



**GIPTA OFİS KIRTASIYE VE PROMOSYON ÜRÜNLERİ
İMALAT SANAYİ ANONİM ŞİRKETİ**

FİYAT TESPİT RAPORU

28/07/2023



İÇİNDEKİLER

TABLolar	3
ŞEKİLLER	5
1. RAPOR ÖZETİ	8
2. YÖNETİCİ ÖZETİ	10
3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	12
4. ŞİRKET'İN SEKTÖRDEKİ KONUMU	21
5. DEĞERLEME ANALİZİ	26
6. DEĞERLEME VE SONUÇ	38

TABLolar

Tablo 1: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Sermaye Yapısı.....	11
Tablo 2: Halka Arz Edilen Pay Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü.....	11
Tablo 3: Halka Arz Bilgileri.....	12
Tablo 4: Satış Kanalları Bazında Hasılat ve Müşteri Sayıları.....	14
Tablo 5: Bilanço.....	14
Tablo 6: Gelir Tablosu.....	16
Tablo 7: Brüt ve Net Satışlar.....	17
Tablo 8: Satışların Maliyeti.....	17
Tablo 9: Brüt Kar.....	17
Tablo 10: Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri.....	18
Tablo 11: Genel Yönetim Giderleri.....	18
Tablo 12: Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler.....	19
Tablo 13: Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler.....	19
Tablo 14: Yatırım Faaliyetlerden Gelirler.....	20
Tablo 15: Finansal Gelirler.....	20
Tablo 16: Finansal Giderler.....	20
Tablo 17: FAVÖK ve FAVÖK Marjı.....	21
Tablo 18: Türkiye Defter ve Kalem İhracat-İthalat Verisi.....	26
Tablo 19: Değerlemede Esas Alınan Finansal Verilerin Hesaplanması.....	27
Tablo 20: Benzer Şirketler.....	28
Tablo 21: Benzer Şirket Çarpanları (1/2).....	29
Tablo 22: Benzer Şirket Çarpanlar (2/2).....	30
Tablo 23: Benzer Şirket Çarpanlar Çeyrekler Açıklığı.....	30
Tablo 24: Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri.....	30
Tablo 25: Makro Varsayımlar.....	31
Tablo 26: Satış Hacimleri.....	32
Tablo 27: Ortalama Birim Satış Fiyatı.....	33
Tablo 28: Net Satışlar.....	33
Tablo 29: Satışların Maliyeti.....	34
Tablo 30: Ortalama Birim Maliyetler.....	34

Tablo 31: Faaliyet Giderleri	35
Tablo 32: Faaliyet Giderleri Projeksiyonu	35
Tablo 33: Yatırımlar.....	35
Tablo 34: Amortisman.....	35
Tablo 35: Net İşletme Sermayesi.....	36
Tablo 36: Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu	36
Tablo 37: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması	37
Tablo 38: İndirgenmiş Nakit Akışları	37
Tablo 39: Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	38
Tablo 40: Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı.....	38

ŞEKİLLER

Şekil 1 : Kağıt Kırtasiye Ürünleri Yaklaşık Üretim Büyüklüğü (Gerçekleşen – Milyon USD)...	22
Şekil 2: Kağıt Kırtasiye Ürünleri Yaklaşık Üretim Büyüklüğü (Tahmin – Milyon USD).....	22
Şekil 3: Kâğıt Kırtasiye Ürünleri Yaklaşık Pazar Hacmi (Gerçekleşen – Milyon USD).....	23
Şekil 4: Yazma Gereçleri Toplam Satış Büyüklüğü (Gerçekleşen – Milyon Dolar)	23
Şekil 5: Yazma Gereçleri Toplam Satış Büyüklüğü (Tahmin – Milyon Dolar)	24
Şekil 6: Kâğıt Ürünleri Türkiye Üretim Büyüklüğü (Tahmin – Milyon TL)	24
Şekil 7: Yazma Gereçleri Türkiye Satış Büyüklüğü (Gerçekleşen – Milyon TL).....	24
Şekil 8: Yazma Gereçleri Türkiye Satış Büyüklüğü (Tahmin – Milyon TL)	25
Şekil 9: Türkiye Kırtasiye Ürünleri İhracat-İthalat Verisi (Gerçekleşen – Milyon Dolar)	25

KISALTMALAR

A101	A101 Yeni Mağazacılık A.Ş.
Amazon	Amazon Turkey Perakende Hizmetleri Limited Şirketi
A.Ş.	Anonim Şirketi
AVM	Alışveriş Merkezi
BİM	Birleşik Mağazalar A.Ş.
BİST, Borsa, Borsa İstanbul	Borsa İstanbul A.Ş.
BİST/Borsa İstanbul	Borsa İstanbul A.Ş.
BSMV	Banka Sigorta Muameleleri Vergisi
Carrefoursa	Carrefour Sabancı Ticaret Merkezi A.Ş.
Covid-19	Covid-19 Pandemisi
CRM	Müşteri ilişkileri yönetimi
ECROU	Ecrou Mağazacılık A.Ş.
EFT	Elektronik Fon Transferi
ERP	Kurumsal Kaynak Planlaması
EVE	Eve Mağazacılık A.Ş.
GES	Güneş Enerji Santrali
Getir	Getir Perakende Lojistik A.Ş.
Gratis	Gratis İç ve Dış Ticaret A.Ş.
GTIP	Gümrük Tarife İstatistik Pozisyonu
Halka Arz Eden Pay Sahipleri	Bilge Grup Kağıtçılık Çevre Enerji İnşaat Tarım Ürünleri San. Tic. A.Ş., CPR Enerji Üretim San. Ve Tic. A.Ş., Nazım Pınar, Vecdet Fehmi Şendil, Nurten Akdemir, Mehmet Sönmez, İsmail Hakkı Akdemir, Alp İhsan Akdemir, Alpay Akdemir, Ahmet Yılmaz Akdemir
Halka Arz Edilen Paylar	32.000.000 adet C grubu pay ve mevcut ortaklarından Bilge Grup Kağıtçılık Çevre Enerji İnşaat Tarım Ürünleri San. Tic. A.Ş.'nin sahip olduğu 3.616.941 TL nominal değerli 3.616.941 adet C grubu pay, CPR Enerji Üretim San. ve Tic. A.Ş.'nin sahip olduğu 1.150.000 TL nominal değerli 1.150.000 adet C grubu pay, Nazım Pınar'ın sahip olduğu 2.630.000 TL nominal değerli 2.630.000 adet C grubu pay, Vecdet Fehmi Şendil'nin sahip olduğu 163.059 TL nominal değerli 163.059 adet C grubu pay, Nurten Akdemir'in sahip olduğu 250.000 TL nominal değerli 250.000 adet C grubu pay, Mehmet Sönmez'in sahip olduğu 40.000 TL nominal değerli 40.000 adet C grubu pay, İsmail Hakkı Akdemir'in sahip olduğu 37.500 TL nominal değerli 37.500 adet C grubu pay, Alp İhsan Akdemir'in sahip olduğu 37.500 TL nominal değerli 37.500 adet C grubu pay, Alpay Akdemir'in sahip olduğu 37.500 TL nominal değerli 37.500 adet C grubu pay ve Ahmet Yılmaz Akdemir'in sahip olduğu 37.500 TL nominal değerli 37.500 adet C grubu pay olmak üzere toplam 40.000.000 TL nominal değerli 40.000.000 adet C grubu paylar
Halk Yatırım, Aracı Kurum	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Hepsiburada	D-Market Elektronik Hizmetler ve Ticaret A.Ş.

LCW	Taha Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
Kıdemli Hakmar	Hakmar Mağazacılık
KVKK	Kişisel Verileri Koruma Kanunu
MEB	Türkiye Cumhuriyeti Milli Eğitim Bakanlığı
Metro	Metro Grosmarket Bakırköy Alışveriş Hizmetleri Tic. Ltd. Şti
Migros	Migros Ticaret A.Ş.
Miniso	Miniso Mağazacılık A.Ş.
NACE	Avrupa Topluluğundaki ekonomik faaliyetlerin istatistiksel sınıflandırılması
OSGB	Ortak Sağlık Güvenlik Birimi
Pay Tebliği	22.06.2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan VII-128.1 sayılı Pay Tebliği
PP	Polipropilen
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
SPK, Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn veya Sermaye Piyasası Kanunu	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
Şirket, GIPTA	Gıpta Ofis Kırtasiye ve Promosyon Ürünleri A.Ş.
ŞOK	Şok Marketler Ticaret A.Ş.
Takasbank	İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
T.C.	Türkiye Cumhuriyeti
TEDAŞ	Türkiye Elektrik Dağıtım A.Ş.
TEDİ Discount	Tedi Discount Tekstil Mağazacılık A.Ş.
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TOBB	Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
Trendyol	DSM Grup Danışmanlık İletişim ve Satış Ticaret A.Ş.
TTK	Türk Ticaret Kanunu
TTSG	Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
TÜKİD	Tüm Kırtasiyeciler Derneği
USD	Amerikan Doları
VERBİS	Veri Sorumluları Sicili
VUK	10 Ocak 1961, 11 Ocak 1961 ve 12 Ocak 1961 tarihli ve sırasıyla 10703, 10704 ve 10705 sayılı Resmi Gazeteler’de yayımlanan 213 sayılı Vergi Usul Kanunu
YBBO	Yıllık bazda bileşik büyüme oranı
YMM	Yeminli Mali Müşavir

1. RAPOR ÖZETİ

Raporun Amacı

Bu rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Halk Yatırım") ile Gıpta Ofis Kırtasiye ve Promosyon Ürünleri İmalat Sanayi A.Ş. ("Şirket") arasında 11 Ekim 2022 tarihinde imzalanmış olan "Halka Arza Aracılık ve Finansal Danışmanlık Sözleşmesi" kapsamında, Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Etik İlkeler

Şirket'in işbu fiyat tespit raporunda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak; Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kurallarında belirtilen aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış; ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme kapsamında kurulan ilişkilerde ve gerçekleştirilen çalışmalarda doğru beyana dayalı, meslek kurallarına uygun, zamanında ve eksiksiz hareket ederek; güveni zedeleyici hareketlerden özenle kaçınılmıştır. Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Müşterinin değerlendirme taleplerini yerine getirmek için, zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde, kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun sonucunda bulunacak değer tespitine bağlı olarak belirlenmemiştir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına bağlı değildir.
- Raporda kullanılan Şirket ile ilgili bilgiler; Bloomberg, ve Finnet verileri ile Şirket'ten ve Şirket'in bağımsız denetim raporundan elde edilen bilgilerden oluşmaktadır.
- Değerleme çalışması, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Üyelerinin; birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kurallarını ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır.

Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Fiyat Tespit Raporunu Hazırlayan Kuruluş ve Proje Ekibi

İşbu Fiyat Tespit Raporu 11/11/2015 tarih ve G-015 (269) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin her ikisinde de bulunma izni bulunan Halk Yatırım tarafından hazırlanmıştır.

Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan Halk Yatırım, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar Hakkındaki İlke Kararı ile 13.01.2022 tarih ve 2/56 sayılı kararı uyarınca "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" ile "Makine ve Ekipmanları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" olmak üzere iki ayrı listenin oluşturulması kapsamında, 06.10.2022 tarih ve 58/1477 sayılı Kurul

onayı ile “Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar” listesine alınmış olup, istenen şartlara haiz olarak gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti vermektedir. Fiyat Tespit Raporu’nu hazırlayan Halk Yatırım değerlendirmeyi tarafsız, bağımsız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip personel istihdam etmektedir. Halk Yatırım’ın 11 Ekim 2022 tarihinde imzalanmış olan “Halk Arza Aracılık ve Finansal Danışmanlık Sözleşmesi” dışında değerlendirme konusu Şirket ile önemli bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır.

Proje Ekibi

Değerleme çalışması, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Kurumsal Finansman Bölümü çalışanlarından oluşan ve konusunda uzman bir ekip tarafından yürütülmüştür. Çalışma ekibi üyeleri, bu raporu hazırlayabilmek için gerekli bilgi birikimine sahip olup, toplamda 40 yıl üzerinde tecrübeye sahiptir.

Zafer Mustafaoğlu, Halk Yatırım’da Kurumsal Finansman, Kitle Fonlama Platformu ve Girişim Sermayesi Danışmanlık, Araştırma ile Hazine ve Portföy Aracılığından sorumlu Genel Müdür Yardımcısı pozisyonunda çalışmakta olup; sürdürülebilirlik ve geri kazanım esaslı iş geliştirme, inovasyon yönetimi, stratejik planlama, risk yönetimi, alternatif finansman araçları, girişim sermayesi yatırımları yönetimi, sınır ötesi şirket birleşmeleri ve satın almalar, finansal kontrol alanlarında 20 yıldan fazla deneyim sahibidir. Lisans eğitimini İstanbul Teknik Üniversitesi, İşletme Mühendisliği Bölümü’nden 1990 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Yüksek Lisans eğitimini ise İstanbul Teknik Üniversitesi, İşletme Bölümü’nde tamamlamıştır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 200195).

Menevşe Özdemir Dilidüzgün, Halk Yatırım’da Kurumsal Finansman Birimi’nde Müdür pozisyonunda çalışmakta olup, halka arzlar, şirket satın alma ve birleşmeleri ile borçlanma araçları ve sukuk ihraçları konusunda 12 senelik tecrübesi bulunmaktadır. Lisans eğitimini Bilkent Üniversitesi, İşletme Bölümü’nden 2009 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Yüksek Lisans eğitimini ise Boğaziçi Üniversitesi, Finans Mühendisliği Bölümü’nde tamamlamıştır. Doktorasını ise Bahçeşehir Üniversitesi’nden Finans alanında almıştır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 205720).

Haşim Can Yılmaz, Halk Yatırım’da Kurumsal Finansman Birimi’nde Analist / Uzman Yardımcısı pozisyonunda çalışmaktadır. Lisans eğitimini Dokuz Eylül Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Uluslararası İşletmecilik ve Ticaret Bölümü’nden 2021 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Ayrıca, bitirdiği bölüm içerisindeki Uluslararası Finans ve Bankacılık Uzmanlık Programını da tamamlamıştır. SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 920719).

Gizem Ermiş, Halk Yatırım’da Kurumsal Finansman Birimi’nde Analist / Uzman Yardımcısı pozisyonunda çalışmaktadır. Lisans eğitimini Ege Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü’nden 2018 yılında mezun olarak tamamlamıştır. SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no:305951).

Sınırlayıcı Şartlar

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler, Vezin Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.03.2023 dönemleri için hazırlanan özel bağımsız denetim raporları ile kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgilere ve Halk Yatırım’ın bulgularına, tahminlerine ve analizlerine dayanmaktadır.

Halk Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında Şirket’in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi, bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde, bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Halk Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket’in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek bir değişimin olmayacağı varsayılmıştır.

Kullanılan finansal bilgiler, Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan tahminler, Halk Yatırım değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekte birlikte; tam olarak doğruluğu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir.

Halk Yatırım tarafından, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir.

Farklı tarihlerdeki finansal verilerle, farklı değerlendirme yöntemleri ve ağırlık oranlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Bu raporda Pazar Yaklaşımı kapsamında çarpan analizleri için kullanılan halka açık şirketlerin mali yapılarına ve piyasa değerlerine ilişkin veriler, kamuya açık kaynaklar, Bloomberg ve Finnet adlı veri sağlayıcı platformlar kullanılmıştır.

Halk Yatırım tarafından Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Müşteri, Kullanım, Dağıtım ve Yayınlanma Kısıtlamaları

İşbu Rapor ve içinde yer alan veriler VII – 128.1 sayılı Pay Tebliği'nin hükümleri uyarınca kamuya açıklanacaktır, ancak bu raporun muhatabı Şirket olarak kalacaktır.

İşbu Rapor, Şirket'in paylarının halka arz işlemiyle ve ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır.

Değerlemesi Yapılacak Varlık, Değerleme Tarihi ve Para Birimi

Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak, 1 TL nominal değerli 1 adet payın değeri hesaplanmıştır. Değerleme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

İşbu rapor halka arz edilecek olan Şirket paylarının satış fiyatının nominal değerinden yüksek olmasından dolayı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak hazırlanmıştır.

Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Şirket'in sermaye artırımını ve ortak satışı yoluyla halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem dikkate alınmıştır:

- i. Gelir Yaklaşımı
- ii. Piyasa Çarpanları Yaklaşımı

Değerleme yöntemleri, sektörün ve Şirket'in özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve küresel ölçekte kabul görmüş söz konusu yöntemlerin Şirket değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatine varılmıştır.

2. YÖNETİCİ ÖZETİ

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri kapsamında sırası ile Madde 20 ve Madde 40 ile aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

- i) Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi
- ii) Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

Değerleme metodolojileri i) Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi, ii) Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akışları ("İNA") analizi sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiştir. Uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.

Sermaye Yapısı ve Halka Arza İlişkin Bilgiler

Sermayesi 100.000.000 TL olan Şirket'in iskonto öncesi halka arz pay başına değeri 26,79 TL olarak hesaplanmıştır. Yaklaşık %22,0 oranında halka arz iskontosu sonrasında ise özkaynak değeri 2.090 mn TL, pay başına değer ise 20,90 TL olarak hesaplanmıştır.

