

DOFER YAPI MALZEMELERİ SANAYİ ve TİCARET A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST
RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
10 Ekim 2023

1. RAPORUN AMACI

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

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

DOFER YAPI MALZEMELERİ SANAYİ ve TİCARET A.Ş.

HALKA ARZ ÖZET BİLGİ

İhraççı	Dofer Yapı Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Dofer Yapı Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Mustafa Doğan, Yağmur Doğan ve Mert Doğan, Yasemin Doğan
Halka Arz Tarihleri	10 - 11 Ekim 2023
Halka Arz Fiyatı	17,11 TL
Halka Arz İskonto Oranı	25,00%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Pay Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	41.750.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	55.750.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	30,49%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	17.000.000

Fiyat İstikrarı İşlemleri ve Taahhütler

İhraççı, şirket paylarının Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl süreyle şirket paylarında herhangi bir bedelli veya bedelsiz sermaye artırımı yapılmayacağına karar vermiştir. Ortaklar, şirket paylarının Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl süreyle, şirket sermayesinde sahip oldukları payların tamamının ya da bir kısmını Borsa'da hiçbir şekilde satmayacağını, dolaşımdaki pay miktarını artırmayacağını, borsa dışında yapılacak satışlarda satışa konu payların da bu sınırlamalara tabi olacağını ve alıcılara bildireceğini kabul etti. Gedik Yatırım tarafından 30 gün süreyle fiyat istikrarı işlemi planlanmaktadır.

Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Tamamen Eşit Dağıtım
Borsa Kodu	DOFER
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Kaynak: Dofer Yapı Fiyat Tespit Raporu, İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

1985 yılında faaliyete başlayan Dofer Yapı Malzemeleri Ankara’da demir ticareti, çelik hasır ve hazır demir üretimi yapan firmalardan biri olarak sektörde yer almaktadır. Üretim faaliyeti mülkiyeti Şirket’e ait Karabük Organize Sanayi Bölgesi ve Ankara Başkent Organize Sanayi Bölgesi tesislerinde de üretim ile pazarlara yönelik satış faaliyetleri sürdürülmektedir. Şirket her türlü inşaat malzemelerinin her çeşit ve her türlü üretim safhasında sıhhi tesisat, elektrik malzemesi, saç, boru, profil, çivi, hırdavat ve benzeri malzemenin üretimi ve ticaretini yapmaktadır. Şirketin yıllık demir ticareti 250.000 ton, çelik hasır üretim kapasitesi 90.000 ton ve hazır demir üretim kapasitesi 24.000 tondur.

Dofer tarafından üretimi gerçekleştirilen ürün grupları Çelik hasır ve Hazır Demir olarak iki gruba ayrılmıştır.

- 1- **Çelik Hasır** : Yatay (döşeme) ya da dikey (perde) geniş satırlı betonarme elemanlarının yüksek kaliteli donatı malzemesidir. Soğuk çekilerek artırılmış çelik çubukların birbirlerine elektrik nokta kaynağı ile bağlanmaları suretiyle imal edilir.
- 2- **Hazır Demir** : İnşaatlarda proje çizimlerine göre belirlenen ölçüler şeklinde üretilmesidir. Hazır demir şantiyelerde firesiz kullanımının yanında işçilik maliyeti, hızlı üretim, yerden tasarruf ve enerji tasarrufu sağlamaktadır. Hazır demir üretimi tedarikçilerden gelen proje ölçülerine göre cins, adet ve boylarına göre üretilip sevk edilmektedir.

Hasılat (TL)	2020	2020 Satış (Ton)	2021	2021 Satış (Ton)	2022/6	2022/6 Satış (Ton)	2022	2022 Satış (Ton)	2023/6	2023/6 Satış (Ton)
Demir Ticareti	396.178.263	119.297	486.277.468	81.548	170.617.526	14.450	513.813.287	45.128	249.112.816	17.760
Çelik Hasır (Ticari)	3.085.046	809	2.935.935	476	252.904	22	1.996.516	103	568.313	96
Çelik Hasır (İmalat)	193.605.610	52.875	370.253.832	52.528	323.195.020	24.442	728.967.529	51.616	405.173.232	25.963
Hazır Demir	33.935.027	9.961	61.407.964	9.682	51.714.154	3.994	131.552.869	10.032	55.897.706	3.918
Hurda/Tufal Satışı	2.185.575	958	4.718.537	1.374	1.915.861	333	5.078.695	908	2.373.876	387
Diğer Ticari Mallar (Tel, Çivi, Profil, Strafor)	406.328	-	246.507	-	1.814.625	-	17.742.872	-	-	-
Diğer Gelirler	1.856.280	-	1.220.741	-	1.365.234	-	2.365.515	-	2.407.239	-
Net Satışlar	631.252.130	183.899	927.060.984	145.608	550.875.325	43.241	1.401.517.283	107.786	715.533.181	48.124

