

# EUROPEN<sup>®</sup>

EUROPEN ENDÜSTRİ İNŞ. SAN. ve TİC. A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORU

29.04.2022

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.  
Sıhhiye Mahallesi, 101. Sokak, No: 101/1  
D Blok Kat: 101. Kat, Nişantaşı  
Beşiktaş / İstanbul

 **Garanti BBVA**  
Yatırım

## İçindekiler

1. ŞEKİLLER.....	3
2. KISALTMALAR .....	5
3. GİRİŞ .....	9
4. İŞİN KAPSAMI .....	10
5. HALKA ARZ GEREKÇESİ.....	13
6. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİ.....	17
7. ŞİRKET'İN FİNANSAL BİLGİLERİ .....	28
8. DEĞERLEME .....	34
9. DEĞERLEME SONUCU.....	55

**GARANTİ YATIRIM**  
**MENKUL KIYMETLER A.Ş.**  
Etiler Mahallesi, Teşvikiye Yolu  
Denirgeni Sok. No: 34/33  
Beşiktaş İSTANBUL

## Şekiller

Şekil 1 Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi	17
Şekil 2 Türkiye Plastik Ürünleri İmalatı – Kapasite Kullanım Oranı (%)	20
Şekil 3 Türkiye Plastik Malzemeleri Üretim, İhracat ve İthalatı	20
Şekil 4 Türkiye'nin Ülkeler İtibarıyla Plastik Mamul İthalatı ve İhracatı (2021/12)	21
Şekil 5 Kimya Sektör İhracatı (Ocak-Aralık 2020/2021)	21
Şekil 6 Türkiye Alt Sektörler Bazında Plastik Mamul Üretimi – 1000 Ton (2021/12)	22
Şekil 7 Türkiye'nin Plastik İnşaat Malzemeleri Üretimi, İhracatı ve İthalatı	22
Şekil 8 Türkiye'nin Plastik İnşaat Malzemeleri Dış Ticaret Fazlası	23
Şekil 9 Türkiye Cam Sektörü Üretim Endeksi (%)	24
Şekil 10 Türkiye Cam ve Cam Ürünleri Dış Ticaret Değerleri	25
Şekil 11 Cam Üretiminin Yıllara Göre Gelişimi	25
Şekil 12 Türkiye Buzdolabı ve Fırın Üretimi	26
Şekil 13 Gelir Tablosu	28
Şekil 14 Ürün ve Tutar Bazında Satışlar	29
Şekil 15 Ürün ve Miktar Bazında Satışlar	29
Şekil 16 Net Satış ve Brüt Kar Marjı Gelişimi (milyon TL)	30
Şekil 17 Karlılık Analizi	30
Şekil 18 Bilanço	31
Şekil 19 Likidite Oranlar	33
Şekil 20 Borçluluk	33
Şekil 21 BIST Şirketleri Tanımları	36
Şekil 22 Seçilen Yurt İçi Benzer Şirket Verileri	38
Şekil 23 Global Benzer Şirketler	38
Şekil 24 Seçilen Yurtdışı Benzer Şirket Verileri	42
Şekil 25 Seçilen Yurtiçi Benzer Şirket İD/FAVÖK Çarpanı	43
Şekil 26 Seçilen Yurtdışı Benzer Şirket İD/FAVÖK Çarpanı	44
Şekil 27 Seçilen Yurt İçi Benzer Şirket Çarpan Sonuçları	45
Şekil 28 Seçilen Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpan Sonuçları	45
Şekil 29 Düzeltilmiş FAVÖK EUR Hesaplaması	46
Şekil 30 Net Finansal Borç (31 Aralık 2021 itibarıyla)	46
Şekil 31 Makroekonomik Veriler	47
Şekil 32 Satışlar ve Marjlar	47
Şekil 33 Ürün Grupları Satış ve Satılan Malın Maliyeti Kırılımı ve Projeksiyonları	49
Şekil 34 Net Satışlar ve Diğer Gelirler Projeksiyonu	49
Şekil 35 Faaliyet Giderleri Kırılımı ve Projeksiyonları	50
Şekil 36 Marjlar ve Projeksiyonlar	50
Şekil 37 Net İşletme Sermayesi Değişimi ve Projeksiyonları	50
Şekil 38 Yatırım Harcamaları ve Projeksiyonları	51
Şekil 39 Benzer Şirketler ve Kaldıraçsız Betaları	52
Şekil 40 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması	53
Şekil 41 Serbest Nakit Akımları Projeksiyonu	54
Şekil 42 İndirgenmiş Nakit Akımı Şirket Değeri	54