Halka arz, Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 100.000.000 TL'den 132.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle ihraç edilecek 32.000.000 TL nominal değerli 32.000.000 adet C grubu pay; ve 8.000.000 TL nominal değerli,

8.000.000 adet C grubu payın ortak satışı suretiyle gerçekleştirilecektir. Halka arz öncesi ve sonrasındaki sermaye değişimini gösteren tablo aşağıda yer almaktadır:

Tablo 1: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Sermaye Yapısı

Ortağın;	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	TL	%	TL	%
Adı Soyadı				
Bilge Grup Kağıt Çevre Enerji İnş. Tar. Ür. San. Tic. A.Ş.	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
Veddet 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 Kısım	0	%0,00	40.000.000	%30,30
TOPLAM	100.000.000	%100,00	132.000.000	100,00%

Tablo 2: Halka Arz Edilen Pay Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü

(TL)	
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	2.678.709.007
İskontolu Özkaynak Değeri	2.090.000.000
Nominal Sermaye Tutarı	100.000.000
Halka Arz Sonrası Nominal Sermaye Tutarı	132.000.000
Halka Arz - Ortak Satışı (Nominal)	8.000.000
Halka Arz - Ortak Satışı (%)	%80
Halka Arz - Sermaye Artırımı (Nominal)	32.000.000
Halka Arz - Sermaye Artırımı (%)	%20
Toplam Halka Arz Edilen Nominal Pay Adedi	40.000.000
Toplam Halka Açıklık Oranı	30,30%
İskonto Öncesi Pay Başına Değer	26,79
Halka Arz İskontosu	%22,0
Halka Arz Pay Fiyatı	20,90
Halka Arz Büyüklüğü	836.000.000

Tablo 3: Halka Arz Bilgileri

İhraççı	Gıpta Ofis Kırtasiye ve Promosyon Ürünleri İmalat Sanayi A.Ş.
Konsorsiyum Liderleri	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyat İle Talep Toplama
Çıkarılmış Sermaye	100.000.000 TL
Talep Toplama Tarihleri	Daha sonra belirlenecektir.
Halka Arz Yapısı	Sermaye Artırımı: 32.000.000 TL nominal değerli pay Ortak Satışı: 8.000.000 TL nominal değerli pay Toplam: 40.000.000 TL nominal değerli pay
Halka Açıklık Oranı	% 30,30
Fiyat	Pay Başına 20,90 TL
Fiyat İstikrarı	Planlanmaktadır.
Fiyat İstikrarı Süresi	Payların BİAŞ'ta işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün

3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

3.1. Genel Bakış

Gıpta Ofis Kırtasiye ve Promosyon Ürünleri İmalat San. A.Ş. 'nin ("Şirket", "GIPTA") ana faaliyet konusu Şirket esas sözleşmesinin 4. maddesinde detaylı olarak tanımlanan; her türlü defter, bloknot, ajanda, takvim, kutu, çanta, kağıt kırtasiye ürünlerinin her türlü safhasında üretimini, pazarlamasını, dağıtımını, ticaretini yapmak; ayrıca kırtasiye grubunda kağıt dışında diğer ofis ve kırtasiye ürünlerinin her türlü safhasında ithalat, ihracat, pazarlamasını, dağıtımını, ticaretini yapmak Şirket faaliyeti ile ilgili her türlü hammadde, yarı mamul ve mamul maddeleri, ihraç ve ithal etmektir.

Şirket merkezi Zübeyde Hanım Mah. Kazım Karabekir Cad. Kültür İş Hanı No: 7 İç Kapı No: 82 Altındağ / Ankara adresinde olup, üretimin tamamı Gazi Mah. Gıpta Cad. No:3 Temelli Sincan / Ankara adresinde bulunan üretim tesislerinde gerçekleştirilmektedir. Pazarlama faaliyetleri, başta Ankara Merkez olmak üzere, 23.05.2014 tarihli, 8575 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesine göre İstanbul Satış ve Pazarlama Şubesi olarak konumlandırılmış olan İstoç 16 Ada Mahmut Bey Mahallesi 17. Yol Sok No:134 Kat 7 Gönül Plaza Bağcılar / İstanbul adresi vasıtası ile gerek yurt içi gerek yurt dışı pazarlara yönelik olarak sürdürülmektedir.

Şirket'in 31.03.2023 tarihi itibarıyla mavi ve beyaz yakalı toplam personel sayısı 323 kişidir.

Şirket ana faaliyetlerini Kırtasiye, Promosyon ve Ambalaj olmak üzere üç temel pazarda sürdürmektedir. Bu üç temel pazar dahilinde Şirket'in üretim ve satışını yaptığı ürün grupları ana kategoriler olarak 3.2. Şirket'in Faaliyetleri Hakkında Bilgi bölümünde yer verilmekte olup, müşteri ihtiyaçları doğrultusunda ürün gruplarında, farklılaştırılarak çeşitli tür ve ebatlarda üretim yapılabilmektedir. Bu noktada Türkiye'de ve Dünya'daki gelişmeler ve trendler takip edilerek müşteri ihtiyaçları doğrultusunda her yıl bu trend ve ihtiyaçlara göre ürün çeşitleri yenilenmektedir. Her yıl başında yeni yılın trend renk ve tasarımlarının uygulandığı ve yeni ürünlerin yer aldığı katalog oluşturulup, müşterilere ulaştırılarak tanıtımı yapılmaktadır.

3.2. Şirket'in Faaliyetleri Hakkında Bilgi

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. Her bir koleksiyon ortalama 8 tasarım veya renkten oluşmaktadır. 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. Ürünler, rafa ulaştığında hedeflenen yaş grubunda cinsiyete, zevklere ve eğilimlere hitap eden tasarım, desen ve renklerin tümünü kapsamı amaçlanmaktadır.

- Spiralli Defterler:** Spiralli sert kapak, spiralli separatörlü sert kapak, spiralli seperatörlü PP kapak, spiralli ofset PP kapak, spiralli karton kapak, spiralli düz PP kapak, bloknot, resim ve müzik defterlerinden oluşmaktadır.
- Tel Dikişli Defterler:** Tel dikişli karton kapak ve tel dikişli PP kapak defterlerden oluşmaktadır.

3. **İplik Dikişli Defterler:** İplik dikişli sert kapak, iplik dikişli fleksi kapak, iplik dikişli termo deri kapak, iplik dikişli ciltbezi kapak defterlerden oluşmaktadır.
4. **Promosyon Malzemeleri:** İplik dikişli ajanda, spiralli ajanda, masa ve duvar takvimleri, ajanda / defter kalem setleri ürünlerinden oluşmaktadır.
5. **Yayın Grubu Ürünleri:** Yardımcı eğitim kitapları ve okul ders kitaplarından oluşmaktadır.
6. **Diğer Ürünler:** Fotokopi kağıdı, kutu klasör, saplı çanta, planlayıcı, küp blok, renkli kağıt grubu ürünlerden oluşmaktadır.

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 ("Gıpta") ile ürünlerin piyasaya satışı yapılmaktadır. Her yaş grubunun ihtiyaç duyduğu bu ürün grubunda klasik ürünlerin yanı sıra özellikle okul ürünlerinde çocukların hayal gücünü geliştiren, eğitim ve öğrenimlerine yardımcı olan, gençlere yönelik renk ve desenlerde, şekilli veya şeffaf ürünler de yer almaktadır.

1. **Okul Ürünleri:** Fineliner, boardmarker, boardmarker mürekkebi, versatil (mekanik uçlu) kalemler, kalem ucu, kurşun kalem, keçeli boya kalemi, kuru boya, pastel boya, sulu boya, mum boya, okul makası, matara, silgi, oyun hamuru, sıvı ve katı yapıştırıcı ve benzeri ürün gruplarından oluşmaktadır.
2. **Ofis Ürünleri:** Bant kesme makinası, delgeç, zımba, evrak rafı, 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, bazı renkli kağıt gruplarından oluşmaktadır.

Diğer Satışlar:

Mamül ve ticari mal ürün grubu üretim ve satış süreçlerinde oluşan hurda kağıt, plastik vb atıkların satışından oluşmaktadır.

GIPTA yurt içi satış organizasyonunu üç kanaldan gerçekleştirmektedir.

a-) Geleneksel Kanal Müşterileri:

Ülke genelinde faaliyet gösteren 115 ana dağıtıcı bayi aracılığı ile toptan ve perakende müşterilere yapılan satışlardır.

b-) Modern Kanal Müşterileri:

Ulusal ve bölgesel zincir kanalı olarak faaliyet gösteren aşağıdaki tabloda yer alan 15 market zincirine üretim ve satış yapmaktadır.

GIPTA modern kanal grubunda ülke geneline satış yaparak 2023 yılı itibari ile satış yaptığı şube sayısı toplamda 35.000'e ulaşan A101, BİM ve ŞOK zincir marketler grubu ile çalışmaktadır. Zincir market satışları A101 grubu ile başlamış olup, 2021 yılında pandemi etkisiyle yaşanan hasılat düşüşü 2022 yılında okulların normale dönmeye başlamasıyla ciddi bir artış göstermiştir. Bu artış 2023 yılında da alınan siparişlerle devam etmektedir.

GIPTA; modern satış kanalında A101, BİM ve ŞOK zincir marketlerin yanı sıra AVM içinde yer alan Turkuaz Müzik, D&R Mağazaları, LCW, Ecrou Mağazacılık, MR Dıy Trading Mağazacılık, TEDİ Discount, Gratis İç-Dış Ticaret, EVE Mağazacılık gibi çok şubeli alışveriş mağazaları ile çalışmaktadır. Bu markalara yapmış olduğu satışlar 2020-2021 döneminde pandemi etkisiyle düşmüş olsa da 2021'den 2022 yılına geçişte kırtasiye sektörünün kendini toparlamaya başlaması ile birlikte hasılatı artmış olup 2023 yılında da devam etmektedir.

GIPTA ayrıca Avansas, Kıdemli - Hakmar Zincir marketler - kırtasiye, GİMSA Perakende A.Ş., Gülmar Gıda Sanayi A.Ş - CITY Gross - gibi ülke geneline ya da bölgesel hizmet veren büyük metre kareli, çok şubeli ya da e-ticaret ile birlikte fiziki pazarlama yapan firmalar ile çalışmaya başlamıştır.

c-) Özel Üretim (Promosyon) Satışları:

GIPTA, ülke genelinde faaliyet gösteren kurumsal firmalara özel üretim ve satış yapmaktadır.

Şirket'in son üç yıl içinde geleneksel, modern ve özel üretim satış kanallarından yapmış olduğu yurt içi-yurt dışı satış tutarları, toplam satışlara oranı ve müşteri adetleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 4: Satış Kanalları Bazında Hasılat ve Müşteri Sayıları

	2020	2021	2022	2023/3
Geleneksel Kanal Müşterileri				
Hasılat (TL)	68.346.909	66.833.943	191.745.772	103.035.923
Firma Sayısı	230	302	364	80
<i>Toplam Satışa Oranı</i>	<i>%45,2</i>	<i>%43,6</i>	<i>%28,3</i>	<i>%77,4</i>
Modern Kanal Müşterileri				
Hasılat (TL)	58.258.876	49.840.749	258.087.725	10.749.023
Firma Sayısı	9	7	15	10
<i>Toplam Satışa Oranı</i>	<i>%38,5</i>	<i>%32,5</i>	<i>%38,0</i>	<i>%8,1</i>
Özel Üretim Müşterileri				
Hasılat (TL)	11.065.301	22.856.486	195.312.363	17.244.176
Firma Sayısı	181	194	214	63
<i>Toplam Satışa Oranı</i>	<i>%7,3</i>	<i>%14,9</i>	<i>%28,8</i>	<i>%13,0</i>
İhracat				
Hasılat (TL)	13.610.196	13.595.133	33.205.561	2.086.392
Firma Sayısı	28	30	33	9
<i>Toplam Satışa Oranı</i>	<i>%9,0</i>	<i>%8,9</i>	<i>%4,9</i>	<i>%1,6</i>
GENEL TOPLAM (Hasılat)	151.281.282	153.126.311	678.351.421	133.115.514
GENEL TOPLAM (Firma Sayısı)	448	533	626	162

3.3. Finansal Durumu

Bilanço

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.03.2023 tarihleri itibarıyla bilanço verileri aşağıda yer almaktadır.

Tablo 5: Bilanço

Bilanço (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Dönen Varlıklar	141.862.254	231.226.689	561.778.596	810.825.483
Nakit ve Nakit Benzerleri	42.985.946	72.568.237	225.561.800	321.926.870
Finansal Yatırımlar	10.640.899	2.178.000	39.965.040	41.262.923
Ticari Alacaklar	55.643.958	64.186.179	177.209.074	218.545.587
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>1.731</i>	<i>18.474</i>	<i>386.573</i>	<i>1.654.671</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>55.642.227</i>	<i>64.167.705</i>	<i>176.822.501</i>	<i>216.890.916</i>
Diğer Alacaklar	33.548	6.821	203.081	448.730
Stoklar	26.656.859	67.448.665	111.270.883	187.647.445
Peşin Ödenmiş Giderler	443.881	16.962.638	1.768.425	31.156.561
<i>İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	<i>3.646</i>	<i>6.124.536</i>	-	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	<i>440.235</i>	<i>10.838.102</i>	<i>1.768.425</i>	<i>31.156.561</i>
Diğer Dönen Varlıklar	5.457.163	7.876.149	5.800.293	9.837.367
Duran Varlıklar	26.141.175	119.143.316	383.942.101	418.127.464
Ticari Alacaklar	-	-	-	27.695.000
Finansal Yatırımlar	322.201	322.201	-	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	402.824	394.984	5.900.000	5.900.000
Maddi Duran Varlıklar	25.332.962	118.339.464	377.948.509	384.451.006
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	83.188	86.667	89.192	77.058
Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	4.400	4.400
Toplam Varlıklar	168.003.429	350.370.005	945.720.697	1.228.952.947
Kısa Vadeli Yükümlülükler	50.203.062	102.367.600	340.593.260	576.457.149
Kısa Vadeli Borçlanmalar	14.440.960	18.403.706	120.005.303	139.187.730

Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	13.256.411	14.590.266	36.719.800	43.702.722
Kısa Vadeli Finansal Kiralama Borçları	-	1.896.366	2.593.392	2.729.276
Diğer Finansal Yükümlülükler	-	-	-	29.259.722
Ticari Borçlar	6.317.959	17.216.121	51.025.079	83.055.537
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	1.150.360	522.899	-	-
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	5.167.599	16.693.222	51.025.079	83.055.537
Diğer Borçlar	11.431.391	535.324	1.684.767	1.556.221
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	11.173.466	-	-	-
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	257.925	535.324	1.684.767	1.556.221
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	424.751	590.327	3.453.779	5.051.380
Ertelenmiş Gelirler	3.256.263	46.638.287	120.942.354	258.084.631
Kısa Vadeli Karşılıkları	860.379	916.429	1.634.893	2.312.117
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	860.379	916.429	1.634.893	2.312.117
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	214.948	1.580.774	2.533.893	11.517.813
Uzun Vadeli Yükümlülükler	33.221.280	38.945.952	99.300.552	104.988.913
Uzun Vadeli Borçlanmalar	29.312.614	26.037.373	36.487.387	30.110.894
Uzun Vadeli Finansal Kiralama Borçları	-	2.461.971	662.046	-
Diğer Finansal Yükümlülükler	-	-	-	14.571.667
Uzun Vadeli Karşılıklar	3.191.667	4.367.652	6.625.110	5.588.861
Çalışanlara Sağlanan Faydalar İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	3.191.667	4.367.652	6.625.110	5.588.861
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	716.999	6.078.956	55.526.009	54.717.491
Özkaynaklar	84.579.087	209.056.453	505.826.885	547.506.885
Ödenmiş Sermaye	60.000.000	60.000.000	100.000.000	100.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler	-2.043.495	74.334.458	277.946.350	278.462.532
Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışları / Azalışları	-	76.503.976	282.473.868	282.473.868
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazanç (Kayıpları)	-2.043.495	-2.169.518	-4.527.518	-4.011.336
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	3.066.379	3.346.084	3.909.819	3.909.819
Geçmiş Yıl Karları / Zararları	19.705.510	56.360.080	27.921.179	123.970.716
Dönem Net Karı	3.850.693	15.015.831	96.049.537	41.163.818
Toplam Kaynaklar	168.003.429	350.370.005	945.720.697	1.228.952.947

Dönen Varlıklar

2020 yılında 141.862.254 TL olan dönen varlıklar 2021 yılında yıllık bazda %63'lük artış ile 231.226.689 TL'ye yükselmiştir. Dönen varlıklardaki artışın nedeni nakit ve nakit benzeri, finansal yatırımlar, ticari alacaklar, peşin ödenmiş giderler, diğer dönen varlıklar ve stok kaleminin yükselmesidir. Bilanço kalemlerindeki bu artışın sebebi pandemi ile oluşan ticari hayattaki değişiklikler ve pandeminin sektörü etkilemesidir. 2022 yılında 2021 sonuna göre %143'lük artış göstererek 561.778.596 TL olmuştur. Dönen varlıklardaki artışın en büyük nedeni nakit ve nakit benzeri kaleminde kur korumalı mevduatlardaki artıştır. 2023/03 dönemi itibarıyla dönen varlıklar 2022 yıl sonuna göre %44 oranında artış göstererek 810.825.483 TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılı sonuna göre değişimin nedeni ise pandemi etkisinin azalması ve satışların artmasıyla beraber ticari alacak kalemindeki artıştan ve 2023 yılı için yapılan hammadde temininin %68,6 oranında artmasıyla stok kaleminin yükselmesinden kaynaklanmaktadır.

Duran Varlıklar

2020 yılında 26.141.175 TL olan duran varlıklar 2021 yılında yıllık bazda %356 oranında artış ile 119.143.316 TL'ye yükselmiştir. Duran varlıklardaki artışın en büyük nedeni maddi duran varlık kaleminin %367 oranında artış göstermesidir. Bu artışın ana sebebi değerlendirme olsa da taşıt ve makine alımı da bu dönemde yapılmıştır. 2021 yılında 119.143.316 TL olan duran varlıklar, 2022 yılında 2021 sonuna göre %222'lik bir artış göstererek 383.942.101 TL olmuştur. Duran varlık artışının en büyük nedeni maddi duran varlıkların yeniden değerlendirilmesidir. 2023/03 dönemi itibarıyla duran varlıklar 418.127.464 TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılına göre %9 oranında gerçekleşen artışın nedeni ise yapılan yatırımlardır. Şirket'in çatısına GES kurulmakta olup konu yatırımın ilgili dönem maliyeti yapılmakta olan yatırımlar hesabına eklenmiştir. Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Ankara İli Altındağ İlçesi Akköprü Mahallesi 23100 ada 1 parsel 4659 m² yüzölçümüne sahip işyeri vasıflı gayrimenkul içerisinde yer alan dükkan vasıflı 7 adet bağımsız bölümden kira geliri elde edilmektedir.

Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar

2020 yılında 50.203.062 TL olan kısa vadeli yükümlülükler 2021 yılında yıllık bazda %104'lük bir artış ile 102.367.600 TL'ye yükselmiştir. Kısa vadeli yükümlülüklerdeki artışın en büyük nedeni ertelenmiş gelirlerle

%1.332 oranında gerçekleşen artıştır. Ertelemiş gelirin 2021 yılında artışının sebebi A101 firmasından alınan sipariş avansıdır. Ertelemiş gelir ayrıca kısa vadeli borçlanmalar ve ticari borçlar hesabında da artışlara yol açmıştır.

2022 yılı itibarıyla kısa vadeli yükümlülükler 2021 yıl sonuna göre %233'lük bir artış göstererek 340.593.260 TL tutarında gerçekleşmiştir. 2021 yılı sonuna göre kısa vadeli yükümlülüklerdeki değişimin nedeni ticari borç kaleminde ve ertelenmiş gelirler hesabında yer alan verilen sipariş avansları tutarında gerçekleşen artıştan kaynaklanmaktadır. 2023/03 dönemi itibarıyla kısa vadeli yükümlülükler 2022 yıl sonuna göre %69 oranında artarak 576.457.149 TL tutarında gerçekleşmiştir. Bu artış satış hacminin artmasıyla verilen sipariş avans tutarında ve artan iş hacmi ile yapılan iş bağlantıları karşılığında alınan stoklara bağlı olarak ticari borç kaleminin artışından kaynaklanmaktadır.

Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar

2020 yılında 33.221.280 TL olan uzun vadeli yükümlülükler, 2021 yılında 2020 sonuna göre %17 oranında artış göstererek 38.945.952 TL olmuştur. Uzun vadeli yükümlülüklerdeki artışın en büyük nedeni ertelenmiş vergi yükümlülüğünün kaleminde gerçekleşen %748'lik artıştır. 2022 yılı itibarıyla uzun vadeli yükümlülükler 99.300.552 TL tutarında gerçekleşmiştir. 2021 yılına göre %155'lik bir artış gerçekleşmiş olup artışın nedeni ise Şirket'in artan ticareti ve GES enerji yatırımı sonucu nedeniyle aldığı kredilerden kaynaklanmaktadır. 2023/03 dönemi itibarıyla uzun vadeli yükümlülükler 2022 yıl sonuna göre %6 oranında artarak 104.988.913 TL tutarında gerçekleşmiştir. 2022 yılına göre artışın nedeni ise diğer finansal yükümlülükler kaleminde gerçekleşen artıştır. Bu artışın nedeni Çatı GES için Ziraat Bankasından 25.000.000 TL tutarlı, 6 ay ödemesiz toplam 48 ay vadeli TL Ref + 4 faiz oranı ile kullanılan çatı GES kredisi ile Vakıfbank'tan 18 ay vadeli olarak kullanılan mal alımına yönelik kredidir.

Özkaynaklar

2020 yılında 84.579.087 TL olan özkaynaklar, 2021 yılında 2020 sonuna göre %147 oranında artış göstererek 209.056.453 TL olmuştur. Özkaynaklardaki artışın en büyük nedeni duran varlıklar yeniden değerlendirilme artışıdır. 2022 yılı itibarıyla 2021 yıl sonuna göre %142'lik bir artış olup özkaynaklar 505.826.885 TL tutarına yükselmiştir. Özkaynaklardaki artışın nedeni Şirket'in 40.000.000 TL sermaye artırımı yapması ile aynı zamanda duran varlıkların yeniden değerlendirilmesi ve dönem net karı kalemindeki artıştır. 2023/03 dönemi itibarıyla özkaynaklar 2022 yıl sonuna göre %8 oranında artarak 547.506.885 TL tutarında gerçekleşmiştir. Özkaynaklardaki artışın nedeni geçmiş yıllar karları kaleminden kaynaklıdır.

Gelir Tablosu

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.03.2023 tarihleri itibarıyla gelir tablosu aşağıda yer almaktadır.

Tablo 6: 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 Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.859.080	2.772.098	5.217.967	1.693.638	3.156.897
Esas Faaliyetlerden 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)	-	-
Finansman Geliri / (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)	(2.244.459)	(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	96.049.537	(1.763.804)	41.163.818
Pay Başına Kazanç	0,1	0,3	1,0	0,0	0,4

Hasılat ve Brüt Kar

Şirket'in toplam hasılatı 2020 – 2021 - 2022 yıl sonu ve 2023/03 dönemi itibarıyla sırasıyla 151.281.282 TL, 153.126.311 TL, 678.351.421 TL ve 133.115.514 TL olarak gerçekleşmiştir. Aşağıdaki tabloda Şirket'in ilgili dönemlerdeki yurt içi ve yurt dışı satışları karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir.

Tablo 7: Brüt ve Net Satışlar

Brüt ve Net Satışlar (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Yurt İçi Satışlar	139.065.586	139.493.589	634.671.247	61.537.453	135.626.592
<i>Toplam Satışlara Oranı</i>	<i>%90,4</i>	<i>%90,3</i>	<i>%93,3</i>	<i>%97,0</i>	<i>%98,7</i>
Yurt Dışı Satışlar	14.818.812	14.949.128	45.868.645	1.913.504	1.758.412
<i>Toplam Satışlara Oranı</i>	<i>%10,7</i>	<i>%10,7</i>	<i>%7,2</i>	<i>%3,1</i>	<i>%1,3</i>
TOPLAM BRÜT SATIŞLAR	153.884.398	154.442.717	680.539.892	63.450.957	137.385.004
Satış iadeleri (-)	(2.191.845)	(965.565)	(1.638.432)	(166.857)	(134.698)
Satış iskontoaları (-)	(409.908)	(350.161)	(549.463)	(55.950)	(4.134.344)
Diğer indirimler (-)	(1.363)	(680)	(576)	(278)	(448)
NET SATIŞLAR	151.281.282	153.126.311	678.351.421	63.227.872	133.115.514

Yıllar itibarıyla Şirket'in satışları önceki dönemlere göre karşılaştırıldığında artış eğiliminde olmakla beraber, 2020 yılında Covid-19 pandemisinin başlaması ile okulların kapanması sonucunda satışlarda önceki yıla göre düşüş gözlemlenmiştir. 2021 yılında da okullar açılmamış / geç açılmış ve bu sebeple hasılatta büyüme sınırlı kalmıştır. 2022 yılında Covid-19 salgınının azalması ve okulların açılması ile % 341'lik büyüme gerçekleşmiştir. 2023 yılı ilk çeyreğinde de büyüme devam etmekte olup, 2022 yılı aynı dönemine göre %117 oranında artış gerçekleşmiştir.

Satışların Maliyeti

Şirket'in satışların maliyeti hesabı 2020-2021-2022 yıl sonu itibarıyla sırasıyla 126.922.935 TL, 114.047.215 TL ve 486.881.526 TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 ve 2023 yılı ilk çeyreğinde ise sırasıyla 48.827.438 TL ve 64.751.197 TL dir. Aşağıdaki tabloda Şirket'in ilgili dönemlerdeki maliyet kalemlerinin net satışlar içindeki payı da verilmek suretiyle karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir.

Tablo 8: Satışların Maliyeti

Satışların Maliyeti (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Satılan mamuller maliyeti (-)	(116.398.438)	(91.836.960)	(253.852.867)	(34.765.901)	(43.633.356)
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%76,9</i>	<i>%60,0</i>	<i>%37,4</i>	<i>%55,0</i>	<i>%32,8</i>
Satılan ticari mal maliyeti (-)	(10.098.387)	(22.193.653)	(232.517.134)	(14.061.537)	(21.117.841)
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%6,7</i>	<i>%14,5</i>	<i>%34,3</i>	<i>%22,2</i>	<i>%15,9</i>
Diğer satışların maliyeti (-)	(426.110)	(16.602)	(511.525)	-	-
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%0,3</i>	<i>%0,0</i>	<i>%0,1</i>	<i>%0,0</i>	<i>%0,0</i>
Toplam Maliyet	(126.922.935)	(114.047.215)	(486.881.526)	(48.827.438)	(64.751.197)
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%83,9</i>	<i>%74,5</i>	<i>%71,8</i>	<i>%77,2</i>	<i>%48,6</i>
Net Satışlar	151.281.282	153.126.311	678.351.421	63.227.872	133.115.514

Satılan mamuller maliyeti, satılan mamul ürünlerin maliyetini yansıtmakta olup; toplam maliyet içindeki payı %32 ile %77 arasında değişmektedir. Toplam maliyetin satışlara oranı ise yıllar içinde %48 ile %84 arasında kalmış olup, 2021 yılında %74, 2022 yılında ise %72 olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılı ilk çeyreğinde ise oran %49 olarak gerçekleşmiştir.

Brüt Kar

Tablo 9: Brüt Kar

Brüt Kar (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Net Satışlar	151.281.282	153.126.311	678.351.421	63.227.872	133.115.514
<i>Yıllık Değişim (%)</i>		<i>%1,2</i>	<i>%343,0</i>		<i>%110,5</i>
Satışların Maliyeti (-)	(126.922.935)	(114.047.215)	(486.881.526)	(48.827.438)	(64.751.197)
<i>Yıllık Değişim (%)</i>		<i>-%10,1</i>	<i>%326,9</i>		<i>%32,6</i>
Brüt Kar	24.358.347	39.079.096	191.469.895	14.400.434	68.364.317
<i>Yıllık Değişim (%)</i>		<i>%60,4</i>	<i>%390,0</i>		<i>%374,7</i>
Brüt Kar Marjü (%)	%16,1	%25,5	%28,2	%22,8	%51,4

Brüt kar; 2021 yılında 2020 yılına göre %60, 2022 yılında 2021 yıl sonuna göre %390, 2023 yılı ilk çeyreğinde ise 2022 yılı ilk çeyreğine göre %375 oranında artarak 68.364.317 TL 'ye yükselmiştir. Bu artış temel olarak pazarda artan talep, ürün çeşitlendirilmesi ve enflasyon etkisi sonucunda satış fiyatlarının artması ile ilişkilendirilmektedir. Şirket'in brüt kar marjı da 2020, 2021 ve 2022 yılında artmış olup sırasıyla %16, %26 ve %28 olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılı ilk çeyreğinde ise brüt kar marjı %51 seviyesine yükselmiştir.

Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri

Şirket'in pazarlama giderleri 2020 – 2021 – 2022 - 2023/03 itibarıyla sırasıyla 12.636.281, 16.637.999 ve 38.581.736 ve 15.654.893 TL olarak gerçekleşmiştir. Finansal tablo dönemleri itibarıyla bakıldığında pazarlama giderleri cironun %5 ve %12 bandında gerçekleşmiştir. Pazarlama giderleri içindeki en büyük payı genellikle ciro prim giderleri, ücret, reklam ve nakliye giderleri oluşturmaktadır. Ciro prim giderleri bayilerin yaptığı satışların artması karşılığında ciro prim giderlerimizin de artması ile sonuçlanmıştır. Nakliye giderleri de iş hacmi ve enflasyonist etki sebebiyle, ücretler yapılan zamlar ve artan iş hacmi sonucu ilave personel maliyeti sebebiyle artmış olup reklam maliyetleri de katalog ve çeşitli reklam harcamaları yapılması sebebiyle oluşmuştur.

Tablo 10: Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Kira giderleri	(1.495.431)	(1.868.161)	(4.839.433)	(1.600.107)	(4.379.991)
Ciro primi giderleri	(5.509.797)	(7.004.774)	(10.175.810)	(204.459)	(4.085.354)
Nakliye giderleri	(2.400.754)	(2.393.282)	(9.010.240)	(928.557)	(3.464.929)
Ücret ve ücret benzeri giderler	(1.628.880)	(3.475.777)	(5.584.321)	(1.221.472)	(1.900.931)
Diğer çeşitli giderler	(365.836)	(314.523)	(745.253)	(167.067)	(595.423)
Konaklama ve seyahat giderleri	(173.620)	(240.272)	(510.996)	(116.424)	(401.044)
Enerji, yakıt, su, haberleşme giderleri	(322.925)	(447.831)	(1.222.218)	(238.822)	(278.720)
Diğer dışarıdan sağlanan fayda ve hizmet giderleri	(290.097)	(337.221)	(580.605)	(118.717)	(194.840)
Amortisman giderleri ve itfa payları	(16.638)	(25.750)	(53.009)	(13.034)	(133.116)
Bakım ve onarım giderleri	(155.087)	(168.822)	(365.742)	(79.682)	(93.159)
Sigorta giderleri	(45.131)	(57.154)	(91.628)	(17.841)	(48.182)
Telif ve lisans giderleri	(191.175)	(257.656)	(1.075.695)	(217.446)	(39.843)
Vergi, resim, ceza ve harçlar	(25.023)	(25.604)	(34.253)	(12.808)	(32.791)
Diğer Kanunen Kabul edilmeyen giderler	-	-	-	-	-
Danışmanlık giderleri	(14.527)	(15.464)	(26.028)	(3.659)	(4.200)
İlan ve reklam giderleri	(1.200)	(5.170)	(4.264.409)	-	(2.000)
Abonelik ve aidat giderleri	(160)	(538)	(2.096)	(458)	(370)
Toplam	(12.636.281)	(16.637.999)	(38.581.736)	(4.940.553)	(15.654.893)
Net Satışlara Oranı (%)	%8,4	%10,9	%5,7	%7,8	%11,8

Genel Yönetim Giderleri

Tablo 11: Genel Yönetim Giderleri

Genel Yönetim Giderleri (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Ücret ve ücret benzeri giderler	(1.337.680)	(2.485.625)	(4.358.611)	(801.327)	(1.686.126)
Danışmanlık giderleri	(193.176)	(199.796)	(2.163.561)	(81.166)	(509.401)
Vergi, resim, ceza ve harçlar	(64.698)	(90.608)	(2.269.091)	(16.193)	(374.787)
Enerji, yakıt, su, haberleşme giderleri	(264.972)	(343.015)	(1.083.432)	(191.547)	(353.397)
Amortisman giderleri ve itfa payları	(98.444)	(60.018)	(159.287)	(30.213)	(342.801)
Konaklama ve seyahat giderleri	(3.206)	(39.200)	(131.821)	(20.484)	(131.153)
Diğer çeşitli giderler	(302.008)	(697.848)	(1.371.257)	(703.307)	(617.764)

Diğer dışarıdan sağlanan fayda ve hizmet giderleri	(86.096)	(115.347)	(191.098)	(12.200)	(82.386)
Sigorta giderleri	(98.354)	(107.036)	(155.618)	(26.529)	(70.387)
İlan ve reklam giderleri	(42.476)	(155.752)	(354.299)	(20.474)	(69.396)
Bakım ve onarım giderleri	(67.932)	(101.485)	(224.232)	(67.183)	(37.127)
Abonelik ve aidat giderleri	(22.557)	(45.719)	(92.651)	(430)	(6.260)
Nakliye giderleri	(5.511)	(1.240)	(2.918)	(864)	(390)
Kira giderleri	(66.881)	(137.513)	(59.811)	(35.612)	-
Toplam	(2.653.991)	(4.580.202)	(12.617.687)	(2.007.529)	(4.281.375)
<i>Net Satışlara Oranı (%)</i>	<i>%1,8</i>	<i>%3,0</i>	<i>%1,9</i>	<i>%3,2</i>	<i>%3,2</i>

Şirket'in genel yönetim giderleri 2020 – 2021 – 2022 - 2023/03 itibarıyla sırasıyla 2.653.991 TL, 4.580.202 TL, 12.617.687 TL ve 4.281.375 TL olarak gerçekleşmiştir. İlgili finansal hesap dönemleri itibarıyla bakıldığında genel yönetim giderleri genel olarak cironun %1,8'i ile %3,2'si arasında gerçekleşmiştir.

Genel yönetim giderleri çok sayıda düşük bakiyeli hesaptan oluşmaktadır ve gider grubun en büyük kalemi ücret ve ücret benzeri giderlerdir. Birçok giderde enflasyonist etki sebebiyle yüksek oranlarda artış olmuştur. Ücretler yapılan artışlar ve ilave istihdam, enerji giderleri yine enflasyonist etki ve danışmanlık giderleri de bağımsız denetim ve çeşitli danışmanlıklar sebebiyle artmıştır.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler / Giderler

Tablo 12: Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler (TL)	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/03/2022	31/03/2023
Vergi Gelirleri	-	-	-	-	1.425.714
Teşvik Gelirleri	-	-	106.431	-	717.013
Konusu kalmayan karşılıklar	22.938	11.356	72.645	5.700	21.725
Kur farkı gelirleri	1.169.522	2.166.214	3.074.088	1.340.546	248.408
Reeskont faiz gelirleri	0	63.715	1.222.430	206.810	670.411
Diğer gelirler	666.620	530.813	742.372	140.582	73.626
Toplam	1.859.080	2.772.098	5.217.966	1.693.638	3.156.897
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%1,2</i>	<i>%1,8</i>	<i>%0,8</i>	<i>%2,7</i>	<i>%2,4</i>

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirleri 2020 – 2021 – 2022 - 2023/03 itibarıyla sırasıyla 1.859.080 TL, 2.772.098 TL, 5.217.967 TL ve 3.156.897 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.03.2023 itibarıyla esas faaliyetlerden diğer gelirler kaleminin ciroya oranı %2,4'tür.

Esas faaliyetlerden diğer gelirler hesabı ağırlıklı olarak vergi, teşvik, reeskont ve kur farkı gelirleri kaleminden oluşmaktadır. Teşvik Geliri, Milli Eğitim Bakanlığının Usta Eğitici Programı çerçevesinde alınan teşvik olup vergi geliri MEB ilköğretim yayınları KDV'den muaf olup itirazı kayıt ile ödenmiş akabinde 2023 yılında geri alınmıştır. Kur Farkı bilanço hesaplarındaki döviz hesaplarının değerlemesi kaynaklıdır.