Kaynak: Dofer Yapı Fiyat Tespit Raporu

Satışlar (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2022	30.06.2023
Yurt İçi Satışlar	629.363.675	924.363.875	1.388.331.811	547.669.158	714.911.794
Yurt Dışı Satışlar	1.888.455	2.697.109	13.185.472	3.206.168	621.387
Toplam	631.252.130	927.060.984	1.401.517.283	550.875.326	715.533.181

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye (TL)	Payı (%)	Sermaye (TL)	Payı (%)
Mehmet Kaybal	A	4.240.000	10,16%	4.240.000	7,61%
	B	17.887.500	42,84%	16.297.500	29,23%
Sinan Kaybal	A	1.840.000	4,41%	1.840.000	3,30%
	B	7.762.500		7.072.500	12,69%
Kerem Kaybal	A	1.840.000	4,41%	1.840.000	3,30%
	B	7.762.500	18,59%	7.072.500	12,69%
Selma Kaybal	A	80.000	0,19%	80.000	0,14%
	B	337.500	0,81%	307.500	0,55%
Halka Açık Kısmı	B	0	0,00%	17.000.000	30,49%
Toplam		41.750.000	81%	55.750.000	100%

Kaynak: Dofer Yapı Fiyat Tespit Raporu

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Bilanço (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	11.884.220	24.873.280	97.153.873	112.436.806
Ticari Alacaklar	56.438.820	60.290.416	33.550.583	55.970.531
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	-	8.496	11.564	-
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	56.438.820	60.281.920	33.539.019	55.970.531
Diğer Alacaklar	32.334	-	50.452.183	70.431.877
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	32.334	-	50.452.183	70.431.877
Stoklar	52.035.768	53.566.778	83.280.551	264.173.613
Peşin Ödenmiş Giderler	25.720.016	27.025.871	97.455.906	78.901.771
Diğer Dönen Varlıklar	185.506	2.441.216	22.210.678	34.774.734
Toplam Dönen Varlıklar	146.296.664	168.197.561	384.103.774	616.689.332
Duran Varlıklar				
Diğer Alacaklar	12.465	12.465	21.737	25.682
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	12.465	12.465	21.737	25.682
Maddi Duran Varlıklar	44.683.964	133.216.558	260.571.574	274.662.405
Kullanım Hakkı Varlıkları	2.253.607	8.873.742	-	6.156.857
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4.645	3.911	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	-	209.300
Ertelenmiş Vergi Varlığı	451.637	520.151	1.245.000	1.669.464
Toplam Duran Varlıklar	47.406.318	142.626.827	261.838.311	282.723.708
TOPLAM VARLIKLAR	193.702.982	310.824.388	645.942.085	899.413.040
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	38.558.043	68.055.065	74.197.798	143.593.199
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	-	-	17.155.810	-
Ticari Borçlar	64.754.870	52.860.153	155.201.746	60.585.701
-İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	144.636	148.228	72.513	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	64.610.234	52.711.925	155.129.233	60.585.701
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	153.367	184.933	2.390.997	1.449.955
Diğer Borçlar	493.937	4.900	-	-
-İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	493.937	4.900	-	-
Ertelenmiş Gelirler	11.244.103	23.967.357	75.045.658	245.546.245
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	16.023.349	2.640.632
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.779.786	4.434.219	35.337.300	72.029.100
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	116.984.106	149.506.627	375.352.658	525.844.832
Uzun Vadeli Borçlanmalar	44.445.008	23.945.520	-	57.178.992
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.810.668	2.084.725	5.413.045	7.535.365
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	1.810.668	2.084.725	5.413.045	7.535.365
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	530.081	25.068.651	45.395.724	37.957.768
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	46.785.757	51.098.896	50.808.769	102.672.125
Toplam Yükümlülükler	163.769.863	200.605.523	426.161.427	628.516.957
Özkaynaklar				
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	29.933.119	110.218.865	219.780.658	270.896.083
Ödenmiş Sermaye	25.450.000	29.850.000	41.750.000	41.750.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-694.127	73.265.816	144.567.640	149.770.404
-Maddi Duran Varlık Değerleme Artışları	-	73.519.387	146.137.407	151.831.072
-Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	-694.127	-253.571	-1.569.767	-2.060.668
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	993.323	1.298.523	2.236.067	5.419.957
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-1.250.518	-521.277	-7.033.018	28.043.061
Net Dönem Karı veya Zararı	5.434.441	6.325.803	38.259.969	45.912.661
Toplam Özkaynaklar	29.933.119	110.218.865	219.780.658	270.896.083
TOPLAM KAYNAKLAR	193.702.982	310.824.388	645.942.085	899.413.040

