%
Toplam	100%

Kaynak: Gipta Ofis Kırtasiye Fonun Kullanım Yeri Raporu

İşbu sermaye artırım neticesinde ihraç edilecek Şirket paylarının Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanacak fiyat tespit raporunda belirlenen fiyat üzerinden halka arz edilmesi ve halka arz sürecine ilişkin maliyetlerin brüt halka arz gelirinden düşülmesi sonrasında Şirket net halka arz gelirini elde etmiş olacaktır.

Şirket paylarının halka arzı ile kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir. Şirket, sermaye artışı sonucunda elde edeceği halka arz gelirlerini makul bir ekonomik veya finansal gerekçeye dayanarak koşulluyla aşağıdaki tabloda verilen aralıklar içerisinde kalınmasına özen gösterilerek kullanacaktır:

1) Yurtiçi Üretim Kapasitesinin Artırılması İçin İlave Makine Alımı ve Fabrika İnşaatı

Şirket üretim faaliyetlerinin yapıldığı Ankara/Temelli Bölgesi'ndeki fabrikada bulunan makinaların, ilgili teçhizatın kapasitesinin artırılması ve üretilecek yeni ürünler için ihtiyaç duyulacak makine, otomasyon cihazları ve ekipmanlarının temini ile Şirket'in fiziki üretim kapasitesinin artırılması, Şirket faaliyetlerinin ve satışlarının artırılarak sürdürülebilirliği açısından önem arz etmektedir. Bu bağlamda 2023 yılında verilecek siparişler üzerine 2024 yılında gerçekleşecek teslimatlar sonucunda yapılacak satın alımlarla Yerli veya Yabancı menşeli ilave çeşitli ek makine yatırımı planlanmaktadır. Öte yandan, Şirket yeni yatırım planı olan depolama alanı için satın alacağı arsa üzerinde ve/veya Şirket mevcut durumda faaliyetlerini sürdürdüğü fabrikasının yanına ilave bir fabrika binası inşa edecektir. Şirket Ankara Temelli bölgesinde yer alan fabrikasının çatısına güneş enerjisi yatırımı planlanmakta olup artan enerji maliyetleri çerçevesinde maliyet avantajı elde edilmesi hedeflenmektedir. Bu çerçevede kurulacak çatı GES'in Kurulu gücünün 2,3 MW olması planlanmaktadır. Bu kapsamda halka arzdan elde edilen gelirin %35-40'lık kısmının üretim kapasitesinin artırılması amacıyla söz konusu çatı GES santrali, ek makine yatırımı alımı ile fabrika inşaatında kullanılması planlanmaktadır.

2) İşletme Sermayesi İhtiyaçlarının Karşılanması

Şirket üretiminde kullandığı ve ticaretini yaptığı ürünlerin tamamına yakını döviz cinsinden temin edilen hammadde ve mamuller, selüloz, kâğıt, kâğıt türevleri ve petro-kimya ürünleri fiyatlarına ve söz konusu endüstrilerin kar marjlarına, büyük uluslararası üreticilerin fabrikalarındaki üretimde yaşanabilen geçici duraklamalara ve dünya çapındaki gelişmelere bağlı olarak değişebilme potansiyeline sahiptir.

Dolayısıyla gerek global fiyat dalgalanmaları gerekse döviz kurlarında yaşanabilecek muhtemel artışlar hammadde ve mamul fiyatlarını yükseltebilmektedir. Bu riske ilave olarak hammadde ve mamul temin eden tedarikçi firmaların ürünleri herhangi bir sebeple (lojistik, gümrükleme, doğal afet, salgın vb.) zamanında teslim edememesi, ekonomik veya diğer sebeplerle, hammadde ve mamul arzında azalma olması veya daha yüksek alım yapan başka üretici firmalara dağıtımda öncelik vermesi, hammadde ve mamul temini sürecinde Şirket için risk oluşturabilmektedir.

Şirket hammadde ve mamul maliyetleri, Pazar talebi (büyüme veya küçülmesi) ve rakiplerinin belirlediği satış fiyatlarına göre kendi fiyatlama politikasını oluşturmaktadır. Belirlenen fiyatlama politikasına göre hammadde ve mamul alımı yapılmakta ve satışlardaki vadeler belirlenmektedir. Dolayısıyla Şirket izlediği fiyatlama politikasına bağlı olarak işletme sermayesi ihtiyacı da önem arz etmekte olup, bu durum Şirket stoklarını artırmaya sebebiyet verecektir. Şirket bu değişimleri yönetebilmek için hammadde ve mamul stoklarını artırmayı planlamaktadır. Bu doğrultuda, Şirket net halka arz gelirinin %40-45'ini başta hammadde ve mamul olmak üzere işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla kullanmayı planlamaktadır.