Tablo 13: Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Karşılık giderleri	186.195	1.122	79.258	10.864	25.000
Reeskont faiz giderleri	893.268	148.427	4.785.642	7.145.799	9.472.815
Kur farkı giderleri	2.273.226	6.517.027	5.461.081	1.106.578	1.078.033
Dava karşılığı giderleri	859.079	56.050	718.464	0	677.224
Diğer giderler	19.543	0	2.242	2.225	54.801
Toplam	4.231.311	6.722.626	11.046.687	8.265.466	11.307.873
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%2,8</i>	<i>%4,4</i>	<i>%1,6</i>	<i>%13,1</i>	<i>%8,5</i>

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer giderleri 2020 – 2021 – 2022 - 2023/03 itibarıyla sırasıyla 4.231.311 TL, 6.722.626 TL, 11.046.687 TL ve 11.307.873 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.03.2023 itibarıyla esas faaliyetlerden diğer giderler kaleminin ciroya oranı %8,5'tir.

Esas faaliyetlerden diğer giderler hesabı ağırlıklı olarak kur farkı giderleri ile reeskont faiz giderleri kalemlerinden oluşmaktadır. Söz konusu kalemler Şirket'in ticari borçları ve diğer döviz bazlı yükümlülükleri üzerindeki kur farklılıklarından meydana gelmekte olup, yıllar içinde dalgalanmalar göstermiştir.


MUSTAFA YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Yatırım Faaliyetlerden Gelirler

Tablo 14: Yatırım Faaliyetlerden Gelirler

Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Kur korumalı mevduat gelirleri	-	-	11.072.621	2.052.902	1.148.995
Finansal yatırım gerçeğe uygun değer farkları	144.688	93.000	271.617	1.171.500	364.298
Yatırım amaçlı gayrimenkullerden kira gelirleri	25.140	25.240	25.460	6.300	7.119
Menkul kıymet satış karları*	-	-	2.201.513	557.100	-
Yatırım amaçlı gayrimenkul yeniden değerlendirme artışları	-	-	5.510.896	-	-
Maddi duran varlık satış karları	318.905	-	329.005	-	-
Toplam	488.733	118.240	19.411.112	3.787.802	1.520.412

Kur Korumalı Mevduat ("KKM") gelirleri şirketin finansal döviz pozisyonunun hedge edilmesi için döviz tutmak yerine KKM hesabının açılması sonucu elde ettiği gelirdir. Menkul Kıymet Satış Karı alınan hisse senedi satışı sonrası elde edilen kar sebebiyle oluşmuştur. Yatırım amaçlı gayrimenkul yeniden değerlendirme artışı ise kanunen yapılan değerlendirme sonucu oluşmuştur. Maddi duran varlık satış karı, araç satışı sebebi ile oluşmuştur.

Finansal Gelirler / Giderler

Tablo 15: Finansal Gelirler

Finansal Gelirler (TL)	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/03/2022	31/03/2023
Vadeli mevduat faiz gelirleri	4.125.610	4.752.242	6.675.919	1.751.360	16.714.367
Kur farkı gelirleri	4.020.791	10.663.226	3.040.988	1.836.723	103.744
Toplam	8.146.401	15.415.468	9.716.907	3.588.083	16.818.111
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%5,4</i>	<i>%10,1</i>	<i>%1,4</i>	<i>%5,7</i>	<i>%12,6</i>

Şirket'in finansal gelirleri 2020 - 2021 - 2022 - 2023/03 itibarıyla sırasıyla 8.146.401 TL, 15.415.468 TL, 9.716.907 TL ve 16.818.111 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.03.2022 dönemi itibarıyla bakıldığında finansal gelirler kalemi cironun %12,6 oranında gerçekleşmiştir. Finansal gelirler hesabı esas olarak finansman faaliyetlerinden kur farkı gelirleri ve faiz gelirleri kalemlerinden oluşmaktadır.

Tablo 16: Finansal Giderler

Finansal Giderler (TL)	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/03/2022	31/03/2023
Kredi faiz giderleri	(3.949.093)	(4.637.630)	(25.551.494)	(2.958.634)	(6.893.505)
Kur farkı giderleri	(5.234.423)	(10.253.713)	(13.819.148)	(6.967.472)	(630.366)
Teminat mektubu komisyonu giderleri	-	-	-	-	(386.099)
Banka komisyonu giderleri	(931.661)	(328.092)	(3.101.874)	(1.011.107)	(53.660)
Toplam	(10.115.177)	(15.219.435)	(42.472.516)	(10.937.213)	(7.963.630)
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%6,7</i>	<i>%9,9</i>	<i>%6,3</i>	<i>%17,3</i>	<i>%6,0</i>

Şirket'in finansal giderleri 2020 - 2021 - 2022 - 2023/03 itibarıyla sırasıyla 10.115.177 TL, 15.219.435 TL, 42.472.516 TL ve 7.963.630 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.03.2022 dönemi itibarıyla bakıldığında finansal giderler kalemi cironun %6,0 oranında gerçekleşmiştir.

Finansal giderler hesabı ağırlıklı olarak faiz giderleri ve finansman faaliyetlerinden kur farkı giderleri kalemlerinden oluşmaktadır. Faiz giderleri kalemi, Şirket'in banka kredisi faiz ödemelerinden meydana gelmektedir. Finansman faaliyetlerinden kur farkı giderleri kalemi ise Şirket'in yabancı para alacak/borçlarının dönem sonlarında TL değerlendirme farklarından oluşmaktadır.

Tablo 17: FAVÖK ve FAVÖK Marjı

FAVÖK ve FAVÖK Marjı	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023
Brüt Kar / (Zarar) (TL)	24.358.347	39.079.096	191.469.895	14.400.434	68.364.317
Genel Yönetim Gideri	(2.653.991)	(4.580.202)	(12.617.687)	(2.007.529)	(4.281.375)
Pazarlama Satış Dağıtım Gideri	(12.636.281)	(16.637.999)	(38.581.736)	(4.940.553)	(15.654.893)
Faaliyet Karı	9.068.075	17.860.895	140.270.472	7.452.352	48.428.049
Amortisman	1.034.306	1.220.014	1.373.157	329.648	2.574.427
FAVÖK	10.102.381	19.080.909	141.643.629	7.782.000	51.002.476
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>%6,7</i>	<i>%12,5</i>	<i>%20,9</i>	<i>%12,3</i>	<i>%38,3</i>

Şirket'in FAVÖK'ü 2020 yılında 10.102.381 TL, 2021 yılında 19.080.909 TL, 2022 yılında 141.623.629 TL ve 31.03.2023 döneminde ise 51.002.476 TL olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK marjı 2020 yılında %6,7, 2021 yılında %12,5, 2022 yılında %20,9 ve 2023 yılı ilk çeyreğinde %38,3 olarak gerçekleşmiştir.

FAVÖK artışının sebebi; katma değerli ürünlerin ciro içindeki payının artması, artan ciro ve ortalama sabit maliyetin düşmesi, stok yönetimi, enflasyonist etki ve yeni satış kanallarına yapılan satışlardır.

4. ŞİRKET'İN SEKTÖRDEKİ KONUMU

Şirket ağırlıklı olarak kırtasiye sektöründe faaliyet göstermektedir. Kırtasiye sektörü genel faaliyet sahası itibarı ile düşünüldüğünde içinde birçok farklı sektörü de barındırmaktadır. TOBB bünyesinde kurulmuş olan 65 ayrı sektör meclisi içinde kırtasiye sektörü yoktur. Kağıt, saraciyeye deri, bilgisayar, imalat vb. birçok sektörün ürünü kırtasiye ürünü olarak geçmektedir. Kağıttan üretilen defterler, klasörler, ajandalar, deri masa üstü düzenleyici ürünler sümenler, deri çantalar, bilgisayar sarf malze"meleri, metal ya da plastik enjeksiyon ile üretilen birçok ürün kırtasiye toptan-perakende mağazalarında kırtasiye ürünü olarak yer almaktadır.

Geleceğimizi emanet edeceğimiz çocuklarımızın evde başlayan eğitim ve öğretim faaliyetlerinde kullanılan bütün materyaller, oyun ve zeka ürünleri kırtasiye dükkanlarında satılan kırtasiye ürünü olarak adlandırılan malzemelerdir.

Türkiye'de son 15 yılda açılan indirim market zincirlerinin şube sayılarının gittikçe artması sonucu küçük perakende dükkanları ciddi anlamda sıkıntıya girmiş ve birçok işyeri kapanmıştır. Artık küçük metrekareli kırtasiye perakende dükkanları yok denecek kadar azalmıştır.

Bu konu kırtasiye perakendelerinin işlerine yatırım yapmaları ve satmış oldukları ürün çeşitlerini arttırmalarına yol açmıştır. Kırtasiye perakendelerinde de mahalle arasında hizmet veren 40 - 50 m²'lik perakendeler büyük oranda kapanırken daha merkezi ve işlek okul bölgelerinde 1500 - 2000 m²'lik yeni kırtasiye mağazaları devreye girmeye başlamıştır. Büyük metrekareli bu işyerlerinde geniş bir çeşitlilikle okul öncesi, okul ve ofise yönelik kırtasiye ürünleri raflarda yer almaya başlamıştır.

Bunların yanı sıra bugün kırtasiye satış noktalarında çocuklar için oyuncak ürün grupları, hediyelik eşyalar, kültür kitapları, eğitici ve zekâ geliştirici kitaplar, oyunlar, yardımcı ders kitapları da ana ürün grupları olarak yer almaktadır. Yine bunlara ilaveten kırtasiye noktalarında hobi ve sanata yönelik de geniş bir ürün grubu yer almaktadır.

Sonuç olarak bugün kırtasiye satış noktalarında okul ve ofise yönelik ürünler, oyuncaklar, kültür kitapları, eğitici ve zekâ geliştirici yayınlar ve oyun malzemeleri, hediyelik eşya ürünleri, hobi ve sanatsal ürünler olmak üzere çok geniş bir ürün yelpazesi satışa sunulmaktadır.

Türkiye'de Kırtasiye Sektöründe Satış Kanalları;

- Geleneksel tek ya da çok şubeli perakendeler,
- Kırtasiye grosslar, ucuzluk pazarları, japon pazarları,
- İndirim/Ucuz market zincirleri (BİM, Şok, A101)
- Zincir perakendeciler (Migros, Carrefoursa, Metro vb.)

• Çok şubeli hediyeelik eşya, ev züccaciyesi, tekstil vb. modern mağazalar (LCW, Gratis, Tedi, Tchibo, Ecrou, Miniso, vb.)

• E-Pazar yerleri – Online kanallar (Hepsiburada, Trendyol, Amazon, Getir vb.)

Türkiye’de kırtasiye sektörünün ana dağıtım kanalları bunlardır.

(Kaynak: <https://tukid.org/resimler/icerikler/dosyalar/223.pdf>)

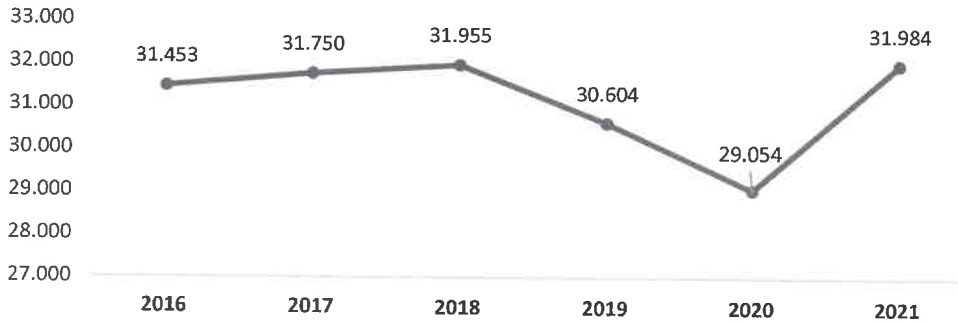
Dünya’da Kırtasiye Sektörü

Kırtasiye sektörü için Dünya genelinde kağıt ürünleri önemli bir ürün kategorisidir. Şekil 1’de gösterilen Euromonitor verilerine göre bu kategoride düzenli bir büyüme görülmektedir. Bu noktada 2019 ve 2020 yıllarındaki gözlemlenen düşüşün pandemi sebebi ile geçici bir düşüş olduğu, 2021 yılında görülen keskin artış neticesinde rahatlıkla söylenebilmektedir.

Ayrıca kağıt kırtasiye ürünleri toplam üretim büyüklüğü ile ilgili Euromonitor’ün gelecek yıllara ilişkin tahminleri aşağıdaki şekilde sunulmuştur (Şekil-2)

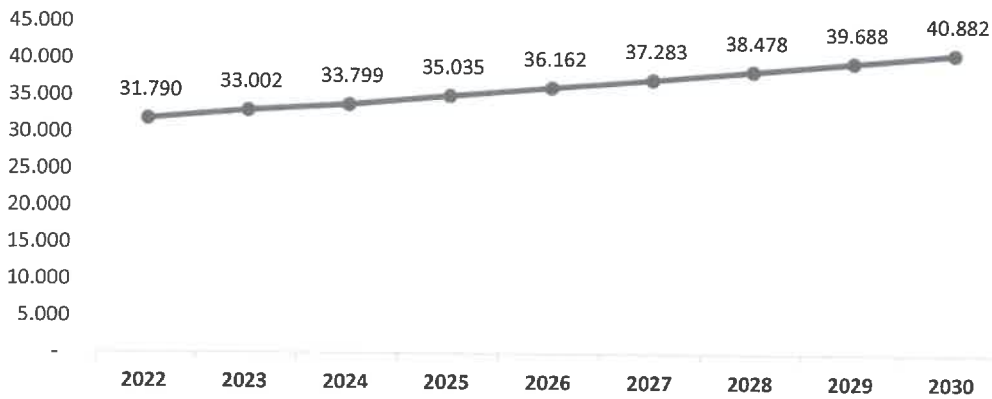
Bu grafikten görüleceği üzere gelecek yıllar için kağıt kırtasiye ürünlerinin üretiminde Dünya genelinde artış trendi beklenmektedir. Öyle ki 2030 yılında gerçekleşmesi beklenen toplam üretim miktarında 2022 yılına göre bir karşılaştırma yapıldığı zaman yaklaşık %30 oranında bir büyüme tahmin edilmektedir.

Şekil 1 : Kağıt Kırtasiye Ürünleri Yaklaşık Üretim Büyüklüğü (Gerçekleşen – Milyon USD)



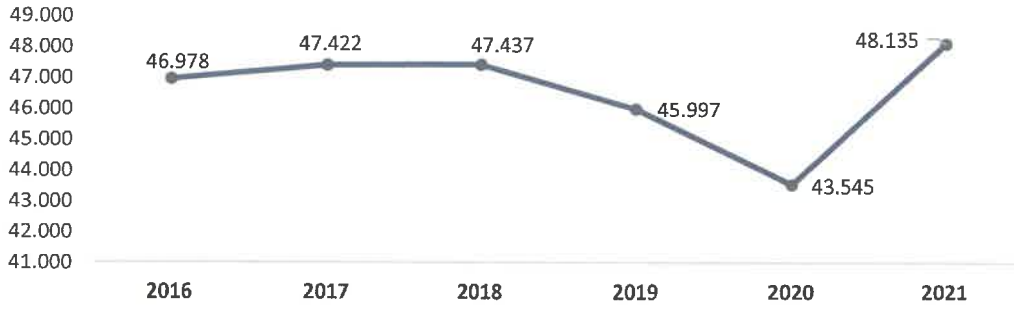
Kaynak: Euromonitor, 11.Kırtasiye kurultay sunumu, Tüm Kırtasiyeciler Derneği – TUKID 2021

Şekil 2: Kağıt Kırtasiye Ürünleri Yaklaşık Üretim Büyüklüğü (Tahmin – Milyon USD)



Kaynak: Euromonitor, 11.Kırtasiye kurultay sunumu, Tüm Kırtasiyeciler Derneği – TUKID 2021

Şekil 3: Kâğıt Kırtasiye Ürünleri Yaklaşık Pazar Hacmi (Gerçekleşen – Milyon USD)

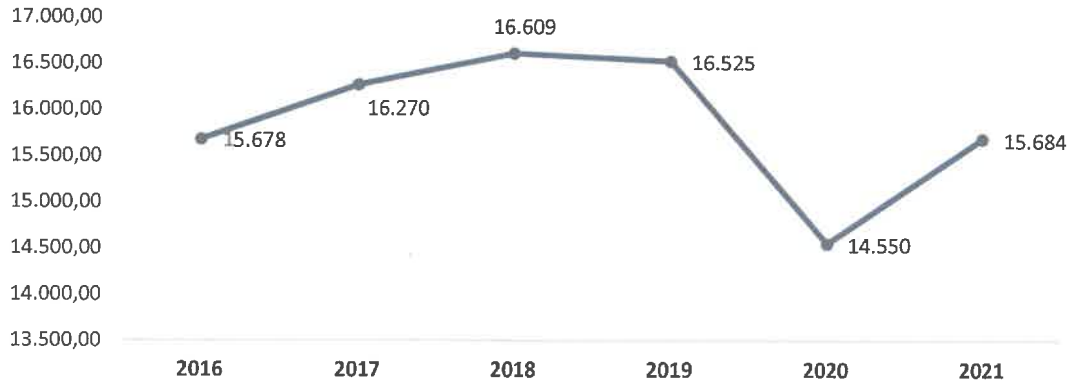


Kaynak: Euromonitor, 11.Kırtasiye kurultay sunumu, Tüm Kırtasiyeciler Derneği – TUKID 2021

Kâğıt ürünleri için dünya pazarının toplam büyüklüğü için gerçekleşen sayısal istatistikler yukarıdaki grafikte sunulmuştur (Şekil 3). 2016 – 2018 yılları arasında gözlemlenen büyümeyi 2019 ve 2020 yıllarında dünya genelinde büyük etkileri olan pandemi sebebiyle oransal olarak büyük sayılabilecek bir düşüş izlemiştir. Ancak, 2021 yılında ticaret faaliyetlerinin normal dönemlerdeki haline dönmesi sonucunda ise yine bu istatistik için de en iyi sayısal büyüklüğe ulaşılmıştır.