Şekil 43 Nihai Değer Hesaplaması.....	54
Şekil 44 Değerleme Tarihi Özsermaye Değeri.....	54
Şekil 45 İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL).....	55



KISALTMALAR	TANIMLAR
Esas Sözleşme	: Europen Endüstri İnşaat Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi esas sözleşmesi
Europen Dış Ticaret	: Europen Dış Ticaret A.Ş.
FAVÖK	: Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
Garanti Yatırım / Aracı Kurum / Halka Arza Aracılık Yetkili Kuruluş	: Garanti Yatırım Menkul Kıymetler Anonim Şirketi
GES	: Güneş enerjisi santrali
GVK	: 06.01.1961 tarihli ve 10700 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu
GTİP	: Gümrük Tarife İstatistik Pozisyonu (Gümrük Tarife Cetveli'nde 12'li koda verilen isim)
Halka Arz Edilen Paylar	: İhraççı'nın çıkarılmış sermayesinin 135.000.000 TL'den 168.780.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılabacak toplam 33.780.000 TL nominal değerli 33.780.000 adet C Grubu pay
Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi	: 28.04.2022 tarihinde imzalanan Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi (07.10.2021 tarihinde imzalanan Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi, Halka Arz satış yönteminin değiştirilmesine istinaden iptal edilmiş olup 13.05.2022 tarihinde yeni sözleşme imzalanmıştır)
Hatipoğlu Cam	: Hatipoğlu Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş. (31.08.2021 tarihinde Şirket ile birleşerek infisah olmuştur)
Hatipoğlu Elektrik	: Hatipoğlu Elektrik Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (21.03.2018 tarihinde Şirket ile birleşerek infisah olmuştur)
Isıcam	: Şişecam Düzcem tarafından üretilen ve/veya satışı yapılan iki veya daha çok sayıda cam plakanın aralarında ortam basıncına uygun kuru hava veya gazları barındıracak şekilde fabrika şartlarında bir araya getirilmesi ile oluşan yalıtım camı ünitesi
İhraççı / Şirket / Europen Endüstri	: Europen Endüstri İnşaat Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
İKMİB	: İstanbul Kimyevi Maddeler ve Mamulleri İhracatçıları Birliği
İMMİB	: İstanbul Maden ve Metaller İhracatçı Birlikleri
İSG	: İş sağlığı ve güvenliği
ITC	: Uluslararası Ticaret Merkezi (International Trade Centre)
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu

KISALTMALAR	TANIMLAR
Kapı ve Pencere Tesisi / Wido-1 Tesisi	: Şirket'in Eskişehir OSB'nin İmişehir gelişim bölgesinde bulunan kapı ve pencere üretim tesisi
KDV	: Katma Değer Vergisi
Kurul / SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
KVK	: 21.06.2006 tarihli ve 26205 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu
KWe	: Kilowatt elektrik
Ltd. Şti.	: Limited Şirketi
m <sup>2</sup>	: Metrekare
m	: Metre
mm	: Milimetre
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
Mobilya Camı Tesisi	: Şirket'in Eskişehir OSB'de bulunan mobilya camı tesisi
MW	: Megawatt
OSB	: Organize Sanayi Bölgesi
Özel Ölçü Kapı ve Pencere Tesisi / Wido-2 Tesisi	: Şirket'in işbu İzahname tarihi itibarıyla Eskişehir OSB İmişehir Gelişim Bölgesi'nde inşaat sürecinde olan özel ölçü kapı ve pencere üretim tesisi
PAGEV	: Türk Plastik Sanayicileri Araştırma Geliştirme ve Eğitim Vakfı
Petkim	: Petkim Petrokimya Holding A.Ş.
Pişirici Grubu Camları Tesisi	: Şirket'in Eskişehir OSB İmişehir gelişim bölgesinde bulunan pişirici grubu camları tesisi
PÜKAD	: Pencere ve Kapı Sektörü Derneği
PVC	: Polivinil Klorür (bir plastik polimer, sert bir plastik türü)
PVC Profil	Ana hammaddesi PVC olan, inşaat sektöründe kapı ve pencere üretiminde kullanılan yapı elemanı
PVC Profil Tesisi	: Şirket'in Eskişehir OSB'de bulunan PVC Profil üretim tesisi
rodojlama	: Cam kenarlarının, köşelerinin herhangi bir şekilde el kesmesi, kesik gibi nedenlere sebep vermemesi için bileylenmesi, zımparalanması
SGK	: Sosyal Güvenlik Kurumu
SPKn	: 30.12.2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

KISALTMALAR	TANIMLAR
Şişecam	: Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
T.C.	: Türkiye Cumhuriyeti
Takasbank	: İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
TCMB / Merkez Bankası	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEİAŞ	: Türkiye Elektrik İletim Anonim Şirketi
Temperleme	: Özel bir ısıtma tekniği ile camların 600 – 650 santigrat dereceye kadar ısıtılması ve ardından hızlı bir şekilde soğutulması suretiyle camların sertleşerek dayanıklılaştırılması işlemi
TFRS	: Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TL	: Türk Lirası
TOKİ	: Toplu Konut İdaresi Başkanlığı
TSPB	: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği
TTK	: 14.02.2011 tarihli ve 27846 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTSG	: Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
TÜRKBESD	: Türkiye Beyaz Eşya Sanayicileri Derneği
TV	: Televizyon
ÜFE	: Üretici Fiyat Endeksi
Tesisler	: Şirket’in üretim faaliyetlerini yürüttüğü PVC Profil Tesisi, Kapı ve Pencere Tesisi, Buzdolabı Camı Tesisi, Mobilya Camı Tesisi ve Pişirici Grubu Camları Tesisi
Yapı Kredi Leasing	: Yapı Kredi Finansal Kiralama A.Ş.
YBBO	: Yıllık Bileşik Büyüme Oranı
YKO	: Yatırıma Katkı Oranı (yatırımın yapıldığı bölgeye bağlı olarak belirlenen ve toplam sabit yatırım tutarının belirli bir yüzdesi ile hesaplanan bir üst sınır belirleme aracı)





## İşin Kapsamı

### Fiyat Tespit Raporunu hazırlayan:

İşbu Fiyat Tespit Raporu 22.01.2016 tarih ve G-034 (160) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin her ikisinde de bulunma iznine sahip Garanti Yatırım tarafından hazırlanmıştır.

Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan bir aracı kurum olan, Garanti Yatırım, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11/04/2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında istenen şartları haiz olarak gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti verebilmektedir.

Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlayan Garanti Yatırım, değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip gerekli personel istihdam etmektedir. Garanti Yatırım'ın 28.04.2022 tarihinde imzalanan "Halka Arz Aracılık Yetki Sözleşmesi" dışında değerlendirme konusu Şirket ile önemli bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır.

İşbu fiyat tespit raporunu hazırlayan ekip, 9 yılın üzerinde kurumsal finansman tecrübesine sahip ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge No: 213301) sahibi Garanti Yatırım Kurumsal Finansman Birim Müdürü Anıl Can İpekçi tarafından yönetilmiştir.

