

Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/ 2. Maddesi kapsamında QNB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Invest") tarafından hazırlanmıştır.

Rapor, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Deniz Yatırım") tarafından Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Çağdaş Cam" veya "Şirket") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin QNB Invest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'ta yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Talep Toplama Tarihleri	11-12 Aralık 2024
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	137.000.000 TL
Sermaye Artırımı	31.000.000 TL nominal
Mevcut Pay Satışı	11.000.000 TL nominal
Ek Satış	Yoktur.
Halka Açıklık Oranı	%25,00
Halka Arz Satış Fiyatı	20,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	840.000.000 TL

Kaynak: İzahname, KAP

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Sermaye Hakkında Bilgi						
Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Ömer Seyfettin Piriç	A	10.960.000	8,00	A	10.960.000	6,52
	B	43.840.000	32,00	B	32.840.000	19,55
Serdar Raşit Piriç	A	5.480.000	4,00	A	5.480.000	3,26
	B	21.920.000	16,00	B	21.920.000	13,05
Raşit Piriç	A	5.480.000	4,00	A	5.480.000	3,26
	B	21.920.000	16,00	B	21.920.000	13,05
Betül Piriç Yıldız	A	5.480.000	4,00	A	5.480.000	3,26
	B	21.920.000	16,00	B	21.920.000	13,05
Halka Açık Kısım	B	-	0,00	B	42.000.000	25,00
Toplam		137.000.000	100		168.000.000	100

Kaynak: İzahname, KAP

Halka arz, sermaye artırımı ve ortak satışı yolu ile gerçekleştirilecektir. Sermaye artışı yolu ile elde edilecek net gelirin %30-35 'ini Bina ve İnşaat yatırımlarında, %12-16'sını Makine ve Ekipman yatırımlarında, %10-15'ini Çatı Üzeri ve Arazi GES yatırımlarında, %1-3'ünü Verimlilik Artırıcı Dijital ve Yalın Üretim Dönüşümünde ve %36-42'sini İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesinde kullanmayı planlamaktadır.

Şirket Hakkında Özet Bilgi

Çağdaş Cam, sertleştirilmiş emniyet camı, enerji camı ve temperli düz cam imalatı ile ilgili tüm ticari ve endüstriyel faaliyetlerde bulunmaktadır. Şişecam, Şirket'in faaliyetlerinde gerekli olan hammaddeyi ağırlıklı olarak tedarik etmektedir. Şirket tedarikçilerinden aldığı camları işleyerek ev ve ticari beyaz eşya grubu camlar ile enerji camları üretmektedir. Çağdaş Cam aynı zamanda Şişecam tarafından üretilen, ithal edilen veya ticareti yapılan ürünler, bayii sıfatıyla gerçek ve tüzel kişileri satmaktadır.

Şirket'in merkez adresi Fatih Mahallesi Denizli Karayolu Caddesi No:133 Kuyucak/Aydın'dır. Şirket'in merkez adresinden bulunan tesisi de dahil olmak üzere toplamda 3 tesisi bulunmakla beraber yeni bir tesis yatırımı da bulunmaktadır. Şirket'in 30.09.2024 tarihi itibarıyla bünyesinde 319 kişi mavi yaka ve 43 kişi beyaz yaka olmak üzere toplam 362 personel istihdam etmektedir.

Faaliyetler Hakkında Bilgi

Şirket'in Aydın Kuyucak bölgesinde yer alan Kuyucak Tesisinde 17 bin m2'si kapalı olmak üzere toplamda 21 bin m2 alanda ev ve ticari beyaz eşya grubu camları ile enerji camları işleme faaliyetleri gerçekleştirilmektedir. Kuyucak tesisinin yıllık cam işleme kapasitesi ise 2.551.678 m2'dir.

Nazilli OSB Tesisinde ise şirket ağırlıklı olarak depo ve elleçleme faaliyetlerinde bulunmaktadır. Bu depoda ticari camlar grubunda yer alan ürünlerden düzcam, buzlu cam, ayna, lamine ve kaplamalı cam ürünlerinin ticareti gerçekleştirilmektedir. Aynı zamanda Şirket'in Nazilli OSB Tesisinde çatı GES yatırımı bulunmaktadır.