Kaynak: Dofer Yapı Fiyat Tespit Raporu, İzahname

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2022	30.06.2023
Hasılat	631.252.130	927.060.984	1.401.517.283	550.875.325	715.533.181
Satışların Maliyeti	-609.825.441	-911.513.833	-1.315.566.134	-493.132.632	-663.543.782
Brüt Kar / Zarar	21.426.689	15.547.151	85.951.149	57.742.693	51.989.399
Genel Yönetim Giderleri	-4.783.589	-6.087.408	-13.733.548	-4.955.913	-16.198.845
Esas Faaliyetlerinden Diğer Gelirler	1.099.405	26.898.830	39.192.637	25.722.118	23.064.839
Esas Faaliyetlerinden Diğer Giderler	-199.315	-5.287.925	-41.210.745	-23.380.483	-12.610.747
Faaliyet Karı	17.543.190	31.070.648	70.199.493	55.128.415	46.244.646
Finansman Gelirleri	2.818.349	21.986.012	28.470.164	18.450.865	56.654.234
Finansman Giderleri	-13.875.981	-40.798.594	-43.535.937	-23.375.731	-56.391.616
Vergi Öncesi Kar	6.485.558	12.258.066	55.133.720	50.203.549	46.507.264
Vergi Gideri	-1.051.117	-5.932.263	-16.873.751	-12.893.682	-594.603
-Dönem Vergi Gideri	-1.422.989	-5.880.558	-16.023.349	-13.269.352	-2.640.632
-Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri	371.872	-51.705	-850.402	375.670	2.046.029
Dönem Karı	5.434.441	6.325.803	38.259.969	37.309.867	45.912.661

Kaynak: Dofer Yapı Fiyat Tespit Raporu, İzahname

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Kullanım Alanı	Kullanım Tutarı (%)
Yurt İçi Üretim Kapasitesinin Artırılması İçin İlave Makine Alınması, Çatı Güneş Enerjisi Yatırımı ve İlave Fabrika İnşaatının Yapılması	%45
Finansal Borçların Ödenmesi	%20
İşletme Sermayesi İhtiyaçlarının Karşlanması	%35
Toplam	100%

Kaynak: Dofer Yapı Fonun Kullanım Yeri Raporu

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

Şirket üretim faaliyetlerinin yapıldığı Ankara Başkent ve Karabük Organize sanayi Bölgesi'ndeki fabrikada bulunan makinaların, kalıpların ve bunlarla ilgili teçhizatın kapasitesinin artırılması ve üretilecek yeni ürünler için ihtiyaç duyulacak kalıp, makina, otomasyon cihazlarının temini ile Şirket fiziki üretim kapasitesinin artırılması, Şirket faaliyetlerinin ve satışlarının artırılarak sürdürülebilirliği açısından önem arz etmektedir.

Bu bağlamda 2023 yılında verilecek siparişler üzerine 2024 yılında gerçekleşecek teslimatlar sonucunda yapılacak satın alımlarla Yerli veya Yabancı menşeli, Çelik Hasır İmalatı Hattı ve ilave çeşitli ek makine yatırımı planlanmaktadır. Alınması planlanan 2 hattın tek vardiya (300 gün 8 saat 9.750 ton/yıl çelik hasır üretim kapasitesi bulunmaktadır. Böylece söz konusu yatırımın Şirket üretim kapasitesini tek vardiyada asgari olarak %10-12 oranında artırması planlanmaktadır.