Ekip lideri değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahiptir, ek olarak tarafsız ve önyargısız bir değerlendirme yapabilmesini sınırlayabilecek herhangi bir etmen bulunmamaktadır.

Bu değerlendirme raporu 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. Bu kapsamda aşağıda sıralanan ilkelere uyulmuştur:

- Yapılan değerlendirme çalışmasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek biçimde yürütülmüştür. Değerleme kapsamında kurulan ilişkilerde ve gerçekleştirilen çalışmalarda doğru beyana dayalı, meslek kurallarına uygun, zamanında ve eksiksiz hareket edilerek güveni zedeleyici hareketlerden özenle kaçınılmıştır.
- Değerleme çalışmaları yürütülürken bağımsız ve tarafsız olunmuştur. Bağımsızlığa ve tarafsızlığa gölge düşürebilecek teklif veya taleplerde bulunulmamıştır ve bu yöndeki teklif veya talepler kabul edilmemiştir.
- Değerleme görevinin planlanması, yürütülüp sonuçlandırılması ve değerlendirme raporunun hazırlanması safhalarında gerekli mesleki özen ve titizlik gösterilmiştir.
- Değerleme kapsamında sahip olunan maddi, teknolojik ve beşeri kaynaklar etkin ve verimli şekilde kullanılmıştır.
- Değerleme çalışması yürütülürken mesleki faaliyetler haksız rekabete yol açmayacak şekilde meslek adabı dikkate alınmıştır. Ticari amaçlarla birlikte toplumsal yarar ve çevreye saygı da gözetilmiştir.

Müşteri ve diğer tüm kullanıcılar:

Bu rapor Eurofen Endüstri ve Garanti Yatırım arasında 28.04.2022 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Yetki Sözleşmesi kapsamında hazırlanmıştır.

Bu rapor ve içinde yer alan veriler VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin hükümleri uyarınca kamuya açıklanacaktır ancak bu raporun muhatabı Eurofen Endüstri olarak kalacaktır.

Değerlemesi yapılacak varlık:

Yapılan değerlendirme kapsamında Eurofen Endüstri paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

Değerleme para birimi:

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak Euro kullanılmıştır.

Değerlemenin amacı:

Bu rapor, halka arz edilecek Eurofen Endüstri paylarının satış fiyatının payların nominal değerinden yüksek olmasından dolayı, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak görüş bildirmek dışında hiçbir amaca hizmet etmemektedir.

Kullanılan değer esası:

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır. Değerleme yaklaşımları olarak ise UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımının tamamı dikkate alınmıştır, fakat Gelir Yaklaşımı yöntemlerinden olan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Piyasa Yaklaşımı yöntemlerinden olan Çarpan Analizi yöntemi kullanılmıştır.

Değerleme tarihi:

Değerleme tarihi aynı zamanda rapor tarihi de olan 29.04.2022'dir.

Değerlemeyi gerçekleştirenin işinin niteliği ve kapsamı ile konuya ilişkin kısıtlamalar:

Yapılan değerlendirme çalışması kapsamında Garanti Yatırım tarafından genel kabul görmüş denetim standardına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışması yapılmamıştır.

Değerleme kapsamında kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup bu bilgilerin güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Tarafımızca Eurofen Endüstri ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespiti de yapılmamıştır. Garanti Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında, Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda Garanti Yatırım'ın herhangi bir sorumluluğu da bulunmamaktadır. Muhataplarca değerlendirme yapılırken, raporda ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir.

Garanti Yatırım değerlendirme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler değerlendirildiğinde değerlemeciden beklenen makul dikkat çerçevesinde gerçeğe aykırı

olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte Garanti Yatırım elde edilmiş bilgi ve belgelerin doğru olduğunu taahhüt edememektedir.

Elde edilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları dūřünölen verilere göre hazırlanan bu raporda, verilerin benimsenmesinde gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler dolayısıyla şirket değerinin öngörölen şekilde oluşmaması halinde Garanti Yatırım ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır.