Şirket'in Manisa OSB bölgesinde yer alan tesisinde ise 36 bin m2 kapalı alanda enerji camları imalatı gerçekleştirilmektedir. Manisa OSB Tesisinde Kuyucak tesisinden farklı olarak çiftcamlı-bifacial solar panellerinde kullanılan 2 mm kalınlıkta solar enerji camları da işlenmektedir. İlgili tesisin yıllık cam işleme kapasitesi 5.127.447 m2'dir.

Şirket'in ürün grupları:

- Ev ve Ticari Beyaz Eşya Grubu Camlar
 - Ticari soğutucu camlar
 - Beyaz eşya camları
- Enerji camları
 - PV Modül Camları (PV Panel Camları, Solar Enerji Camları)
 - Termal Isıtıcı Camları (Termal Kollektör Camlar)
 - Sera Camları
- Ticari Mal Satışları (Cam Ticareti)

Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Gelir Tablosu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Hasılat	1.159.626.936	2.326.194.614	2.180.439.820	1.821.354.569	1.534.936.523
Satışların Maliyeti	-864.998.598	-1.695.788.354	-1.674.472.999	-1.454.182.955	-1.112.447.724
Brüt Kar	294.628.338	630.406.260	505.966.821	367.171.614	422.488.799
Brüt Kar Marjı (%)	25,41%	27,10%	23,20%	20,16%	27,52%
Esas Faaliyet Karı	287.213.232	540.984.237	434.447.483	273.619.573	318.484.627
Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	24,77%	23,26%	19,92%	15,02%	20,75%
Dönem Karı/Zararı	250.834.424	562.040.959	324.267.733	277.780.897	154.103.947
Net Kar Marjı (%)	21,63%	24,16%	14,87%	15,25%	10,04%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Dönen Varlıklar	583.338.594	919.522.723	884.190.117	846.681.804
Duran Varlıklar	644.126.484	1.113.096.070	2.293.134.533	2.447.167.031
TOPLAM VARLIKLAR	1.227.465.078	2.032.618.793	3.177.324.650	3.293.848.835
Kısa Vadeli Yükümlülükler	313.804.992	580.383.164	486.417.761	431.263.888
Uzun Vadeli Yükümlülükler	351.125.073	327.585.973	428.753.935	418.815.316
Özkaynaklar	562.535.013	1.124.649.656	2.262.152.954	2.443.769.631
Ödenmiş Sermaye	4.500.000	4.500.000	137.000.000	137.000.000
TOPLAM KAYNAKLAR	1.227.465.078	2.032.618.793	3.177.324.650	3.293.848.835

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

2. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır. İNA çalışmasında şirketin serbest nakit akışı projeksiyonuna yer verilmiştir. Yapılmış olan çarpan analizlerinde yurt içi benzer şirketlere yer verilmiş ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı ile Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanı kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında İndirgenmiş nakit akışı analizi %20 ve Çarpan Analizi %80 olacak şekilde ağırlıklandırılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine ilişkin;

- İNA çalışması şirketin 2024- 2030 yıllarına ilişkin tahminleri içermektedir.

mn, TRY	2024/4ÇT	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	522	3.167	4.555	5.562	6.488	7.354	8.162
Satışların Değişimi		53,9%	43,8%	22,1%	16,6%	13,3%	11,0%
FVÖK	86	660	1.106	1.372	1.614	1.835	2.039
Amortisman	14	60	63	59	60	64	69
FAVÖK	101	720	1.169	1.432	1.674	1.899	2.108
Dönem Vergi Gideri (-)	21	160	268	332	391	444	494
Yatırım Harcamaları (-)	4	28	42	51	59	66	73
Net İş. Ser. Değ	1	86	219	167	154	142	132
Serbest Nakit Akımları	74	446	640	882	1.070	1.247	1.409
AOSM	52,24%	38,39%	30,48%	25,21%	19,94%	16,78%	15,72%
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	2.081						
Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	3.386						
Firma değeri	5.467						
Net Borç	66						
Özsermaye değeri 30.09.2024	5.401						
Özsermaye değeri 26.11.2024*	5.768						

*AOSM dikkate alınarak 30.09.2024 tarihi itibarıyla hesaplanan Özsermaye Değeri'nin değerlendirme tarihindeki değeri hesaplanmıştır.