3) Finansal Borçların Ödenmesi

Şirket özel bağımsız denetimden geçmiş 31.03.2023 tarihli finansal tablolarına ilişkin bağımsız denetim raporunun ilgili dipnotlarında yer alan bilgilere göre, Şirket toplam 182.890.452 TL tutarında kısa vadeli banka kredisi bulunmakta olup, bu kredilerin tamamının 1 yıl içerisinde ödenmesi gerekmektedir. Şirket halka arzdan elde edilecek net gelirinin %25-30'unu Şirket net kar marjının artırılması ve finansal olarak daha borçsuz bir şirket olması hedefleri kapsamında finansman giderlerinin düşürülmesi ve işletme sermayesinin artırılması amacıyla, TL ve döviz cinsi banka kredilerinin bir kısmının kapatılmasında kullanmayı hedeflemektedir.

Tüm bu hususlara ek olarak, yukarıda belirtilen fon kullanım oranları Şirket menfaatleri ve piyasa koşulları doğrultusunda değişkenlik gösterebilir. Şirket, halka arzdan elde edilecek net geliri yukarıda izah edilen şekilde kullanmaya ihtiyacı olmadığı ve/veya kullanmadığı ölçüde, Şirket menfaatlerini gözeterek kategoriler arasında geçiş yapabilecektir. Şirket, halka arzdan elde edilen net gelirleri, kullanmaya başlayana kadar kur korumalı mevduat, Türk Lirası cinsinden vadeli mevduat ve/veya Eurobond ve/veya yatırım fonları gibi menkul kıymet alımları suretiyle nemalandıracaktır.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Halk Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda çarpan analizi yöntemi ve indirgenmiş nakit akımı yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında çarpan analizine %50, indirgenmiş nakit akımına %50 ağırlık verilmiştir.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İndirgenmiş nakit akımı yönteminde 2023/3 dönemi faaliyet sonuçları baz olarak esas alınmış olup, 2023 – 2028 yılları arası projeksiyon dönemi olarak kabul edilmiştir.

Şirket fiyatlama stratejisini oluştururken yılbaşında bayi toplantıları, fuarlardaki arz-talep dengesi, rakip firma fiyatlamaları ve beklentiler göz önünden bulundurarak güncel ham madde fiyatları üzerinden maliyet analizi yapıldıktan sonra ürün birim satış fiyatları belirlenmiştir. Maliyetlerin yılın geri kalanında enflasyon oranı kadar artacağı beklentisi ile 2023/3 dönemindeki maliyetler yılsonuna kadar olan 3 çeyrek için beklenen enflasyon oranıyla artırılmıştır.

Tahmin dönemi için UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca bozulan bir yapıda gelir projeksiyonu uygulanmıştır ve Şirket'in sağladığı 2 yıllık pojeksiyon bu yaklaşım altında incelenmiştir.

Projeksiyonda fiyat artışları projekte edilirken ihtiyatlılık ilkesine bağlı kalınmış, geçmiş 3 yılda oluşan birim fiyatları YBBO'su mamul grubunda %57, ticari ürün grubunda %45 iken, 2022 yılı itibariyle 2028 yılına kadar YBBO, iki ürün grubunda sırasıyla %30 ve %18 olarak gerçekleşeceği hesaplanmıştır. Şirket hasılatı 2020 – 2022 arası dönemde yıllık bazda bileşik %78 büyürken, 2022 yılından itibaren 2028 yılına kadar yıllık bazda bileşik %50 büyüyeceği beklenmektedir. Projeksiyon döneminde mamul grubun payının ortalama %71'e gerileyeceği, ticari ürün çeşidinin artması sonucunda bu grubun ortalama %28'e yükseleceği ve diğer satışların payının değişmeyeceği hesaplanmıştır. 2024 – 2028 yılları boyunca birim maliyetlerin enflasyon ile artacağı tahmin edilerek projeksiyon oluşturulmuştur.