Değerlemeyi gerçekleştirenin dayanak olarak kullandığı bilgilerin nitelikleri ve kaynakları:

Raporda kullanılan veriler değerleme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen şirket yönetiminin sağladığı bilgilere, Cevaplar&zmler tarafından TMS/TFRS kapsamında denetimden geirilmif 2019, 2020, 2021 yılsonu raporlama dönemleri itibarıyla hazırlanan bağımsız denetim raporları ile Capital IQ ve Rasyonet veri tabanlarına, kamuya açık olan kaynaklardan edilen bilgilere ve bulgulara dayanmaktadır.

Garanti Yatırım olarak, fiyat tespit raporunda yer alan bilgilerin anlamını değeristirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan etmekle birlikte, tarafımızla paylaşılan bilgilerin doğru olmadıklarının ortaya çıkması halinde Garanti Yatırım ve çalışanlarınca herhangi bir sorumluluk kabul edilmeyecektir.

nemli ve/veya anlamlı varsayımlar ve/veya özel varsayımlar:

Değerleme kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve arpan Analizi Yöntemi kullanılmıştır. Belirtilen yöntem özelinde yapılan varsayımlar raporun ilerleyen bölümlerinde verilmiştir. Raporda şirketlerin ve varlıkların hiçbir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda değerleme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir.

Hazırlanan raporun türü:

Fiziki olarak hazırlanan bu rapor European Endüstri paylarının halka arzından önce dijital olarak KAP'da yayımlanacaktır. Ayrıca başvuru yerlerinde incelemeye açık tutulmaktadır.

Kullanım, dağıtım veya yayımlanma kısıtlamaları:

İşbu rapor muhatabı olan European Endüstri'nin dahili kullanımı ve halka arz işlemiyle ilgili olabilecek kamu kurumlarının ve yatırımcıların kullanımı ile sınırlıdır. VII-128.1 sayılı Pay Tebliğ hükümleri gereğince KAP'da yayımlanacak olan bu rapor Garanti Yatırım'ın yazılı izni olmadan, kısmen veya tamamen yayımlanamaz, çoğaltılamaz veya dağıtılamaz.

Değerlemenin Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak yapıldığının tevit edilmesi:

İşbu rapor kapsamında yapılan değerleme alışmaları European Endüstri paylarının halka arzı kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi tarafından 2017 yılında yayınlanan Uluslararası Değerleme Standartları'nın (<https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>) izin verdiği ölçüde uyumlu olarak hazırlanmıştır.

## Halka Arz Gerekçesi

Şirket'in halka arzı ile kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması, Şirket'e değer yaratacak yatırım fırsatlarının fonlanması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Halka arz, Şirket çıkarılmış sermayesinin tamamı nakden karşılanmak suretiyle 135.000.000 TL'den 168.780.000 TL'ye çıkarılması neticesinde ihraç edilecek olan toplam 33.780.000 TL nominal değerli 33.780.000 adet C Grubu payın halka arzı suretiyle gerçekleştirilecektir.

Şirket'in, sermaye artırımını dolayısıyla ihraç edilecek yeni payların halka arzı neticesinde elde edeceği brüt halka arz gelirinden, ilgili masraf ve maliyetler düşüldükten sonra kalan fonun, aşağıda gösterilen oranlarda ve amaçlarla kullanılması planlanmaktadır.

(1) **Yatırımların Finansmanı.** Elde edilecek fonun toplamda %35 ilâ %45'lik bölümü, aşağıdaki tabloda detaylarına yer verildiği şekilde planlanan yatırımların finansmanının sağlanması amacıyla kullanılacak olup; Şirket, ekonomik koşullar dikkate alınarak, söz konusu fonun kullanımında Şirket menfaatleri doğrultusunda aşağıda yer alan yatırımlar arasında geçiş yapabilecektir.