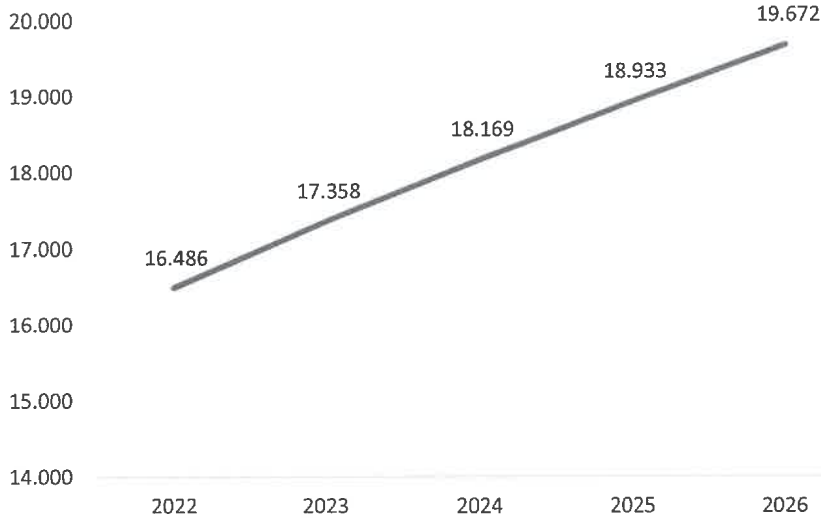
Kâğıt ürünleri dışında diğer bir önemli kırtasiye kalemi olan yazma gereçleri için dünya toplamı satış büyüklüklerine ait gerçekleşen durum ve tahmin edilen gelecek büyüklükler aşağıdaki iki Şekil’de sunulmuştur (Şekil 4 ve Şekil 5). Şekil 4’ten gözlemleneceği üzere 2016 yılı baz alındığında 2021 yılı sonunda miktarsal olarak küçük de olsa bir artış gerçekleşmiştir. 2019 ve 2020 yıllarında gözlemlenen düşüşün en büyük etkeninin ise yine pandemi olduğu söylenebilir. Nitekim 2022 yılından 2026 yılına kadar olan tahmin istatistikleri incelendiğinde sürekli bir artışın bekleniyor olması da bu durumu destekler niteliktedir. Kademeli olarak her yıl beklenen büyümeler neticesinde yazma gereçleri satışında dünyada 2026 yılına geldiği zaman 2022 yılına göre toplamda %19’un üstünde bir büyüme gözlemleneceği öngörülmektedir.

Şekil 4: Yazma Gereçleri Toplam Satış Büyüklüğü (Gerçekleşen – Milyon Dolar)



Kaynak: Euromonitor, 11.Kırtasiye kurultay sunumu, Tüm Kırtasiyeciler Derneği – TUKID 2021

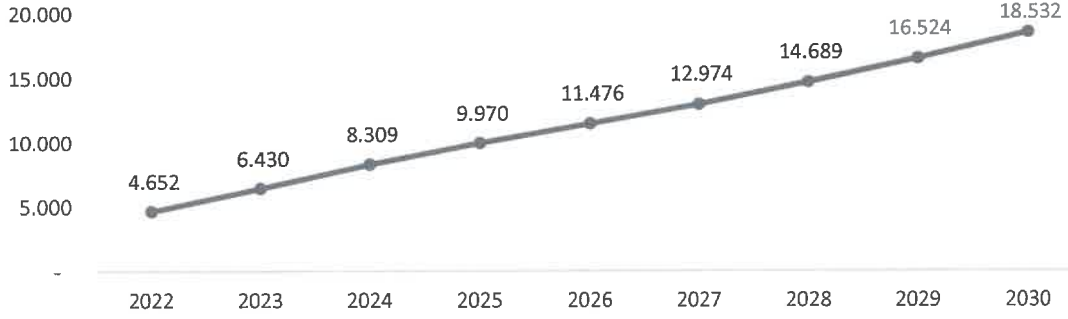
Şekil 5: Yazma Gereçleri Toplam Satış Büyüklüğü (Tahmin – Milyon Dolar)



Kaynak: Euromonitor, 11.Kırtasiye kurultay sunumu, Tüm Kırtasiyeciler Derneği – TUKİD 2021

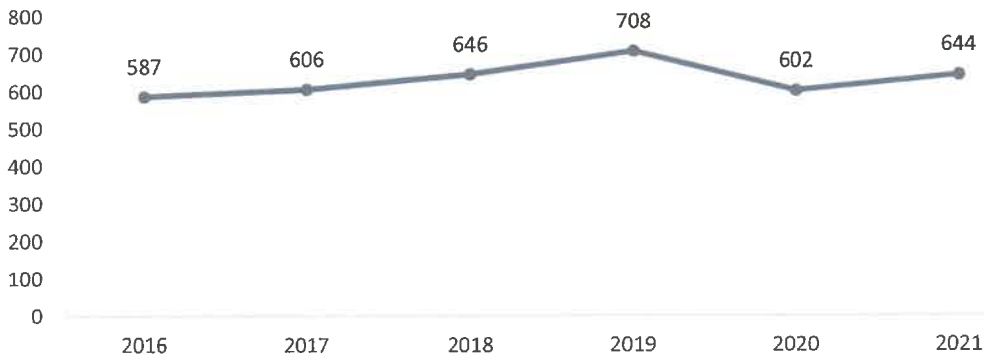
Türkiye’de Kırtasiye Sektörü

Şekil 6: Kâğıt Ürünleri Türkiye Üretim Büyüklüğü (Tahmin – Milyon TL)



Kaynak: <https://tukid.org/resimler/icerikler/dosyalar/223.pdf>

Şekil 7: Yazma Gereçleri Türkiye Satış Büyüklüğü (Gerçekleşen – Milyon TL)

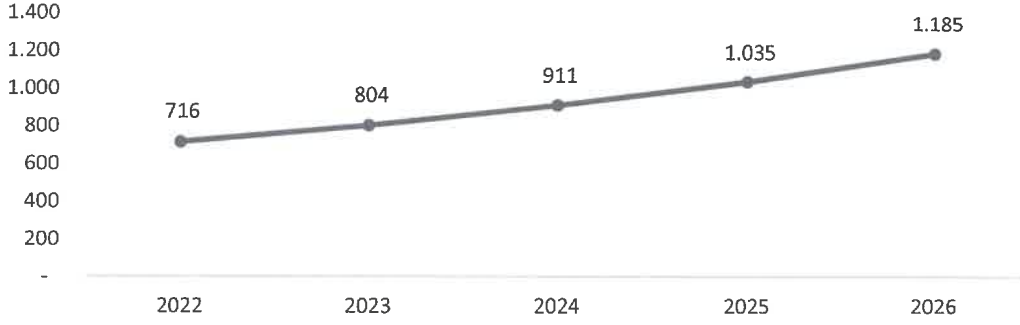


Kaynak: <https://tukid.org/resimler/icerikler/dosyalar/223.pdf>

Yazma gereçleri satış büyüklüğü rakamlarında Türkiye için geçmiş yıllara ait veriler yukarıdaki Şekil 7’de verilmiştir. Bu istatistikler için 2016 – 2019 yıllarında devam eden kademeli artışı 2020 yılında pandemi etkisiyle bir azalma takip etmiştir. 2021 yılında ise 2020 yılına göre %7 oranında bir artış gerçekleşerek 644 milyon TL mertebelerine ulaşılmıştır. Buna ek olarak gelecek yıllar için de yazma gereçleri Türkiye

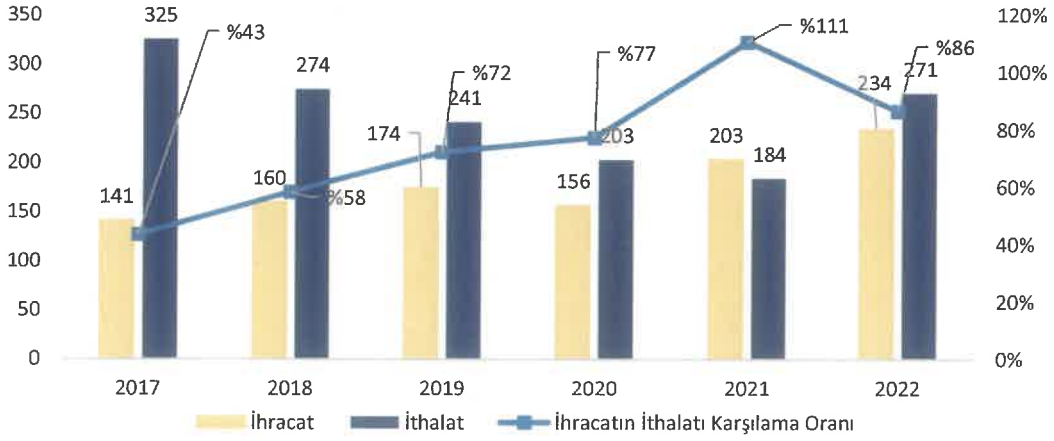
satış büyüklüğünde kademeli olarak bir büyüme eğilimi beklenmektedir (Şekil 8). 2022 yılı sonunda beklenen veri olan 716 milyon TL, geçmiş yıllar ile kıyaslandığı zaman zirve bir sayıdır. 2026 yılı sonunda ise Türkiye’de yazma gereçlerinde satış büyüklüğünün 1 milyar 185 milyon TL dolaylarına yükselmesi öngörülmektedir.

Şekil 8: Yazma Gereçleri Türkiye Satış Büyüklüğü (Tahmin – Milyon TL)



Kaynak: <https://tukid.org/resimler/icerikler/dosyalar/223.pdf>

Şekil 9: Türkiye Kırtasiye Ürünleri İhracat-İthalat Verisi (Gerçekleşen – Milyon Dolar)



Kaynak: <https://tukid.org/resimler/icerikler/dosyalar/223.pdf>

Şekil 9’da Türkiye’nin geçmiş yıllara ait tüm kırtasiye ürünleri için ihracat ve ithalat verileri sunulmuştur. Grafikte gözlemlenen ilk durum 2017 – 2020 yılları arasında her yıl için dış ticaret açığı verilmişken 2021 yılında kırtasiye ürünleri için dış ticaret fazlası verilmiş olmasıdır.

2022 yılında Pandemi etkisinin Çin’de de azalması ve de navlun fiyatlarındaki normalleşme sonucu Çin’in etkisi artmış ve 2022 yılında kırtasiye ürünlerindeki Çin’den yapılan ithalat artmıştır.

İthalat rakamlarındaki artışa rağmen Kırtasiye sektöründeki yerli üretim artmaya devam etmiş ve Türkiye’nin üretim artışı İthalattan fazla olmuştur.

2017 yılında Türkiye kırtasiye ürünlerinin ihracatın ithalatı karşılama oranı %43 iken, bu rakam 2022 yılının sonunda %86 olmuştur. 2017 yılında 325,021 milyon dolar olan ithalat 2022 yılında 270,592.989 milyon dolara gerilemiş (küçülme %17), buna karşılık ihracat rakamları ise 141.078.316 milyondan 233.889.308 milyona çıkmıştır (büyüme %65). Firmanın gelecek planları doğrultusunda ihracat hacminin artırılması hedeflenmektedir. Buna ilişkin her geçen gün Türkiye’nin kırtasiye ürünlerindeki ihracat gücü artmakta olduğu gözlemlenmektedir ve hedef pazar potansiyeli de bu doğrultuda artmaktadır.

Bu şekilde tüm kırtasiye ürünlerinin bulunması sebebiyle defter ve kalem dış ticaret istatistiklerine ait diğer bir Tablo da aşağıda sunulmuştur (Tablo 18). Bu Tablo’da dikkat çeken ilk husus defter ürün kategorisinde (bu kategori içinde klasör ve dosya da vardır) her yıl için dış ticaret fazlası gerçekleşirken; kalem ürün kategorisi için ise aksine dış ticaret açığının verilmiş olmasıdır.

İhracattaki meydana gelen büyüme rakamlarındaki en önemli etkenlerden birisi defter ürün kategorisindeki artış olduğu görülmektedir. 2022 yılında Türkiye 4.153.274 dolar defter ithalatı yaparken aynı yıl 60.671.091 dolar'lık ihracat yapmıştır.

Tabloda dikkat çeken bir diğer istatistik ise 2022 yılı kalem kategorisinde ihracatın ithalatı karşılama oranının 2017 yılında +14 iken, 2022 yılında %22'ye çıkmış olmasıdır.

Tablo 18: Türkiye Defter ve Kalem İhracat-İthalat Verisi

(USD)	DEFTER		KALEM	
	İhracat	İthalat	İhracat	İthalat
2017	27.666.459	16.872.939	13.679.394	95.226.977
2018	34.062.487	14.808.148	15.501.037	73.123.724
2019	40.383.364	10.024.042	11.818.599	49.000.509
2020	35.002.311	3.308.430	9.873.088	56.657.993
2021	43.647.822	4.091.513	14.307.273	51.453.921
2022	60.671.091	4.153.274	18.239.024	80.526.979

Kaynak: <https://tukid.org/resimler/icerikler/dosyalar/223.pdf>

Sunulan verilerden anlaşılacağı üzere Türkiye'de Kırtasiye Sektörü olarak bütünü kapsayan sağlıklı veriye ulaşılamamaktadır. Çünkü her ne kadar sektör olarak nitelendirilse de daha önce de belirtildiği gibi Kırtasiye Sektörü adı hiçbir oluşum içinde yoktur.

Sektörün içinde GIPTA'nın yerini birkaç cümle ile özetlemek gerekirse;

GIPTA'nın üretim kapasitesi, makine parkuru, üretim tesis büyüklüğü, çalışan sayısı, üretim ve ticaretini yaptığı ürün çeşitliliği, satış rakamları, satış kanallarındaki etkinliği, satış ve pazarlama ekibinin gücü ve sayısı, tasarım ve ürün geliştirme yenilikleri konularındaki tecrübeli ve nitelikli ekibi vb. kriterler incelendiğinde bu alanda faaliyet gösteren firmalar içerisinde ön sıralarda olduğu gözlemlenebilecektir.

Sektörün kendi içinde oluşturduğu tek oluşum 1985 yılında kurulan Tüm Kırtasiyeciler Derneği (TÜKİD)'dir. GIPTA Yönetim Kurulu Başkanı Vecdet Şendil, 2015-2017, 2017-2019 dönemlerinde TÜKİD'in başkanlık görevini üstlenmiştir. 2 yıl ara verdikten sonra 2021 yılında tekrar başkan seçilmiş ve halen başkanlığı yürütmektedir.

Sektörün en önemli ticari faaliyeti olan İstanbul Kırtasiye Fuarı 28 yıldan beri kesintisiz olarak yapılmaktadır (pandemi dönemi dahil). Bu fuar dünya Kırtasiye Sektörünün 2. büyük fuarındır. Fuar TÜKİD'in organizasyonu ile yapılmaktadır.

5. DEĞERLEME ANALİZİ

İş bu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 2 değerlendirme yaklaşımı dikkate alınmıştır.

- Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi
- Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

5.1. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi Yöntemi

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca Pazar Yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu yaklaşım da UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar madde 50.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması ve Şirket paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceğinden dolayı değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

5.1.1. Benzer İşlem Gören Şirket Analizi (Trading Multiples)

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yönteminde, Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler incelenmektedir. Burada emsal olarak alınacak şirketlerin benzer

ürün veya hizmetleri üretmesi beklenmektedir. Bu yöntemde Şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin (net kar, satışlar, defter değeri, FAVÖK vb.) katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanılmasındaki en büyük zorluk, bire bir karşılaştırılabilir şirket bulunmasıdır. Çarpan analizi yönteminde kullanılan başlıca değerlendirme çarpanları aşağıda yer almaktadır.

- Firma Değeri / FAVÖK (FD / FAVÖK)
- Firma Değeri / Net Satışlar (FD / Satışlar)
- Fiyat / Kazanç (F / K)
- Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD / DD)

Pazar yaklaşımı uygulaması üç ana süreçten meydana gelmektedir:

- Pazar yaklaşımı uygulanacak uygun benzer şirket ya da işlemlerin tespiti
- Uygun çarpanların / değerlerin tespiti
- Çarpanların tespit edilmiş baz değerlere uygulanarak şirket değeri tespiti.

Pazar yaklaşımında kullanılan çarpanlar 13.07.2023 tarihli veriler olup; kaynak olarak Bloomberg ve Finnet kullanılmıştır.

Bu değerlendirme çalışmasında F/K (Fiyat/Kazanç) ve FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır.

Çarpanların belirlenmesi sonrasında uç değerler olarak kabul edilen ve değerlemeyi etkilemesi olası çarpanların tespit edilmesi ile değerlemeye dahil edilmemesi için Kartil hesaplaması yapılmıştır. Kartil bir seriyi 4 eşit parçaya bölen istatistiki bir terimdir. Hesaplama yapılırken alt ve üst veri oluşturulmaktadır. Alt sınır serinin %25'lik kısmına denk gelen rakam ve üst sınır serinin %75'lik kısmına denk gelen rakam formülü ile hesaplanmaktadır. Alt ve üst sınırlar hesaplandıktan sonra alt sınırın altında kalan ve üst sınırın üstünde kalan çarpanlar değerlemeye dahil edilmemektedir.

PD / DD çarpanı, benzer şirketlerin piyasa değeri ile defter değerlerinin bölünmesi sonucu elde edilen göstergedir. Ülkelere ve şirketlere göre vergi, temettü, borçlanma politikalarının ve büyüme evrelerinin farklılık göstermesinin özkaynaklar üzerindeki etkileri nedeniyle uygun bir gösterge olmayacağı değerlendirilerek değerlendirme çalışmasında kullanılmamıştır.