Öte yandan, Şirket yeni yatırım planı olan Çelik Hasır Hattı ve ilave makineler ile depolama alanı için sahibi olduğu veya satın alacağı arsa üzerinde ve/veya Şirket mevcut durumda faaliyetlerini sürdürdüğü fabrikasının yanına ilave bir fabrika inşa edecektir. Şirket Ankara Başkent OSB de yer alan fabrikalarının çatılarına toplamda 1.91 MW Kurulu güç ile güneş enerjisi yatırımı yapılmış olup artan enerji maliyetleri çerçevesinde maliyet avantajı elde edilmesi hedeflenmektedir.

Bu kapsamda halka arzdan elde edilen gelirin %45'lik kısmının üretim kapasitesinin artırılması amacıyla söz konusu Çelik Hasır Hattı ve ilave çeşitli ek makine yatırımı alımı ile fabrika inşaatında kullanılması planlanmaktadır.

2) Finansal Borçların Ödenmesi

Şirket özel bağımsız denetimden geçmiş 30.06.2023 tarihli finansal tablolarına ilişkin bağımsız denetim raporunun ilgili dipnotlarında yer alan bilgilere göre, Şirket toplam 200.772.191 TL tutarında banka kredisi bulunmakta olup, bu kredilerin 143.593.199 TL'lik kısmı 1 yıl içerisinde 57.178.992 TL'lik kısmı ise 1 yıldan uzun vadede ödenmesi gerekmektedir.

Şirket halka arzdan elde edilecek net gelirin %20'sini Şirket net kar marjının artırılması ve finansal olarak daha borçsuz bir şirket olması hedefleri kapsamında finansman giderlerinin düşürülmesi ve işletme sermayesinin artırılması amacıyla, banka kredilerinin bir kısmının kapatılmasında kullanmayı hedeflemektedir.

3) İşletme Sermayesi İhtiyaçlarının Karşlanması

Şirket çelik hasır ve hazır üretiminde ve inşaat demiri ticaretinde kullandığı ve kısmen TL kısmen döviz cinsinden temin edilen hammadde ve mamuller, demir çelik fiyatlarına ve söz konusu endüstrilerin kar marjlarına, büyük uluslararası üreticilerin fabrikalarındaki üretimde yaşanabilen geçici duraklamalara ve dünya çapındaki gelişmelere bağlı olarak değişebilme potansiyeline sahiptir.

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

Şirket hammadde ve mamul maliyetleri, Pazar talebi (büyüme veya küçülmesi) ve rakiplerinin belirlediği satış fiyatlarına göre kendi fiyatlandırma politikasını oluşturmaktadır. Belirlenen fiyatlandırma politikasına göre hammadde ve mamul alımı yapılmakta ve satışlardaki vadeler belirlenmektedir. Dolayısıyla Şirket izlediği fiyatlandırma politikasına bağlı olarak işletme sermayesi ihtiyacı değişkenlik gösterebilmektedir.

Bununla birlikte yeni yapılması planlanan fabrika ve ilave çelik hasır hattı yatırımının işletme sermayesi ihtiyacı da önem arz etmekte olup, bu durum Şirket'in stoklarını artırmaya sebebiyet verecektir. Şirket bu değişimleri yönetebilmek için hammadde ve mamul stoklarını artırmayı planlamaktadır. Bu doğrultuda, Şirket net halka arz gelirinin %35'ini başta hammadde ve mamul olmak üzere işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla kullanmayı planlamaktadır.

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

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Gedik Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda çarpan analizi yöntemi ve indirgenmiş nakit akımı yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında Çarpan Analizine %40, İndirgenmiş Nakit Akımına %60 ağırlık verilmiştir.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İNA projeksiyonunda 10 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ve Gedik Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2023 – 2032 yıllarını kapsayacak şekilde projekte edilmiştir.

Değerleme modelinde kullanılan Türkiye enflasyon ve USD/TR – EUR/TR kur tahminleri 2023-2026 yılları için Gedik Yatırım Ekonomik Araştırmalar verilerine dayanmaktadır.

Şirket'in satış projeksiyonları miktar (ton) ve fiyat bazında mevcut yurtiçi ve yurtdışı müşterilerdeki satış potansiyeli dikkate alınarak yapılmıştır. Türkiye demir fiyatları, IMF demir cevheri fiyatı, Türkiye enflasyonu ve IMF emtia piyasa endeksi değişim oranları arasındaki yüksek korelasyon tespit edilmiş, aynı seri tahmini verileri kullanılarak yapılan regresyon sonucunda ulaşılan veriler projeksiyon dönemi boyunca Türkiye demir fiyatı arış oranı olarak kullanılmıştır.