Tesis	Yatırımın Türü	Yatırımın Zamanlaması (*)	Yatırımın İçeriği	Yatırım İçin Kullanılacak Fonun Oranı
Wido-1 Tesisi	Kapasite artırımını (Wido-1 Tesisi kapsamındaki standart ölçü kapı ve pencere üretimi kapasitesinin 770.000 adetten 800.000 adete çıkartılması)	2023 yılında başlanması ve 2023 yılı içerisinde tamamlanması planlanmaktadır.	Makine ekipman satın alımı  ( <u>satın alınması planlanan makine ekipman: işleme merkezi, kaynak makinesi ve temizleme makinası</u> )	%0,5 - %1,5

Tesis	Yatırımın Türü	Yatırımın Zamanlaması (*)	Yatırımın İçeriği	Yatırım İçin Kullanılacak Fonun Oranı
Wido-2 Tesisi	<p>Kapasite artırımı</p> <p>(Wido-2 Tesisi özel ölçü kapı ve pencere üretiminin mevcut durumda 25.000 adet olan kapasitesinin 2022 yılı itibarıyla yapılmış ve yapılacak yatırımlar sonucunda 100.000 adete ulaşması beklenmektedir. Bu kapasite artırımında halka arzdan elde edilecek fon kullanılmayacaktır.</p> <p>Yukarıda belirtildiği şekilde 100.000 adete ulaşması beklenen kapasitenin, 200.000 adete çıkartılmasında ise halka arzdan elde edilecek fonun kullanılması planlanmaktadır.)</p>	2024 yılında başlanması ve 2025 yılı içerisinde tamamlanması planlanmaktadır.	<p>Makine ekipman satın alımı</p> <p><i>(satın alınması planlanan makine ekipman: sıfır kaynak özellikli kaynak makinası, işleme merkezi)</i></p>	%1,5 - %2,5
Buzdolabı Camı Üretim Tesisi	<p>Kapasite artırımı</p> <p>(3.600.000 m<sup>2</sup> olan tesis kapasitesinin 5.000.000 m<sup>2</sup>'ye çıkartılması)</p>	2024 yılında başlanması ve 2025 yılı içerisinde tamamlanması planlanmaktadır.	<p>Makine ekipman satın alımı</p> <p><i>(satın alınması planlanan makine ekipman: temper makinası, kesim makinası, rodaj makinası, yıkama makinası, otomasyon makinası)</i></p>	%4,5 - %6,5
Ayna Tesisi	Yeni ayna üretim tesisi	2023 yılında başlanması ve 2024 yılı içerisinde	Üretim tesisi inşaatı	%5 - %6

Tesis	Yatırımın Türü	Yatırımın Zamanlaması (*)	Yatırımın İçeriği	Yatırım İçin Kullanılacak Fonun Oranı
		tamamlanması planlanmaktadır.		
Ayna Tesisi	Yeni ayna üretim tesisi (2.500.000 m <sup>2</sup> kapasiteli)	2024 yılında başlanması ve 2024 yılı içerisinde tamamlanması planlanmaktadır.	Makine ekipman satın alımı  ( <i>satın alınması planlanan makine ekipman: ayna hattı</i> )	%7,5 - %9
Piştirici Grubu Camları Üretim Tesisi	Kapasite artırımı  (Tesis kapasitesinin 2023 yılından itibaren 2026 yılı sonuna dek yıllar içinde kademeli olarak (toplamda 1.800.000 m <sup>2</sup> olacak şekilde) artırılarak 1.700.000 m <sup>2</sup> 'den 3.500.000 m <sup>2</sup> 'ye çıkartılması)	2023 yılında başlanması ve 2026 yılı içerisinde tamamlanması planlanmaktadır.	Makine ekipman satın alımı  ( <i>satın alınması planlanan makine ekipman: temper makinası, trafo, rodaj makinası, yıkama makinası, kesim makinesi, otomasyon makinesi</i> )	%12 - %14
Mobilya Camı Üretim Tesisi	Kapasite artırımı  (2.200.000 m <sup>2</sup> olan tesis kapasitesinin 3.400.000 m <sup>2</sup> 'ye çıkartılması)	2024 yılında başlanması ve 2025 yılı içerisinde tamamlanması planlanmaktadır.	Makine ekipman satın alımı  ( <i>satın alınması planlanan makine ekipman: işleme hattı, yıkama makinesi, rodaj makinesi, otomasyon makinesi</i> )	%4 - %5,5
<b>TOPLAM</b>				<b>%35 - %45</b>