Kaynak: Deniz Yatırım

- Değerleme çalışmasında AOSM hesaplamasında risksiz faiz oranı için Deniz Yatırım tarafından hesaplanan gelecek dönemlere ilişkin enflasyon oranı ile bu oranların %10'u üzerinden risksiz getiri primi hesaplanmıştır. Hesaplanan risksiz getiri primi ilgili yılın enflasyon oranı üzerine eklenerek risksiz getiri hesaplanmıştır. Her dönem için değişken enflasyon tahmini yapıldığı için risksiz getiri oranları projeksiyon dönemi boyunca düşmektedir.
- Piyasa risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuş ve 1,0x beta katsayısı kullanılmıştır. 2024-2030 yılları arasında AOSM değişken hesaplanmıştır.

- Vergi oranı ise 2024-2030 yılları arasında Şirket'in 1 puanlık "imalatçı" vergi indirimi dikkate alınarak %24,2 seviyesinde sabit tutulmuştur.

İskonto Oranları	2024/4ÇT	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
TÜFE	43,5%	32,5%	25,0%	20,0%	15,0%	12,0%	11,0%
Risksiz Getiri Primi	4,35%	3,25%	2,50%	2,00%	1,50%	1,20%	1,10%
Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Sermaye Maliyeti	53,35%	41,25%	33,00%	27,50%	22,00%	18,70%	17,60%
Borç Maliyeti	39,87%	29,80%	22,93%	18,34%	13,76%	11,00%	10,09%
Vergi Oranı	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%
Borç Oranı	8,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
AOSM	52,24%	38,39%	30,48%	25,21%	19,94%	16,78%	15,72%

Kaynak: Deniz Yatırım

Çarpan Analizine ilişkin;

- Çarpan analizinde yurt içi BIST Sınai Endeksinde (XUSIN) yer alan şirketler seçilmiş olup FD/FAVÖK çarpanı ve F/K çarpanı dikkate alınmıştır.
- Yurt içi benzer şirketlerle yapılan değerlemede BIST Sınai Endeksi Şirketleri için 8,2x FD/FAVÖK değeri ve 13,2x F/K değeri elde edilmiştir.

Piyasa Çarpanları Analiz Özeti	Ağırlık	Çarpan	Özsermaye Değeri	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mn TRY)
FD/FAVÖK	50%	8,2x	3.966	1.983
F/K	50%	13,2x	2.638	1.319
Özsermaye Değeri				3.302

Kaynak: Deniz Yatırım

- Çarpan analizi sonucu 3.302 mn TRY ağırlıklı özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Değerleme Sonuçları

Özsermaye Değeri (mn, TRY)	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Piyasa Değeri (mn,TRY)
İNA	5.768	20%	1.154
Çarpan Analizi	3.302	80%	2.642
İskontosuz Özsermaye Değeri			3.795
İskontolu Özsermaye Değeri (%27,8 İskonto)			2.740

Kaynak: Deniz Yatırım

- Değerleme çalışmasında İNA Analizine %20 ve Çarpan Analizine %80 oranda ağırlık verilmiştir.
- Buna göre TL3.795mn halka arz öncesi piyasa değerine ulaşılmış ve halka arz öncesi özsermaye değerine %27,8 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır. Böylelikle hisse başına fiyat TL20,00 olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye Değeri (TL)	TL
Çıkarılmış Sermaye	137.000.000
Pay Başına Fiyat	27,70
Halka Arz İskontosu	27,8%
Şirket Piyasa Değeri	2.740.000.000
Halka Arz Pay Fiyatı	20,00

Kaynak: Deniz Yatırım

3. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğu düşünülmektedir, Halka arz fiyatı %27,8 oranında iskontoludur, bu rakam halka arz iskontosu olarak makul kabul edilebilir. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında TL20,00 olarak belirlenen halka arz fiyatının da makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Genel itibarıyla İNA analizlerinde yer alan bilgilerin yeterince detaylı ve anlaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.
- İNA analizinde operasyonlar için TL bazlı TÜFE beklentileri dikkate alınarak projeksiyon çalışması yapılmasının uygun olduğunu değerlendiriyoruz.
- İNA analizinde AOSM'nin 2024 ve izleyen yıllar için kademeli olarak azalmasını makul buluyoruz.