Satış projeksiyonunda Şirket; 2023 ve 2024 yıllarında 3 üretim hattını devreye alacak olup 2023 yılında ilk hattın 3 aylık performansı ile 2023 yılında %5,4 ve 2024 yılında 2 üretim hattının eklenmesiyle ve 2023 yılına eklenen üretim hattının katkısı ile 2024 yılında ortalama %25 oranlarında muhafazakar bir artış öngörülmüş olup sonraki yıllarda ise miktarın sabit kalacağı varsayılmıştır. Projeksiyon dönemindeki ürün bazındaki miktarı kısıtlı önceki yıllara benzer olarak devam ettirilmiştir. 2022 yılında %6,1 olarak gerçekleşen brüt kar marjının projeksiyon döneminde %5,9 - &6,4 bandında gerçekleşeceği öngörülmektedir.

Şirket'in faaliyet giderlerinin satışlara oranı geçmiş yıllarda %0,6 - %1,1 aralığında gerçekleşmiş olup 2023 – 2032 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde önceki dönemlere benzer seyirde olacağı varsayımı doğrultusunda %0,8 - %1,0 bandında gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Şirket'in 2020 – 2022 yılları arası net satışları ve FAVÖK'ünün yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) TL bazında sırasıyla %49,0 ve %115,5 iken projeksiyon döneminde YBBO'sunun %20,6 ve %20,1 olacağı tahmin edilmiştir. Şirket'in FAVÖK marjının kapasite artışı ve verimliliği artırıcı etkisi ile GES yatırımına

rağmen 2023 yılında %6,2, projeksiyon döneminde ise %6,0 - %6,2 arasında gerçekleşeceği öngörülmüştür.

İşletme sermayesi 10 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket'in son 2 yıllık (2021 – 2022) finansalları ile 30.06.2023 finansalları baz alınarak nakit dönüşüm süreleri hesaplanmış ve ortalama alınarak bütün projeksiyon dönemi boyunca sabit olarak varsayılmıştır.

Yatırım harcamaları kapsamında Şirket'in 2023 - 2024 yıllarında hat yatırımı yapması öngörülmüş olup ilgili dönemde GES yatırımını da tamamlayacağı varsayılmıştır. Projeksiyonun sonraki dönemlerinde ise yenileme ve bakım onarım ile modernizasyon yatırımları öngörülmüştür.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) kapsamında 30.06.2023 tarihli bilançoda yer alan Finansal borç / (Finansal Borç + Özsermaye) oranı olarak %43 kullanılmıştır. Projeksiyonda risksiz getiri oranı Türkiye 10 yıllık TL TRT280432T14 kodlu tahvilin ihracında değerlendirme tarihi %19,5 dikkate alınmıştır. Değerleme çalışmasında Beta 1 olarak kabul edilmiş olup pay piyasası risk primi olarak %5,5 kullanılmıştır.

Projeksiyonda borçlanma maliyeti, Şirket'in 30.06.2023 denetim raporunda açıklanan krediler üzerinde ağırlıklı ortalama %22 borç maliyeti hesaplanmıştır. Vergi oranı İNA analizinde %25 olarak korunmuştur. Sonuç olarak Şirket'in AOSM 2023 yılı ve sonrası için %21,4 olarak hesaplanmıştır. Projeksiyonda uç değer büyüme oranı ise enflasyon oranlarındaki düşüş beklentisi de dikkate alınarak 2032 sonrasındaki dönemler için %5 kullanılarak projekte edilmiştir.

Şirket'e ait toplam serbest nakit akışlar ve uç değer, projeksiyon dönemi için %21,4, AOSM ile değerlendirme tarihine indirgenmiş ve net finansal borç düşülerek özsermaye değeri 821.972.884 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer ise 19,69 TL'ye tekabül etmektedir.