(2) Yatırımlara İlişkin İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi. Elde edilecek fonun, %15 ilâ %25'lik bölümü, yukarıdaki tabloda açıklanan yatırımlara ilişkin işletme sermayesinin güçlendirilmesi amacıyla kullanılacaktır. Şirket'in iş planları ve hedefleri göz önüne alınarak, başta hammadde alımları, enerji masrafları, üretim masraflarının

karşılanması, satış ve pazarlama giderleri olmak üzere, Şirket'in işletme sermayesinin karşılanması amacıyla halka arz gelirlerinin değerlendirilmesi hedeflemektedir.

- (3) **Mevcut Faaliyetlere İlişkin İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi.** Elde edilecek fonun, %25 ilâ %35'lik bölümü, Şirket'in mevcut durumda yürütmekte olduğu faaliyetlerine ilişkin işletme sermayesinin güçlendirilmesi amacıyla kullanılacaktır. Şirket'in iş planları ve hedefleri göz önüne alınarak, başta hammadde alımları, enerji masrafları, üretim masraflarının karşılanması, satış ve pazarlama giderleri olmak üzere, Şirket'in işletme sermayesinin karşılanması amacıyla halka arz gelirlerinin değerlendirilmesi hedeflemektedir.
- (4) **Kısa Vadeli Kredilerin Kapatılması.** Fonun, %5 ilâ %15'lik bölümü, Şirket'in kısa vadeli Türk Lirası cinsinden banka kredilerinin kapatılması amacıyla kullanılacaktır. Şirket'in kısa vadeli banka kredi bakiyelerinin kapatılmasıyla, Şirket'in finansal borçlarının azaltılması ve toplam finansal borçların içerisindeki uzun vadeli kredilerin oranının artırılarak daha güçlü bir finansal yapı elde edilmesi amaçlanmaktadır.

Şirket, global ve yerel ekonomik koşullar dikkate alınarak, söz konusu fonun kullanımında yukarıda gösterilen kategoriler ve tahsisat oranları arasında Şirket menfaatleri doğrultusunda geçiş yapabilecektir.

Şirket, halka arzdan elde edilen net gelirleri yukarıda yer alan alanlarda kullanmaya başlayana kadar, kur korumalı mevduat, fonun değerini korumak adına benzer korumayı sağlayabilecek herhangi başka bir surette ve/veya Eurobond alımı suretiyle nemalandırılacaktır. Anılan süre boyunca ilgili fonun bu yöntemlerden hangisi/hangileri ile nemalandırılacağına ve nemalandırmanın koşullarına global ve yerel ekonomik koşullar çerçevesinde Şirket menfaatlerine uygun olarak karar verilecektir.



## Şirket Hakkında Genel Bilgi

### Ortaklık Yapısı

Şirket'in doğrudan ortaklık yapısı aşağıda verilmektedir.

Şekil 1 Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi

Ortağın Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	Sermaye Payı (TL)	Oy Hakkı (%)
İdris Nebi Hatipoğlu	96.000.000	%71,11
Tuğba Öztürk	31.000.000	%22,96
Merve Öztürk	4.000.000	%2,96
Elif Nazlı Öztürk	4.000.000	%2,96
<b>TOPLAM</b>	<b>135.000.000</b>	<b>%100,00</b>

Kaynak: Şirket, İzahname

Şirket'in dolaylı pay sahipliği bulunmamaktadır.