FD / Satışlar çarpanı, benzer şirketlerin firma değeri ile net satışlarının bölünmesi sonucu elde edilen göstergedir. Bu çarpan aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin kar marjlarını dikkate almaması sebebiyle tercih edilmemiştir.

Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler

Şirket'in 31.03.2023 tarihli bilançosundaki net finansal borç ve son 12 aylık (yıllıklandırılmış) FAVÖK ve Dönem Net Karı çarpan analizinde kullanılmıştır.

Tablo 19: Değerlemede Esas Alınan Finansal Verilerin Hesaplanması

(TL)	2022	2022/03	2023/03	Yıllıklandırılmış
Net Satışlar	678.351.421	63.227.872	133.115.514	748.239.063
Satışların Maliyeti	(486.881.526)	(48.827.438)	(64.751.197)	(502.805.285)
Faaliyet Giderleri*	(51.199.423)	(6.948.082)	(19.936.268)	(64.187.609)
FVÖK	140.270.472	7.452.352	48.428.049	181.246.169
Amortisman	1.373.157	329.648	2.574.427	3.617.936
FAVÖK	141.643.629	7.782.000	51.002.476	184.864.105
Dönem Net Karı	96.049.537	(1.763.804)	41.163.818	138.977.159
Ödenmiş Sermaye			100.000.000	
Nakit ve Nakit Benzeri			321.926.870	
Finansal Yatırımlar			41.262.923	
Toplam Finansal Borç			259.562.011	
Net Finansal Borç / (Nakit)			(103.627.782)	

(*) Faaliyet Giderleri hesaplanırken esas faaliyetlerden diğer gelir / gider kalemleri dahil edilmemiştir.

2023/03 döneminde 2022/03 dönemine göre net satışlarda %11'lik, satışların maliyetinde ise %33'lük oranında bir artış gerçekleşmiştir. Satışların maliyetinin net satış kadar artış göstermemesi, artan ciro ile ortalama sabit maliyetlerin düşmesinden ve önceki yıllardan devreden stokların defter değerleri enflasyon ile güncellenmemişken satış fiyatlarının enflasyon etkisi gözetilerek revize edilmiş olmasından kaynaklanmaktadır.

Tablo 20: Benzer Şirketler

Bloomberg Kodu	Ülke	Şirket	Açıklama
603899 CH Equity	ÇİN	Shanghai M&G Stationery Inc	Şirket, kırtasiye ürünleri üretip satışını gerçekleştirmektedir.
600966 CH Equity	ÇİN	Shandong Bohui Paper Industria	Kağıt bazlı kırtasiye ürünlerinin üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir.
002103 CH Equity	ÇİN	Guangbo Group Stock Co Ltd	Defter, ajanda, hediye kutuları, fotokopi kağıdı, foto albüm vb. kırtasiye ürünlerinin satışını gerçekleştirmektedir.
NELI IN Equity	HİNDİSTAN	Navneet Education Ltd	Ders kitapları, çocuk kitapları ve çeşitli yaygın içeriklerin basım ve yayıncılığını yapmaktadır. Bunun yanı sıra kağıt bazlı kırtasiye ürünleri üretim ve satışını gerçekleştirmektedir.
7482 JP Equity	JAPONYA	Shimajima Co Ltd	Büro malzemeleri toptancısıdır. Şirketin ürünleri arasında büyük mağazalar ve perakendecilerin kullandığı kutular, ambalaj malzemeleri, kağıt torbalar ve kırtasiye ürünleri yer almaktadır.
ABOMOATI AB Equity	SUUDİ ARABİSTAN	Abdullah Saad Mohammed Abo Moa	Kırtasiye ürünleri satmaktadır. Şirket, ofis ve okul kırtasiye ürünleri sunmaktadır.
CAMLN IN Equity	HİNDİSTAN	Kokuyo Camlin Ltd	Kağıt kırtasiye ürünleri ve yazma gereçleri üreticisidir
SXP CN Equity	KANADA	Supremex Inc	Kırtasiye ürünleri üretmektedir ve müşteri portföyünde toptancılar, zincir marketler, kar amacı gütmeyen kuruluşlar ve devlet kurumları bulunmaktadır.
1481 HK Equity	HONG KONG	Smart Globe Holdings Ltd	Şirket kitap, karton defter, ambalaj kutusu, kırtasiye ürünleri ve diğer ürünlerin basımını ve satışını yapmaktadır.
005360 KS Equity	GÜNEY KORE	MonAmi Co Ltd	Kırtasiye, yazıcı, ofis, yazım-çizim ve sanatçı ekipmanları üreten bir firmadır.
BINO IJ Equity	ENDONEZYA	Perma Plasindo Tbk PT	Holding, bağlı ortaklıkları vasıtasıyla kırtasiye ürünlerinin ticaretini yapmaktadır.
CWGH MK Equity	MALEZYA	CWG Holdings Bhd	Kırtasiye ve baskı malzemeleri üreten ve satan bir yatırım holding şirketidir. Şirket, bağlı ortaklıkları aracılığıyla kağıda dayalı kırtasiye hediyelik eşya ve kağıt ürünleri ticareti yapmaktadır.
DTCI TB Equity	TAYLAND	DTC Industries PCL	Bic, Lancer, Candy ve Cheetah markaları altında tükenmez, dolma, renkli kurşun kalemler ve diğer yazı gereçleri dahil olmak üzere kırtasiye malzemeleri üretmektedir.
SED VN Equity	VİETNAM	Phuong Nam Education Investment & Development Joint Stock Co.	Şirket yayıncılık ve basım faaliyetleri yürütmektedir. Kitap, gazete, dergi, ve çeşitli okul/ofis ürünlerinin üretimini yapmaktadır.
8448 HK Equity	HONG KONG	Universe Printshop Holdings Lt	Baskı hizmetleri sunmaktadır. Şirket, kırtasiye ürünleri, reklam, ajanda, çeşitli markalara ürün katalogu vb. basımını ve satışını yapmaktadır.

030960 KS Equity	GÜNEY KORE	Yangjisa Co Ltd	Şirket, çeşitli kırtasiye ürünlerinin tasarımı ve üretimini yapmaktadır. Ürün portföyünde ajanda, defter, fotoğraf albümler, bloknot vb . yer almaktadır.
300703 CH Equity	ÇİN	Cre8 Direct Ningbo Co Ltd	Çeşitli büro ve kırtasiye malzemeleri satmaktadır.
ALEXA FP Equity	FRANSA	Exacompta Clairefontaine S.A.	Özel markalarının altında kağıt ve kaplama malzemeleriyle çeşitli kırtasiye ürünleri üretip dağıtımını yapmaktadır.
ADEL TI Equity	TÜRKİYE	Adel Kalemcilik Ticaret ve Sanayi A.Ş.	BIST'te payları işlem gören kırtasiye ürünleri üreticisi firma. Yazma gereçleri alanında çeşitli global markaların distribütörlüğünü yürütmektedir.
SAMAT TI Equity	TÜRKİYE	Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Tic. ve San. A.Ş.	BIST'te payları işlem gören şirket, defter, kağıt ve takvim gibi materyallerin üretim ve dağıtımını yapmaktadır. Baskı öncesi ve baskı sonrası uçtan uca hizmetler sunmaktadır.
PRZMA TI Equity	TÜRKİYE	Prizma Press Matbaacılık Yayıncılık San. ve Tic. A.Ş.	BIST'te payları işlem gören şirket, matbaacılık hizmeti sunmaktadır. Ürün gamında gazete, kitap ve dergiler yer almaktadır.
ALKA TI Equity	TÜRKİYE	Alkim Kağıt Sanayi ve Tic. A.Ş.	BIST'te payları işlem gören şirket, ofset yazı tabı, kuşe ve ofis kağıtları üretmektedir.
KONKA TI Equity	TÜRKİYE	Konya Kağıt San. ve Tic. A.Ş.	BIST'te payları işlem gören şirket, Türkiye'de kağıt sektörünün öncü kuruluşlarından. Yıllık 100 bin ton üretim kapasitesiyle, Türkiye yazı tabı kağıt üretiminin % 25'ini karşılamaktadır.

Tablo 21: Benzer Şirket Çarpanları (1/2)

Şirket	Piyasa Değeri (mio USD)	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Net Satış
Shanghai M&G Stationery Inc	5,532.02	5.55	29.45	m.d.	1.74
Shandong Bohui Paper Industria	1,166.86	1.28	m.d.	m.d.	0.90
Guangbo Group Stock Co Ltd	462.61	4.09	233.92	m.d.	1.36
Navneet Education Ltd	361.14	2.58	14.52	10.84	1.90
Shimojima Co Ltd	182.76	0.75	15.76	6.12	0.34
Abdullah Saad Mohammed Abo Moa	184.18	2.85	40.65	14.96	2.18
Kokuyo Camlin Ltd	150.29	4.72	50.68	23.68	1.66
Supremex Inc	120.41	1.19	4.86	4.48	0.92
Smart Globe Holdings Ltd	33.26	1.98	m.d.	m.d.	1.56
MonAmi Co Ltd	51.53	0.63	21.23	8.55	0.74
Perma Plasindo Tbk PT	17.59	0.60	42.31	26.09	0.95
CWG Holdings Bhd	10.97	0.49	9.17	3.42	0.45
DTC Industries PCL	10.43	0.91	22.43	5.55	1.11
Phuong Nam Education Investment	7.33	0.62	4.62	m.d.	0.21
Universe Printshop Holdings	3.45	m.d.	m.d.	m.d.	0.35
Yangjisa Co Ltd	206.92	1.20	m.d.	m.d.	2.46
Cre8 Direct Ningbo Co Ltd	242.73	2.29	28.29	m.d.	1.45
Exacompta Clairefontaine	157.87	0.30	5.23	2.61	0.30
Adel Kalemcilik	240.32	36.02	76.66	27.19	6.03
Saray Matbaacılık	21.50	12.78	31.98	17.09	1.63
Prizma Press	28.00	6.20	38.76	203.10	11.31
Alkim Kağıt	201.13	8.28	13.19	11.66	2.68
Konya Kağıt	238.09	2.34	7.01	12.79	2.96

m.d. : mevcut değil

Tablo 22: Benzer Şirket Çarpanlar (2/2)

	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
Ortalama	2,44	25,38	12,50	1,33
Medyan	1,63	21,83	11,25	1,36

Tablo 23: Benzer Şirket Çarpanlar Çeyrekler Açıklığı

	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
1. Çeyrek	0,79	11,18	5,84	0,82
3. Çeyrek	4,57	39,70	20,39	2,04
Çeyrekler Açıklığı	3,78	28,52	14,55	1,23
Üst Sınır	10,23	82,49	42,21	3,88
Alt Sınır	-4,88	-31,60	-15,99	-1,02

Benzer şirketler örneğinde yer alan yurt dışı menşeli şirketler, GIPTA'nın faaliyetleri ve iş modeli itibarıyla yüksek benzerlik taşımaktadır. BIST'te payları işlem gören seçilmiş şirketler faaliyet konusu itibarıyla GIPTA ile bire bir benzememektedir fakat ana hammadde emtia (kağıt) olması ve emtia (kağıt) fiyatlarındaki hareketliliğin firmayı doğrudan etkilemesi sebebiyle seçilmiş kağıt şirketleri, matbaanın GIPTA fabrikasında bulunan üretim faktörlerinden biri olması sebebiyle matbaacılık faaliyetinde bulunan şirketler örnekleme dahil edilmiştir.

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. Özkaynak değerine ulaşabilmek için net borç düzeltilmesi yapılmıştır. Ham çarpan verisi çekildikten sonra uç değerler olarak kabul edilen ve değerlemeyi etkilemesi olası olan çarpanların tespit edilmesi ve değerlemeye dahil edilmemesi için örnekleme grubunda çeyrekler açıklığı hesaplanarak üst limit F / K için "82,49" ve alt limit olan "-31,60" arasında kalan değerler, üst limit FD / FAVÖK için "42,21" ve alt limit olan "-15,99" arasında kalan değerler, değerlemeye dahil edilirken, aralığın dışında kalanlar uç değer olarak kabul edilip değerlemeye dahil edilmemiştir.

Merkezi eğilim ölçülerinden Medyan'ın (Ortanca Değer) tercih edilmesinin temel sebebi, ortalamanın aksine örnekleme kümesinin dışına düşen (aşırı yüksek veya aşırı düşük) değerlerin çıkartılması yoluyla örnekleme kümesinin daha iyi temsil edilmesidir.

Tablo 24: Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri

Benzer Şirketler					
Çarpan	Katsayı	Gösterge	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
F/K	21,83	138.977.159	3.033.488.229	%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

5.2. Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.1 uyarınca gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlamaktadır. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. İşbu değerlendirme çalışması kapsamında gelir yaklaşımında İNA yöntemi kullanılmış olup, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 50.2 uyarınca, İNA yönteminde tahmini nakit akışları değerlendirme tarihine indirgenmekte ve bu işlem varlığın bugünkü değeriyle sonuçlanmaktadır.

Uluslararası alanda kabul görmüş ve şirketlerin orta-uzun vadeli değerini yansıtan İNA yöntemine göre, şirket paylarının değerinin, Şirket'in faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akışlarının bugünkü değerine eşit olduğu kabul edilmektedir.

İşbu raporda yer alan İNA değerlemesinde, Şirket'in faaliyetlerinden gerçekleşmesini beklediği nakit akımlarının miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olup, söz konusu tahminler şüphecilikten taviz verilmeden muhafazakar varsayımlar üzerinden İNA değerlemesine yansıtılmıştır. Sonuç olarak, Şirket'in gelir

yaratma kabiliyetinin değeri en çok etkileyen bir unsur olmasından dolayı değerlemenin amacına uygun olduğu düşünülerek, Gelir (İNA) Yaklaşımı değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.

İNA yönteminde, projeksiyonlar genellikle 5 ila 10 yıllık zaman dilimi için yapılmakta ve projeksiyon döneminin son yılındaki nakit akışları baz alınarak Şirket faaliyetlerinin süresiz bir şekilde devam edileceği varsayılarak devam eden değer tahmini yapılmaktadır. İşbu rapora konu değerlendirme çalışması kapsamında, 2023/03 dönemi faaliyet sonuçları baz olarak esas alınmış olup, 2023 - 2028 yılları arası da projeksiyon dönemi olarak kabul edilmiştir. Projeksiyon döneminde ulaşılması öngörülen nakit akışları ve diğer finansal verilerin, projeksiyon dönemine göre belirlenen makul bir geçmiş dönemde değerlendirme konusu Şirket tarafından elde edilen nakit akışları ve diğer finansal veriler ile uyumlu, tutarlı ve öngörülebilir olmasına özen gösterilmiştir.

Gerek miktar ve gerekse fiyatlamaya yönelik öngörü ve projeksiyonlar, yurt içi ve yurt dışı piyasa ve makroekonomik koşullar doğrultusunda değişiklik gösterebileceğinden gelir tutarının projeksiyonu görece sağlıklı olmayabilecektir. Bu nedenle, tahmin dönemi için UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca bozulan bir yapıda gelir projeksiyonu uygulanmıştır ve Şirket'in tarafımıza sağladığı 5 yıllık projeksiyon bu yaklaşım altında incelenmiştir.

Şirket'in projekte edilen dönemde mamül ve ticari ürün gruplarında yer alan ürünlerin satış hacimlerini artırabilecek potansiyel fırsatlara yönelik çeşitli stratejilerine aşağıda yer verilmiştir. Gelir analizi yapılırken bu stratejiler de göz önünde bulundurularak nakit akışları tahmin edilmiştir.

- Zincir marketlerde, kırtasiye ürün satışlarında mevsimselliğin etkisini ortadan kaldırmak için 12 ay boyunca Gıpta ürünlerine özel raf tahsisi,
- Gıpta markasıyla ABD pazarına giriş yapılması yoluyla ihracat oranının artırılması,
- Yurt içinde yerleşik kırtasiyelerin henüz iş ilişkisinde bulunulmayan %40 - 45'lik dilimine ulaşabilmek için satış görüşmeleri yürütülmesi,
- Yayın grubu ürünleri kategorisinde MEB ihalelerine ilave olarak, 2024 yılı itibarıyla özel yayınevleri ile yeni iş ilişkileri başlatılması yoluyla satış hacimlerinin artırılması,
- Nüfus artışına bağlı olarak büyümekte olan okul öncesi hedef kitlesine yönelik hikaye ve boyama kitapları ürünleri ile yaklaşık 7500 noktada Gıpta ürünlerinin pazara sunulması,
- Kurumsal firma sayısındaki artışa bağlı olarak büyüyen promosyon ürünleri pazarında odaklanma stratejisi ile kar marjlarının korunarak hacimlerin artırılmasıdır.

Tablo 25: Makro Varsayımlar

Halk Yatırım Makro Veriler	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Türkiye TÜFE (Yıl Sonu Değişimleri)	%59,5	%39,5	%26,0	%22,0	%20,0	%20,0

Kaynak: Halk Yatırım, TÜİK, TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi

Değerleme çalışmasında kullanılan makro varsayımlar, Halk Yatırım Araştırma Birimi'nin, her aya ait mevsimsel faktörler ve mevcut koşullar altında oluşturduğu aylık tahminler çerçevesinde ulaştığı yıllık enflasyon değeridir. 2023 yılının 1. çeyrek sonu itibarıyla kalan çeyrekler için tahmini enflasyon oranı, 2023 yıl sonu tahmini enflasyondan TÜİK'in açıkladığı 2023 ilk çeyrek enflasyon oranı arındırılarak hesaplanmıştır.

Gelir Analizleri

Mamül Satışları, Ticari Mal Satışları ve Diğer Satışlar olmak üzere üç ayrı grupta sınıflandırılmaktadır. Gruplar aşağıda yer alan ürün kategorilerinden oluşmaktadır.