Dofer Yapı İndirgenmiş
 Nakit Akımları Analizi
 Tablosu

İNA (USD)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net Satışlar	1.728.481.119	3.259.479.489	4.078.220.511	4.833.269.910	5.544.567.828	6.311.339.143	7.020.506.872	7.755.830.104	8.511.100.226	9.319.654.747
Büyüme Oranı (%)	23,3%	88,6%	25,1%	18,5%	14,7%	13,8%	11,2%	10,5%	9,7%	9,5%
Satışların Maliyeti	1.626.398.433	3.060.134.395	3.825.890.826	4.534.324.484	5.203.368.439	5.922.186.675	6.582.906.937	7.268.825.329	7.972.426.790	8.725.166.006
Brüt Kar	102.082.686	199.345.093	252.329.685	298.945.426	341.199.389	389.152.467	437.599.935	487.004.775	538.673.436	594.488.741
BRÜT Kar Marjı (%)	5,9%	6,1%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,3%	6,3%	6,4%
Faaliyet Karı	85.208.926	174.239.346	219.610.517	260.762.329	298.107.322	339.665.473	382.811.853	425.736.297	471.448.020	519.953.208
Faaliyet Kar Marjı (%)	4,9%	5,3%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%	5,6%
Amortisman	22.083.065	28.404.796	30.865.368	33.298.169	36.088.998	37.377.514	37.804.350	39.193.980	39.605.763	39.640.923
FAVÖK	107.291.994	202.644.142	250.475.885	294.060.498	334.196.320	377.042.988	420.616.203	464.930.277	511.053.783	559.594.130
FAVÖK Marjı (%)	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
-Vergi	21.302.232	43.559.837	54.902.629	65.190.582	74.526.831	84.916.368	95.702.963	106.434.074	117.862.005	129.988.302
- Yatırım Harcamaları	18.403.414	63.217.302	24.605.727	24.328.006	27.908.288	37.763.583	25.157.614	13.896.303	57.805.039	67.956.346
İşletme Sermayesindeki Değişim	129.113.567	80.249.857	42.897.879	39.601.977	37.337.693	40.205.530	37.109.949	38.493.651	39.521.121	42.300.143
Serbest Nakit Akışlar	-61.527.219	15.617.145	128.069.850	164.839.930	194.423.506	214.157.525	262.645.676	306.106.048	295.865.618	319.349.339
AOSM	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%	21,4%
İndirgeme Oranı	0,94	0,77	0,64	0,53	0,43	0,36	0,29	0,24	0,20	0,16
İndirgenmiş Nakit Akımları	-28.910.047	12.085.777	81.671.021	86.646.834	84.135.794	76.343.223	77.128.083	74.049.021	58.958.583	52.423.219

Kaynak: Dofer Yapı Fiyat Tespit Raporu

6.2 Pazar Yaklaşımı - Çarpan Analizi Yöntemi

Pazar yaklaşımı kapsamında Firma değerinin saptanması için " Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır. Söz konusu yöntem kapsamında Şirket'e benzer şirketlerin piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Yurtiçi benzer şirketler olarak BIST METAL ANA endeksi ile BIST100 endeksinde faaliyet gösteren şirketlerin 30.06.2023 tarihi itibarıyla son 12 aylık verileri üzerinden hesaplanan güncel çarpanları dikkate alınmıştır. Ayrıca çarpan analizine yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin 30.06.2023 tarihi itibarıyla son 12 aylık verileri üzerinden hesaplanan güncel değerlendirme çarpanları dikkate alınmış olup kaynak olarak Bloomberg kullanılmıştır.

Bu kapsamda FD/FAVÖK, F/K, FD/Satışlar ve PD/DD çarpanlarının uç değerler hesaplanmış medyanı ağırlıklandırılarak dikkate alınmıştır. Projeksiyonda halka açık şirketlerin 06.09.2023 tarihi itibarıyla kapanış verileri hesaplanarak dahil edilmiştir.

Yurtdışı benzer şirketlerin dikkate alınmış çarpanlarda sıfır ve negatif olanlar ile en düşük dördte bir ve en yüksek dördte bir diliminde olan veriler aykırı değer olarak değerlendirilmiş ve medyan

hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Şirket'in faaliyet karlılığını en iyi gösteren FD/FAVÖK %50, PD/DD ve F/K çarpanları %20, FD/Satışlar ise %10 ağırlıklandırılarak özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Yurtiçi benzer şirket çarpanı hesaplamasında BIST METAL ANA endeksinde faaliyet gösteren firmaların tamamının verilerinden yararlanılmıştır. Dikkate alınan çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar ile en düşük dörtte bir ve en yüksek dörtte bir diliminde olan veriler aykırı değer olarak değerlendirilmiş ve medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Şirket'in faaliyet karlılığını en iyi gösteren FD/FAVÖK %50, PD/DD ve F/K çarpanları %20, FD/Satışlar ise %10 ağırlıklandırılarak özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Yurtiçi benzer şirket çarpanları kapsamında ek olarak BIST100 endeksinde işlem gören finansal hizmetler, holdingler ve gayrimenkul şirketleri dışında kalan firmaların verilerinden yararlanılmıştır. Dikkate alınan çarpanlardan sıfır ve negatif olanlar ile en düşük dörtte bir ve en yüksek dörtte bir diliminde olan veriler aykırı değer olarak değerlendirilmiş ve medyan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. Şirket'in faaliyet karlılığını en iyi gösteren FD/FAVÖK %50, PD/DD ve F/K çarpanları %20, FD/Satışlar ise %10 ağırlıklandırılarak özkaynak değeri hesaplanmıştır.