Faaliyet giderleri projekte edilirken, geçmiş 3 yıl ve ara dönem net satışlara oranların ağırlıklı ortalaması hesaplanması ve bu oranın projeksiyon boyunca korunacağı varsayılmıştır. Projeksiyon

döneminde 2023 – 2028 yılları arasında sırasıyla yatırımların net satışlara oranı %1,2, %3,3, %1,5, %1,0, %0,4, %0,3 olarak projekte edilmiştir.

**Gıpta Ofis İndirgenmiş
 Nakit Akımları Analizi
 Tablosu**

İNA (TL)	2023	2023 2Ç - 4Ç (T)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	1.366.545.400	1.233.429.886	2.196.869.527	3.171.909.091	4.383.484.485	5.886.025.064	7.820.501.427
Büyüme Oranı (%)	101,5%	100,5%	60,8%	44,4%	38,2%	34,3%	32,9%
FVÖK	356.585.262	308.256.061	574.211.626	839.370.957	1.172.773.351	1.590.061.533	2.112.644.502
FVÖK Marjı (%)	26,1%	25,0%	26,1%	26,5%	26,8%	27,0%	27,0%
Vergi Oranı	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	274570883,00	237.357.167	442.142.952	646.315.637	903.035.481	1.224.347.381	1.626.736.267
Amortisman	11.334.813	8.760.386	18.221.937	26.309.404	36.358.818	48.821.643	64.867.160
FAVÖK	367.920.375	317.016.447	592.433.563	865.680.362	1.209.132.170	1.638.883.176	2.177.511.662
FAVÖK Marjı	26,9%	25,7%	27,0%	27,3%	27,6%	27,8%	27,8%
Brüt Nakit Akımı	285.905.695	246.117.553	460.364.889	672.625.042	939.394.299	1.273.169.024	1.691.603.427
İşletme Sermayesi İhtiyacı (-)	326.316.466	352.113.218	237.329.421	299.620.780	371.374.217	459.653.307	588.300.675
Yatırım Harcamaları (-)	16.064.790	7.000.000	72.400.000	47.880.000	43.456.000	24.147.200	24.976.640
Serbest Nakit Akımları		-112.995.665	150.635.468	325.124.262	524.564.082	789.368.516	1.078.326.111
İndirgeme Oranı		24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%	24,5%
Baz Yıl		0,75	1,75	2,75	3,75	4,75	4,75
İskonto Faktörü		84,8%	68,10%	54,70%	44,00%	35,3%	28,40%
İndirgenmiş Nakit Akımları		-95.866.110	102.644.336	177.935.071	230.576.560	278.676.812	305.756.419

Kaynak: GIPTA Fiyat Tespit Raporu

İşletme sermayesi ihtiyacı ve değişiminden kaynaklı nakit çıkışlarının tahmin edilebilmesinde geçmiş dönemlerdeki ticari alacaklar tahsil süresi, stok devir süresi, ticari borç ödeme süresi, ortalama alınan avans süresi ve ortalama verilen avans süresi hesaplanmış olup projeksiyonda ise 2020 – 2023/3 dönemleri arasındaki ortalamaların değişmeyeceği varsayılmıştır. Bunun sonucunda nakit çevirme süresi projeksiyon dönemi için ortalama 153 gün olarak tahmin edilmiştir.

Şirket'e ilişkin özkaynak maliyeti hesaplamasında Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli kullanılmıştır. Risksiz faiz oranı olarak 5 yıllık T.C. Hazine'si tarafından ihraç edilen vadeli TL tahvil getirisindeki dalgalanmalar göz önünde bulundurularak, risksiz faiz oranı olarak %20 belirlenmiştir. Beta, muhafazakar tarafta kalmak adına 1,0 alınırken piyasa risk primi %7 olarak hesaplamalara dahil edilmiştir. Şirket'in 2023/3 itibarıyla Borç / Özkaynak oranı %32,16 olup projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır. Borçlanma maliyeti piyasa koşulları gözetilerek risksiz faiz oranı +500 baz puan olarak belirlenmiştir. Uç değer hesaplaması için büyüme oranı ise %5 olarak varsayılmıştır.

6.2 Pazar Yaklaşımı - Çarpan Analizi Yöntemi

Piyasa çarpanları analizi, Borsa İstanbul'da yurtdışındaki borsalarda işlem gören ve Gıpta Ofis ile benzer faaliyet alanına sahip olmaları nedeniyle karşılaştırılabilir şirketlerin finansal tablolarından elde edilen sonuçlar ve oranlarından hareketle yapılan bir değerlendirme yöntemidir.