Mamül Satışları

- Spiralli Defterler
- Tel Dikişli Defterler
- İplik Dikişli Defterler
- Promosyon Ürünleri
- Yayın Grubu Ürünleri
- Diğer Ürünler

Ticari Mal Satışları

- Okul Ürünleri

- Ofis Ürünleri
- Hediyelik Ürünler
- Diğer Ürünler

Diğer Satışlar

- Hurda kağıt, plastik malzeme, mamül üretiminden arta kalan geri dönüşümü mümkün olan çeşitli atıkların satışı yoluyla elde edilen gelirlerden oluşmaktadır.

Geçmiş 3 yıl ve 2023 1.çeyrekte satılan ürünlerin adet bazında hacim bilgisine göre toplam hacmin ortalama %76'sı mamül tarafında, %24'ü ticari mal tarafında oluşmuştur.

Ürün grupları için satış büyüklükleri projekte edilirken, her bir kategori için geçmiş 3 yıl ve ara dönemde oluşan brüt kar marjları dikkate alınmıştır. 2020 – 2021 - 2022 ve 2023/03 dönemleri için ağırlık oranları sırasıyla %10, %10, %50 ve %30 olarak belirlenmiş ve bu ağırlıklar ile aynı dönemlerde oluşan brüt kar marj ortalamaları çarpılarak baz değer hesaplanmıştır. Baz değeri oluşturan ağırlık oranları belirlenirken Covid-19 pandemisinin 2020 - 2021 yıllarında firmanın finansal performansında yarattığı olumsuz etkinin süreklilik arz etmemesi sebebiyle bahse konu olan yıl marjlarının gelecek dönem nakit akışlarına olan etkisi minimize edilmiştir.

Her ürün grubu için 2023 ilk çeyrekte oluşan birim maliyetler hesaplanmıştır. Bu maliyetlerin yılın geri kalanında enflasyon oranı kadar artacağı beklentisi ile 2023/3 dönemindeki maliyetler yıl sonuna kadar olan 3 çeyrek için beklenen enflasyon oranıyla artırılmıştır.

Şirket fiyatlandırma stratejisini oluştururken yıl başında yapılan bayi toplantıları, fuarlardaki arz talep dengesi, pazardaki rakip firmaların fiyatlamaları, vade ve beklentileri göz önünde bulundurarak güncel ham madde fiyatları üzerinden maliyet analizi yaptıktan sonra ürün birim satış fiyatlarını belirlemektedir. Bu bağlamda satış tutarları hesaplanırken öncelikle birim maliyetler ile satış adetleri çarpılarak toplam maliyetlere ulaşılmış daha sonra "Maliyet / (1- Brüt Kar Marjı) formülü ile satış tutarları elde edilmiştir. Hesaplanan satış tutarları, projeksiyon döneminde satılması öngörülen satış adetlerine bölünerek ortalama birim satış fiyatları elde edilmiştir. Bu yöntem her bir ürün grubu için uygulanmış ancak marj artışları / azalışları ürüne bağlı olarak değişkenlik göstermektedir.

Tablo 26: Satış Hacimleri

Satış Hacimleri (Adet)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Mamül Grubu	35.099.416	40.326.090	45.783.162	51.343.874	56.869.226	62.207.674
<i>Değişim (%)</i>	<i>%26,6</i>	<i>%14,9</i>	<i>%13,5</i>	<i>%12,1</i>	<i>%10,8</i>	<i>%9,4</i>
Spiralli Defterler	18.600.869	21.581.440	24.703.331	27.891.894	31.057.405	34.098.241
<i>Değişim (%)</i>	<i>%17,6</i>	<i>%16,0</i>	<i>%14,5</i>	<i>%12,9</i>	<i>%11,3</i>	<i>%9,8</i>
Tel Dikişli Defterler	8.173.332	9.483.013	10.854.790	12.255.863	13.646.808	14.982.969
<i>Değişim (%)</i>	<i>%10,0</i>	<i>%16,0</i>	<i>%14,5</i>	<i>%12,9</i>	<i>%11,3</i>	<i>%9,8</i>
İplik Dikişli Defterler	2.363.904	2.742.692	3.139.439	3.544.660	3.946.951	4.333.398
<i>Değişim (%)</i>	<i>%62,8</i>	<i>%16,0</i>	<i>%14,5</i>	<i>%12,9</i>	<i>%11,3</i>	<i>%9,8</i>
Promosyon Ürünleri	2.462.748	2.689.321	2.915.223	3.136.780	3.350.081	3.551.086
<i>Değişim (%)</i>	<i>%10,0</i>	<i>%9,2</i>	<i>%8,4</i>	<i>%7,6</i>	<i>%6,8</i>	<i>%6,0</i>
Yayın Grubu Ürünleri	2.705.450	2.877.888	3.047.331	3.211.941	3.369.835	3.519.113
<i>Değişim (%)</i>	<i>%6,9</i>	<i>%6,4</i>	<i>%5,9</i>	<i>%5,4</i>	<i>%4,9</i>	<i>%4,4</i>
Diğer Ürünler	793.113	951.736	1.123.048	1.302.736	1.498.146	1.722.868
<i>Değişim (%)</i>	<i>%1,0</i>	<i>%20,0</i>	<i>%18,0</i>	<i>%16,0</i>	<i>%15,0</i>	<i>%15,0</i>
Ticari Ürün Grubu	15.241.787	18.781.643	22.873.892	27.453.283	32.385.427	37.460.201
<i>Değişim (%)</i>	<i>-%0,1</i>	<i>%23,2</i>	<i>%21,8</i>	<i>%20,0</i>	<i>%18,0</i>	<i>%15,7</i>
Okul Ürünleri	7.198.985	8.509.200	9.904.710	11.350.797	12.803.700	14.212.107
<i>Değişim (%)</i>	<i>%20,0</i>	<i>%18,2</i>	<i>%16,4</i>	<i>%14,6</i>	<i>%12,8</i>	<i>%11,0</i>
Ofis Ürünleri	5.805.727	7.907.400	10.469.397	13.463.644	16.802.628	20.331.179
<i>Değişim (%)</i>	<i>%40,0</i>	<i>%36,2</i>	<i>%32,4</i>	<i>%28,6</i>	<i>%24,8</i>	<i>%21,0</i>
Hediyelik Ürünler	513.738	607.238	706.825	810.022	913.705	1.014.212

Değişim (%)	%20,0	%18,2	%16,4	%14,6	%12,8	%11,0
Diğer Ürünler	1.723.337	1.757.804	1.792.960	1.828.819	1.865.395	1.902.703
Değişim(%)	-%20,0	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0

Şirket'in hazırlanmış olduğu 5 yıllık iş planında yer alan satış hacim bilgisi temin edilmiştir. Satış hacimlerine yönelik öngörü ve projeksiyonlar, yurt içi ve yurt dışı piyasa ve makroekonomik koşullar doğrultusunda değişiklik gösterebileceğinden gelir tutarının projeksiyonu görece sağlıklı olmayabilecektir. Bu nedenle, tahmin dönemi için UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca bozulan bir yapıda gelir projeksiyonu uygulanmıştır ve Şirket'in tarafımıza sağladığı 5 yıllık projeksiyon bu yaklaşım altında incelenmiştir. Bu bağlamda 2023 yılı için sağlanan satış hacimleri Şirket'in iş modeli gereği siparişlerin ağırlıklı olarak ilk çeyrekte alınması dolayısıyla doğrudan kullanılmış, geri kalan yıllar için satış hacmi bozulan pazar yapısı varsayımı altında ihtiyatlı bir yaklaşımla değerlendirilmiştir.

Şirket "Yayın Grubu" ürünlerinde 2022 yılında faaliyet göstermeye başlamış, bu grup ilk sene fason üretim yapıldığı için ticari mal olarak sınıflandırırken 2023 ilk çeyrekte üretimin Gıpta Fabrikası'na kaydırılmasıyla beraber mamül olarak sınıflandırılmaya başlanmıştır. Burada yer alan tutarları MEB'e satışı yapılan ders kitapları oluşturmaktadır. Şirket'in devam eden yıllarda özel yayınevi markası ile pazarda faaliyet gösterme planı bulunmaktadır. Yayın Grubu ürünleri pazarına yeni giriş yapılmış olması sebebiyle projeksiyon boyunca satılacak hacim bilgisi adetsel olarak Şirket'ten temin edilmiştir.

"Diğer Ürünler" kategorisi ağırlıklı olarak fotokopi kağıdı satışlarından oluşmaktadır. Şirket üretimini yaptığı ana ürün gruplarında hammadde olarak kağıt kullanması sebebiyle fotokopi kağıtlarını uygun fiyat ve koşullarda satın alarak, maliyet avantajı elde etmektedir. Bu maliyet avantajının korunacağı öngörüsü ve defter grubunda artan iş hacmine bağlı olarak diğer ürünler grubunda bozulan pazar yapısı yaklaşımı kullanılmamış olup, Şirket'in tahmini satış hacimleri makul bulunarak kullanılmıştır.

Ortalama birim satış fiyatları, her ürün grubu için hasılat tutarı satılması planlanan adetlere bölünerek hesaplanmaktadır. Fiyat artışları projekte edilirken ihtiyatlılık ilkesine bağlı kalmış, geçmiş 3 yılda oluşan birim fiyatlar YBBO'su mamül grubunda %57, ticari ürün grubunda %45 iken, 2022 yılı itibariyle 2028 yılına kadar YBBO, iki ürün grubunda sırasıyla %30 ve %18 olarak gerçekleşeceği hesaplanmıştır.

Tablo 27: Ortalama Birim Satış Fiyatı

Ortalama Birim Satış Fiyatı (TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Mamül Grubu	28,23	39,04	49,17	60,04	72,19	86,89
Spiralli Defterler	25,72	35,88	45,60	56,12	67,93	82,23
Tel Dikişli Defterler	14,45	20,16	25,59	31,44	38,00	45,93
İplik Dikişli Defterler	49,98	69,72	88,56	108,92	131,78	159,44
Promosyon Ürünleri	54,90	76,59	97,16	119,36	144,23	174,29
Yayın Grubu Ürünleri	44,70	61,95	77,56	94,02	112,10	133,68
Diğer Ürünler	24,95	34,80	43,85	53,50	64,20	77,03
Ticari Ürün Grubu	23,78	32,00	38,89	45,81	53,19	62,42
Okul Ürünleri	29,76	40,42	49,62	59,02	69,09	80,94
Ofis Ürünleri	10,70	14,57	17,93	21,38	25,08	29,44
Hediyelik Ürünler	103,33	141,20	174,34	208,52	245,40	288,92
Diğer Ürünler	19,13	26,69	33,62	41,02	49,23	59,07

Tablo 28: Net Satışlar

Net Satışlar (TL)	2020	2021	2022	2023/03
Mamül Grubu	129.927.941	118.813.914	385.443.004	94.587.160
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>85,9%</i>	<i>77,6%</i>	<i>56,8%</i>	<i>71,1%</i>
Ticari Ürün Grubu	19.738.384	32.565.364	287.900.171	37.373.328
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>13,0%</i>	<i>21,3%</i>	<i>42,4%</i>	<i>28,1%</i>
Diğer Satışlar	1.614.957	1.747.033	5.008.246	1.155.026
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,1%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,9%</i>
Net Satışlar	151.281.282	153.126.311	678.351.421	133.115.514

Net Satışlar (TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Mamül Grubu	990.684.870	1.574.242.223	2.251.135.278	3.082.693.070	4.105.539.235	5.405.231.681
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%72,5</i>	<i>%71,7</i>	<i>%71,0</i>	<i>%70,3</i>	<i>%69,8</i>	<i>%69,1</i>
Ticari Ürün Grubu	362.433.523	601.041.937	889.608.183	1.257.721.438	1.722.652.621	2.338.429.319
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%26,5</i>	<i>%27,4</i>	<i>%28,0</i>	<i>%28,7</i>	<i>%29,3</i>	<i>%29,9</i>
Diğer Satışlar	13.427.008	21.585.367	31.165.630	43.069.978	57.833.208	76.840.428
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%1,0</i>	<i>%1,0</i>	<i>%1,0</i>	<i>%1,0</i>	<i>%1,0</i>	<i>%1,0</i>
Net Satışlar	1.366.545.400	2.196.869.527	3.171.909.091	4.383.484.485	5.886.025.064	7.820.501.427

Şirket hasılatı 2020 - 2022 arası dönemde yıllık bazda bileşik %78 büyürken, 2022 yılından itibaren 2028 yılına kadar yıllık bazda bileşik %50 büyüyeceği beklenmektedir.

2020 - 2022 arası dönemde net satışların ortalama %73'ünü mamül grubu, %26'sını ticari ürün grubu ve yaklaşık %1'ini diğer satışlar oluşturmuştur. Projeksiyon döneminde mamül grubunun payının ortalama %71'e gerileyeceği, ticari ürün çeşidinin artması sonucunda bu grubun ortalama %28'e yükseleceği ve diğer satışların payının değişmeyeceği hesaplanmıştır.

Tablo 29: Satışların Maliyeti

Satışların Maliyeti (TL)	2020	2021	2022	2023/03
Satılan mamuller maliyeti (-)	116.398.438	91.836.960	253.852.867	43.633.356
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>76,9%</i>	<i>60,0%</i>	<i>37,4%</i>	<i>32,8%</i>
Satılan ticari mal maliyeti (-)	10.098.387	22.193.653	232.517.134	21.117.841
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>6,7%</i>	<i>14,5%</i>	<i>34,3%</i>	<i>15,9%</i>
Diğer satışların maliyeti (-)	426.110	16.602	511.525	-
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,0%</i>
Toplam Maliyet	126.922.935	114.047.215	486.881.526	64.751.197
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>83,9%</i>	<i>74,5%</i>	<i>71,8%</i>	<i>48,6%</i>
Net Satışlar	151.281.282	153.126.311	678.351.421	133.115.514

Satışların Maliyeti (TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Satılan mamuller maliyeti (-)	644.166.532	1.021.459.416	1.447.846.910	1.965.516.841	2.595.471.777	3.388.900.937
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%47,1</i>	<i>%46,5</i>	<i>%45,6</i>	<i>%44,8</i>	<i>%44,1</i>	<i>%43,3</i>
Satılan ticari mal maliyeti (-)	218.762.535	364.832.080	543.433.660	773.605.872	1.067.278.747	1.448.345.420
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%16,0</i>	<i>%16,6</i>	<i>%17,1</i>	<i>%17,6</i>	<i>%18,1</i>	<i>%18,5</i>
Diğer satışların maliyeti (-)	1.313.336	2.109.869	3.030.633	4.168.813	5.574.530	7.362.056
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%0,1</i>	<i>%0,1</i>	<i>%0,1</i>	<i>%0,1</i>	<i>%0,1</i>	<i>%0,1</i>
Satışların Maliyeti	864.242.404	1.388.401.365	1.994.311.203	2.743.291.526	3.668.325.054	4.844.608.413
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%63,2</i>	<i>%63,2</i>	<i>%62,9</i>	<i>%62,6</i>	<i>%62,3</i>	<i>%61,9</i>
Net Satışlar	1.366.545.400	2.196.869.527	3.171.909.091	4.383.484.485	5.886.025.064	7.820.501.427

Tablo 30: Ortalama Birim Maliyetler

Ortalama Birim Maliyetler (TL)	2023/03	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Mamül Grubu	11,88	18,35	25,33	31,62	38,28	45,64	54,48
Spiralli	10,27	15,09	21,05	26,53	32,37	38,84	46,61
Tel Dikişli	6,94	10,20	14,23	17,93	21,88	26,25	31,50
İplik Dikişli	21,28	31,27	43,62	54,96	67,05	80,47	96,56
Promosyon Ürünleri	27,36	40,22	56,10	70,69	86,24	103,49	124,19
Yayın Grubu Ürünleri	23,36	34,33	47,89	60,35	73,62	88,35	106,01
Diğer Ürünler	12,18	17,89	24,96	31,45	38,37	46,05	55,26
Ticari Ürün Grubu	8,77	14,35	19,42	23,76	28,18	32,96	38,66
Okul Ürünleri	11,21	16,48	22,99	28,97	35,34	42,41	50,89
Ofis Ürünleri	4,45	6,54	9,13	11,50	14,03	16,84	20,20
Hediyelik Ürünler	50,53	74,26	103,60	130,53	159,25	191,10	229,32
Diğer Ürünler	9,47	13,92	19,42	24,47	29,85	35,82	42,98

Her ürün grubu için 2023 ilk çeyrekte oluşan birim maliyetler hesaplanmıştır. Bu maliyetlerin yılın geri kalanında enflasyon oranı kadar artacağı beklentisi ile 2023/3 dönemindeki maliyetler yıl sonuna kadar olan 3 çeyrek için beklenen enflasyon oranıyla artırılmış ve 2023 yıl sonu tahmin edilmiştir. 2024 - 2028 boyunca birim maliyetlerin enflasyon ile artacağı tahmin edilerek projeksiyon oluşturulmuştur.