Şirket'in sınırlı ihracat faaliyetleri dikkate alınarak yurt dışı benzer şirketlerin çarpan analizi sonucu çarpan analizi içinde %25 olarak ağırlıklandırılmıştır. Sonuç olarak hem Şirket'in iş modeliyle uyumlu yurtdışı benzer şirketlerin, hem de yurtiçi BIST yatırımcılarının bakış açısını yansıtmak ve Şirket'in faaliyet alanına benzer şirketlerin etkisi gözetilmiştir. Ağırlıklandırılmış özsermaye değeri çarpan analizine göre 1.148.266.591 TL olarak hesaplanmıştır. Bu analize göre pay başına değer 27,50 TL'ye tekabül etmektedir.

Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
Yurt içi Benzer Şirket Medyanı		
Özsermaye Değeri		1.372.719.447
Pay Başına Değer	25%	32,88
Yurt içi BİST 100 Endeksi Medyanı		
Özsermaye Değeri		1.168.542.523
Pay Başına Değer	50%	27,99
Yurt dışı Benzer Şirket Medyanı		
Özsermaye Değeri		883.261.869
Pay Başına Değer	25%	21,16
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		1.148.266.591
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değeri		27,50

Kaynak: Dofer Yapı Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Sonuç olarak, INA yaklaşımına %60, Çarpan Analizi yöntemine %40 ağırlık verilerek 952,5 milyon TL hedef değere ulaşılmıştır. Bulunan hedef değere %25,0 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 17,11 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	60%	493.183.730
Piyasa Yaklaşımı - Yurt içi Benzer Şirket Çarpanları	10%	137.271.945
Piyasa Yaklaşımı - Yurt içi BİST 100 Şirket Çarpanları	20%	233.708.505
Piyasa Yaklaşımı - Yurt dışı Benzer Şirket Çarpanları	10%	88.326.187
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri		952.490.367
Pay Adedi		41.750.000
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)		22,81

Kaynak: Dofer Yapı Fiyat Tespit Raporu

Halka Arz Değerleme Sonucu (TL)	
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri (TL)	952.490.367
Halka Arz İskontosu	25%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri	714.367.775
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	41.750.000
Halk Arz Pay Başına Değer	17,11
Sermaye Artırımı	
Sermaye Artırımı (Pay Adedi)	14.000.000
Sermaye Artırımı (TL Tutar)	239.540.000
Ortak Satışı	
Ortak Satışı (Pay Adedi)	3.000.000
Ortak Satışı (TL Tutar)	51.330.000
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	17.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	290.870.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	953.882.500
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	55.750.000
Halka Açıklık Oranı	30,49%

Kaynak: Dofer Yapı Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

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

- Fiyat tespit edilirken İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK, F/K, PD/DD ve FD/Satış çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz. Çarpan analizinde farklı ağırlık verilerek değerlemeye dahil edilmiştir. Uç değerlerin elemine edilerek ortalama alınması yönteminin farklı sonuçlar verebileceğini dikkate alıyoruz.

- Çarpan analizinde Yurt içi ve Yurt dışı çarpanların ve BIST Metal Ana Endeksi çarpanları kullanılmasını makul buluyoruz
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken hesaplamaaya dahil edilen değerlerin makul olduğunu düşünmekteyiz. Beta değerinin 1 olarak alınmasını, piyasa risk priminin %5,5 olmasını, terminal büyüme oranının %5 olarak kullanılmasını makul buluyoruz.
- Fiyat tespit edilirken uygulanan %25 iskonto oranının uygun olduğu görüşündeyiz.

Sonuç olarak, Dofer Yapı için hesaplanan hedef değere %25 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 17,11 TL hedef fiyat belirlenmiştir. Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

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

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

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