Çarpan analizi yapılırken, sanayi şirket değerlemelerinde sıkça tercih edilen F/K ve FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Analiz yapılırken şirketin son 12 aylık yıllıklandırılmış yılı FAVÖK tutarı dikkate alınmıştır. Şirketin F/K ve FD/FAVÖK oranı yurtiçi ve yurtdışında faaliyet alanı benzer şirketler ile kıyaslanmıştır. Yurtdışı benzer şirketler hesaplama dahil edilmemiştir. Ayrıca, çarpan analizinde değerlemeyi etkilemesi olası uç değerler çeyrekler açıklığı yönetimiyle hesaplanmıştır. Buna göre, F/K için üst limit 82,49, alt limit -31,6 arasında kalan değerler, üst limit FD/FAVÖK için 42,21 ve alt limit olan -15,99 arasında kalan değerler değerlendirmeye alınırken dışında kalan değerler uç değerler olarak kabul edilmiştir. Bu değerlerin dışında olan şirketler hesaplama dahil edilmemiştir.

Yurtdışı çarpan analizinde ise şirket faaliyetlerine oldukça benzer faaliyet gösteren şirketler değerlendirmeye alınmıştır.

Örnekleme grubunda yer alan şirketlerin F/K ve FD/FAVÖK rasyoları sırasıyla uç değerlerden arındırılmış, medyan çarpanı 21,83x ve 11,25 olarak hesaplanmıştır. Söz konusu çarpanlar ile Şirket'in baz değerleri (Yıllıklandırılmış Net Kar ve Yıllıklandırılmış FAVÖK) çarpıldıktan sonra %50'şer ağırlık verilerek Özkaynak değeri 2.608.320.832 TL olarak aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Benzer Şirket Çarpanlar	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/SATIŞLAR
Ortalama	2,44	25,38	12,5	1,33
Medyan	1,63	21,83	11,25	1,36

Kaynak: GIPTA Fiyat Tespit Raporu

Benzer Şirketler					
Çarpan	Katsayı	Gösterge	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
F/K	21,83	138.977.159	3.033.871.381	50%	1.516.744.114
FD/FAVÖK	11,25	184.864.105	2.183.153.436	50%	1.091.576.718
Toplam				100%	2.608.320.832

Kaynak: GIPTA Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Sonuç olarak, Gelir yaklaşımı %50, Pazar yaklaşımı yöntemine %50 ağırlık verilerek 2.678,7 milyon TL hedef değere ulaşılmıştır. Bulunan hedef değere %22,00 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 20,90 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

Yaklaşım Yöntemi	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Özsermaye Değeri
Gelir Yaklaşımı	2.749.097.182	50%	1.374.548.591
Piyasa Yaklaşımı	2.608.320.832	50%	1.304.160.416
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri			2.678.709.007

Kaynak: GIPTA Fiyat Tespit Raporu

Gıpta Ofis - Değerleme Özeti	
Nominal Sermaye Tutarı	100.000.000
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	2.678.709.007
İskonto Öncesi Pay Başına Değer	26,79%
Halka Arz İskonto Oranı	22,00%
Halka Arz Pay Fiyatı	20,90

Kaynak: GIPTA Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

Halk Yatırım Menkul Değerler tarafından şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz.

- Fiyat tespit edilirken İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır. Çarpan analizi ve İNA'ya %50-50 eşit ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarının kullanılmasını makul buluyoruz. Diğer çarpanların da fiyat tespit edilirken değerlemeye alınması halinde farklı sonuçlar çıkabileceğini dikkate alıyoruz.
- Çarpan analizinde medyan değer alınmasını makul buluyoruz.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken hesaplama dahil edilen değerlerin makul olduğunu düşünmekteyiz. Borçlanma maliyetinin, risksiz faiz oranının 5 puan üstünde alınmasını ve Beta değerinin 1 olarak alınmasını makul buluyoruz.
- %7 olan alınan piyasa risk primini makul buluyoruz.
- Fiyat tespit edilirken uygulanan %22 iskonto oranının uygun olduğu görüşündeyiz.

Sonuç olarak, Gıpta Ofis için hesaplanan hedef değere %22 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 20,90 TL hedef fiyat belirlenmiştir. 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.