Tablo 31: Faaliyet Giderleri

Faaliyet Giderleri (TL)	2020	2021	2022	2023 /03
Genel Yönetim Giderleri	2.653.991	4.580.202	12.617.687	4.281.375
<i>Net Satışlara Oranı</i>	%1,8	%3,0	%1,9	%3,2
<i>Ağırlıklandırma</i>	%10,0	%10,0	%50,0	%30,0
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	12.636.281	16.637.999	38.581.736	15.654.893
<i>Net Satışlara Oranı</i>	%8,4	%10,9	%5,7	%11,8
<i>Ağırlıklandırma</i>	%10,0	%10,0	%50,0	%30,0
Net Satışlar	151.281.282	153.126.311	678.351.421	133.115.514

Tablo 32: Faaliyet Giderleri Projeksiyonu

Faaliyet Giderleri (TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Genel Yönetim Giderleri	32.379.724	52.053.909	75.157.065	103.864.840	139.466.913	185.303.525
<i>Net Satışlara Oranı</i>	%2,4	%2,4	%2,4	%2,4	%2,4	%2,4
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	113.337.711	182.202.627	263.069.865	363.554.768	488.171.564	648.611.987
<i>Net Satışlara Oranı</i>	8,3%	%8,3	%8,3	%8,3	%8,3	%8,3
Net Satışlar	1.366.545.400	2.196.869.527	3.171.909.091	4.383.484.485	5.886.025.064	7.820.501.427

Faaliyet giderleri projekte edilirken, geçmiş 3 yıl ve ara dönem net satışlara oranların ağırlıklı ortalaması hesaplanmış ve bu oranın projeksiyon boyunca korunacağı varsayılmıştır. Ağırlık oranları belirlenirken Covid-19 pandemisinin 2020 - 2021 yıllarında firmanın finansal performansında yarattığı olumsuz etki sebebiyle bu dönemlere daha düşük ağırlık verilirken 2022 yılı pandemi etkisinden arınmış tam bir faaliyet dönemi olması sebebiyle en yüksek ağırlığa sahip olmuştur. 2023 yılı ilk çeyreğin ağırlığı ise tam bir faaliyet yılı olmaması göz önünde bulundurularak belirlenmiştir. Şirket'ten alınan yatırım projeksiyonları ve toplam yatırım tutarlarının hasıllata oranları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 33: Yatırımlar

(TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Yatırım Bakım Onarım	2.000.000	2.400.000	2.880.000	3.456.000	4.147.200	4.976.640
Yatırım Ges	9.064.790	25.000.000	-	-	-	-
Yatırım Yeni Makine	5.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000
Yatırım Fabrika Binası	-	25.000.000	25.000.000	20.000.000	-	-
Toplam	16.064.790	72.400.000	47.880.000	43.456.000	24.147.200	24.976.640
<i>Net Satışlara Oranı</i>	%1,2	%3,3	%1,5	%1,0	%0,4	%0,3

Tablo 34: Amortisman

(TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Amortisman	11.334.813	18.221.937	26.309.404	36.358.818	48.821.643	64.867.160
<i>Net Satışlara Oranı</i>	%0,8	%0,8	%0,8	%0,8	%0,8	%0,8

Amortisman projekte edilirken, öncelikle geçmiş 3 yıl ve ara dönemde oluşan hasıllata oranlarının ağırlıklı ortalaması hesaplanmış ve bu oranın projeksiyon boyunca korunacağı varsayılmıştır. Ağırlık oranları belirlenirken Covid-19 pandemisinin 2020 - 2021 yıllarında firmanın finansal performansında yarattığı olumsuz etki sebebiyle bu dönemlere daha düşük ağırlık verilirken 2022 yılı pandemi etkisinden arınmış tam bir faaliyet


YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

dönemi olması sebebiyle en yüksek ağırlığa sahip olmuştur. 2023 yılı ilk çeyreğin ağırlığı ise tam bir faaliyet yılı olmaması göz önünde bulundurularak belirlenmiştir.

Tablo 35: Net İşletme Sermayesi

Ticari İşletme Sermayesi ve Değişimi (TL)	2020	2021	2022	2023/03
Satışlar	151.281.282	153.126.311	678.351.421	133.115.514
Maliyetler	126.922.935	114.047.215	486.881.526	64.751.197
Ticari Alacaklar	55.643.958	64.186.179	177.209.074	218.545.587
Stoklar	26.656.859	67.448.665	111.270.883	187.647.445
Ticari Borçlar	6.317.959	17.216.121	51.025.079	83.055.537
Müşterilerden Alınan Avanslar	3.256.263	46.638.287	120.942.354	258.084.631
Tedarikçilere Verilen Avanslar	12.599	16.449.089	442.842	26.105.750
Ticari Alacak Tahsil Süresi	128	143	65	136
Stok Devir Süresi	83	151	67	211
Ticari Borç Ödeme Süresi	31	38	26	88
Ortalama Alınan Avans Süresi (Gün)	4	59	45	130
Ortalama Verilen Avans Süresi (Gün)	0	26	6	19
Nakit Çevirme Süresi	176	223	68	147
Net İşletme Sermayesi	72.739.194	84.229.525	116.955.366	91.158.614
<i>Satışlara Oranı</i>	%48,1	%55,0	%17,2	%68,5

Tablo 36: Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Ticari İşletme Sermayesi ve Değişimi (TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Satışlar	1.366.545.400	2.196.869.527	3.171.909.091	4.383.484.485	5.886.025.064	7.820.501.427
Maliyetler	864.242.404	1.388.401.365	1.994.311.203	2.743.291.526	3.668.325.054	4.844.608.413
Ticari Alacaklar	441.069.985	709.067.703	1.023.774.178	1.414.825.614	1.899.789.780	2.524.166.738
Stoklar	302.756.540	486.376.960	698.635.888	961.014.464	1.285.067.009	1.697.135.982
Ticari Borçlar	107.849.901	173.260.360	248.872.614	342.338.814	457.774.917	604.564.803
Müşterilerden Alınan Avanslar	223.130.090	358.705.751	517.910.608	715.737.132	961.072.570	1.276.934.658
Tedarikçilere Verilen Avanslar	30.425.298	17.122.701	24.595.189	33.832.119	45.240.255	59.746.974
Ticari Alacak Tahsil Süresi	118	118	118	118	118	118
Stok Devir Süresi	128	128	128	128	128	128
Ticari Borç Ödeme Süresi	46	46	46	46	46	46
Ortalama Alınan Avans Süresi (Gün)	60	60	60	60	60	60
Ortalama Verilen Avans Süresi (Gün)	13	13	13	13	13	13
Nakit Çevirme Süresi	153	153	153	153	153	153
Net İşletme Sermayesi	443.271.832	680.601.253	980.222.033	1.351.596.250	1.811.249.558	2.399.550.233
<i>Satışlara Oranı</i>	%32,4	%31,0	%30,9	%30,8	%30,8	%30,7

İşletme sermayesi ihtiyacı ve değişiminden kaynaklı nakit çıkışlarının tahmin edilebilmesi için; geçmiş dönemlerdeki ticari alacak tahsil süresi, stok devir süresi, ticari borç ödeme süresi, ortalama alınan avans süresi ve ortalama verilen avans süresi hesaplanmış ve 2020-2021-2022 ve 2023/03 dönem ortalamalarının projeksiyon döneminde de değişmeyeceği varsayılmıştır. Bunun sonucunda nakit çevirme süresi projeksiyon dönemi için ortalama 153 gün olarak tahmin edilmiştir.

Tablo 37: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

AOSM	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Risksiz Faiz Oranı 5Y	%20,00	%20,00	%20,00	%20,00	%20,00	%20,00
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi	%7,00	%7,00	%7,00	%7,00	%7,00	%7,00
Özsermaye Maliyeti	%27,00	%27,00	%27,00	%27,00	%27,00	%27,00
Borç/Özkaynak Oranı	%32,16	%32,16	%32,16	%32,16	%32,16	%32,16
Borçlanma Maliyeti	%25,00	%25,00	%25,00	%25,00	%25,00	%25,00
Vergi Oranı	%23,00	%23,00	%23,00	%23,00	%23,00	%23,00
Düzeltilmiş Borçlanma Maliyeti	%19,25	%19,25	%19,25	%19,25	%19,25	%19,25
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	%24,51	%24,51	%24,51	%24,51	%24,51	%24,51

Kaynak: Bloomberg Veri Terminali, Halk Yatırım, Şirket

Şirket'e ilişkin özkaynak maliyeti hesaplamasında Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli kullanılmıştır. Söz konusu modele göre:

- Risksiz faiz oranı için T.C. Hazine'si tarafından TL cinsinden ihraç edilen 5 yıl vadeli TL tahvil getirisindeki dalgalanmalar göz önünde bulundurularak risksiz faiz oranı %20 olarak belirlenmiştir.
- Beta, GIPTA'nın Şirket paylarının ilk halka arzı olması sebebiyle muhafazakar tarafa kalmak adına 1,0 olarak alınmıştır.
- Piyasa risk primi %7 olarak hesaplamalara dahil edilmiştir.
- Şirket'in 2023/03 itibarıyla Borç / Özkaynak oranı %32,16 olup projeksiyon dönemi boyunca sabit bırakılmıştır.
- 15.07.2023 tarihli ve 32249 sayılı T.C. Resmi Gazete'de yayınlanan 7456 sayılı Kanun ile kurumlar vergisi 2023 yılından itibaren uygulanmak üzere %25'e yükseltilmiştir. Şirket'in halka arz sonrası halka açıklık oranı %30,30 olacağından halka arz döneminden başlayarak beş hesap dönemi boyunca Şirket kurumlar vergisi oranından %2 puan indirimden faydalanacaktır. Böylece kurumlar vergisi oranının projeksiyon boyunca %23 olacağı varsayılmıştır.
- Borçlanma maliyeti piyasa koşulları gözönüne alınarak risksiz faiz oranı +500 baz puan olarak belirlenmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları

Değerleme çalışmasında Şirket'in İş Planı baz alınarak, yukarıda detayları anlatılan varsayımlar ışığında hazırlanan projeksiyonlar kullanılmıştır.

Uç değer hesaplaması için büyüme oranı %5 olarak varsayılmıştır.

2023 yılı için 9 aylık nakit akışı hesaplanırken;

- 2023 yılı ilk çeyreğe ait Net Satışlar, FVÖK, Vergi Sonrası Faaliyet Karı, Amortisman, Net İşletme Sermayesi 2023 yılı için projekte edilen tutarlardan düşülmüştür.
- 2023 yılı indirgeme faktörü 9 ay için hesaplanmıştır.

Nakit akışlarına göre Şirket Değeri 31.03.2023 itibarıyla hesaplanmış, ilgili tarihteki net borç düşülerek özkaynak değerine ulaşılmıştır.

Hazırlanan projeksiyonlara göre nakit akışı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 38: İndirgenmiş Nakit Akışları

Gelir Tablosu Projeksiyonu	2023T	2023 2C-4C(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	356.585.562	308.256.061	574.211.626	839.370.957	1.172.773.351	1.590.061.533	2.112.644.502
FVÖK Marjü (%)	%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	274.570.883	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 Marjü (%)	%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	5,75
İskonto Faktörü		%84,8	%68,1	%54,7	%44,0	%35,3	%28,4
İndirgenmiş Nakit Akımları		(95.866.110)	102.644.336	177.935.071	230.576.560	278.676.812	305.756.419

(Ç:Çeyrek Dönem, T:Projeksiyon)

2028 Serbest Nakit Akımı	1.078.326.111
Devam Eden Büyüme Oranı	%5
Devam Eden Değer	5.804.133.980
İskonto Faktörü	%28,4
İndirgenmiş Devam Eden Değer	1.645.746.312
İndirgenmiş Nakit Akımı Toplamı	999.723.088
Firma Değeri	2.645.469.400
Net Finansal Borç / (Nakit)	(103.627.782)
Özkaynak Değeri	2.749.097.182

6. DEĞERLEME VE SONUÇ

Yukarıda yer verilen değerlendirme sonuçlarının Şirket'in değerini makul bir şekilde yansıttığı düşünülmektedir. Pazar Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı sonucunda bulunan özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 39: Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri

Yaklaşım Yöntemi (TL)	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

Yapılan ağırlıklandırma ile Şirket'in ortalama halka arz öncesi özkaynak değeri 2.678.709.007 TL olarak hesaplanmaktadır. Halka arz öncesi fiyattan hesaplanan iskonto oranı aşağıda hesaplanmıştır.

Tablo 40: Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı

Sonuç	(TL)
Nominal Sermaye Tutarı	100 000 000
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	2.678.709.007
İskonto Öncesi Pay Başına Değer	26,79
Halka Arz İskontosu	%22,0
Halka Arz Pay Fiyatı	20,90

Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi piyasa değerleri dikkate alındığında, halka arz öncesi pay başına değer üzerinden halka arz iskonto oranı yaklaşık %22,0 olarak hesaplanmaktadır.

Ek 1: Yetkinlik Beyanı

Ek 2: Sorumluluk Beyanı

Ek 3: Lisans Belgeleri


MEKATİRİM
 MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Ek 1: Yetkinlik Beyanı

T.C. SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı

28 Temmuz 2023

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

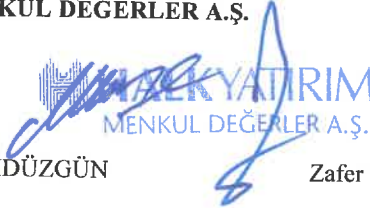
Gıpta Ofis Kırtasiye ve Promosyon Ürünleri İmalat Sanayi A.Ş.'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 28 Temmuz 2023 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul Kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Kurul'ca geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş olarak, değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen en az 10 çalışana,
- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğumuzu;

Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

HALK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.


HALK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Menevşe ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN
Müdür

Zafer MUSTAFAOĞLU
Genel Müdür Yardımcısı

Ek 2: Sorumluluk beyanı

T.C. SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı

28 Temmuz 2023

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden; Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 28 Temmuz 2023 tarihli Gıpta Ofis Kırtasiye ve Promosyon Ürünleri İmalat Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

HALK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.



Menevşe ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN

Müdür

Zafer MUSTAFAOĞLU

Genel Müdür Yardımcısı

Ek 3: Lisans Belgeleri

Zafer Mustafaoğlu

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/8EEBF3F3-5FEB-48F0-9CD7-245411666572>

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

KURULUŞ: SPL
DÜZENLENMEYE TARİHİ: 24.03.2015
BELGE NUMARASI: 200195
LİSANS DURUMU: Aktif

MENEVŞE ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Menevşe Özdemir Dilidüzgün

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/534B8278-8DD9-4641-B749-86BF93FEFF0C>

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

KURULUŞ: SPL
DÜZENLENMEYE TARİHİ: 23.03.2015
BELGE NUMARASI: 205720
LİSANS DURUMU: Aktif

MENEVŞE ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/F15C3B95-56CE-40A5-BD60-BA43E7D2EFF1>

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

KURULUŞ: SPL
DÜZENLENMEYE TARİHİ: 24.03.2015
BELGE NUMARASI: 202446
LİSANS DURUMU: Aktif

MENEVŞE ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kredi Derecelendirme Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/B19B8FBD-D715-4813-963B-45E4915E31CA>

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

KURULUŞ: SPL
DÜZENLENMEYE TARİHİ: 17.02.2015
BELGE NUMARASI: 022421
LİSANS DURUMU: Aktif

MENEVŞE ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN, Kredi Derecelendirme Lisansı sahibidir.

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Kurumsal Yönetim Derecelendirme Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/6B21CC6D-B5FD-41F6-87B2-707B83A9B3D7>

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

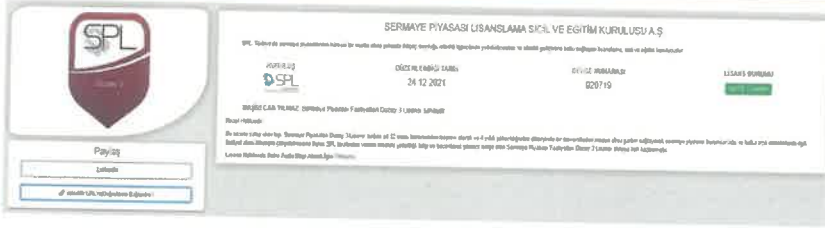
KURULUŞ: SPL
DÜZENLENMEYE TARİHİ: 13.09.2017
BELGE NUMARASI: 022922
LİSANS DURUMU: Aktif

MENEVŞE ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN, Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisansı sahibidir.

Haşim Can Yılmaz

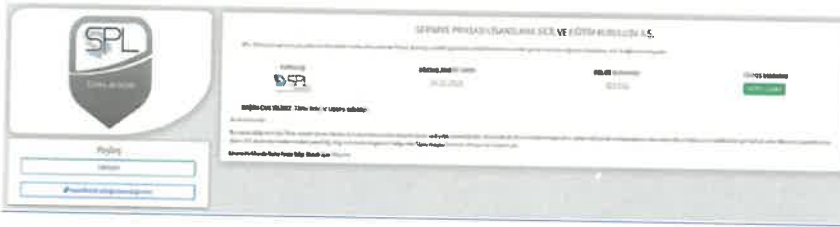
SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/74D59AFA-81D8-4665-B720-B908B742F89E>



SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Doğrulama Linki:

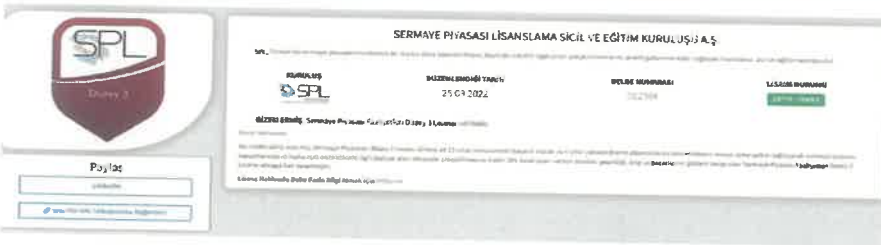
<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/9EDCB9F7-EB95-4F28-8392-E0D4EDBA43E8>



Gizem Ermiş

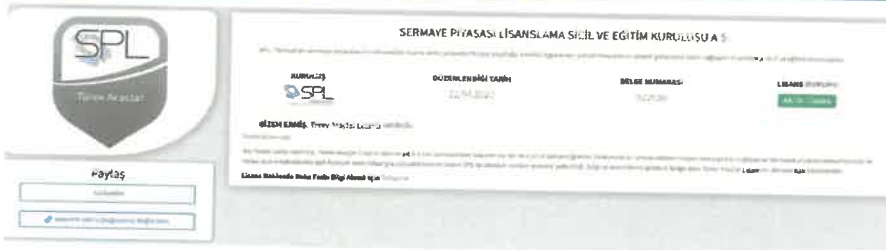
SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/B752EF97-C6C2-455C-BB4B-64AB40C55C64>



SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Doğrulama Linki:

<https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/EA1D5641-17C3-41DD-B9F9-67069520ED27>




YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.