### Faaliyetler Hakkında Genel Bilgiler

Şirket, PVC kapı pencere ve PVC'den imal edilen her türlü doğrama ve yapı elemanları sistemleri yapmak, yerine monte etmek, cihaz ve malzemelerin ithalatını, toptan ve perakende ticaretini yapmak ve endüstriyel cam işleme ve ticaretini yapmak amacıyla kurulmuştur. Şirket'in ana ürün grupları PVC Profil, Kapı Pencere ve Cam Grubudur. Şirket PVC Profil, Kapı ve Pencere, Buzdolabı Camı, Mobilya Camı ve Pişirici Grubu olmak üzere toplam 5 üretim tesisinde faaliyetlerini sürdürmektedir.

Şirket, plastik inşaat malzemeleri ve cam sektörü kapsamında hizmet vermektedir. Şirket faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyen faktörler başlıca yurtdışı sevkiyatlarda Covid-19 ile 2020 yılında başlayan navlun fiyatlarındaki artış, konteyner ve gemi bulma sıkıntıları, 2021 yılında yaşanan döviz kurundaki oynaklık, hammadde fiyatlarındaki artışlardır. İşbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla devam eden Rusya ve Ukrayna arasındaki gelişmeler enerji fiyatlarına baskı yapmaktadır.

### Şirket'in Faaliyetlerinin Gelişiminde Önemli Olavlar

13.12.1984'te Hatipoğlu Cam kurulmuştur. Hatipoğlu Cam aynı yıl Şişecam'dan Isıcam bayiliği almıştır. 90'lı yıllarda PVC Profil ve Kapı Pencere üretim tesisleri Eskişehir'de kurulmuştur. 2000'li yılların başında Hatipoğlu Cam, temperli tam boy, mini fırın ve endüstriyel cam işleme tesislerini kurmuştur. European Endüstri Almanya ve Fransa'daki yapı marketlere standart PVC Kapı, pencere,panjur sistemleri geliştirmiştir. Hatipoğlu Cam ise Avrupalı beyaz eşya üreticileri ile anlaşmalar yapıp cam kapasitesini 5.000.000 m<sup>2</sup> /yıla çıkarmıştır. 2011 yılında Hatipoğlu Elektrik doğalgazdan elektrik üretimi amacıyla kurulmuştur ancak hiç faaliyete geçmemiştir. European Endüstri, 2016 yılına gelindiğinde yeni profil serileri, kompozit kapı modelleri ve güvenlik sınıfı yüksek kapı modelleri ile üretim kapasitesini 28.000 ton/yıla ulaştırmıştır. European Endüstri, Hatipoğlu Elektrik'i 21.03.2018 tarihinde birleşme suretiyle devir almıştır ve Hatipoğlu Elektrik infisah etmiştir. European Endüstri 2020 yılında kapı ve pencere üretim sistemlerinin yeni fabrikaya taşınması ile profil fabrikasının kapasitesini arttırmak için bir fırsat ve alan yaratmış ve 2021 yılı güncel kapasitesi olan 30.000 ton/yıla artırmıştır. 31.08.2021 tarihinde, Hatipoğlu Cam ve European Endüstri, European Endüstri çatısı altında birleşmiştir.

## Sirketin Ürettiği Ürün Grupları

### 1) PVC Profil

PVC Profil inşaat sektöründe kapı ve pencere üretiminde kullanılmaktadır. PVC Profil imalatında ana hammadde olarak polivinil klorür (PVC) kullanılmaktadır ve bu hammadde kapı pencere profillerine ve kapı panellerine göre farklı bileşenlere sahiptir. PVC'ye ilave olarak profil üretiminde yan hammadde olarak titan, impact modifier epe, stabilizatör ve kalsit kullanılmaktadır. PVC Profil %100 geri dönüştürülebilir bir üründür. Şirket, fire miktarlarının tamamını geri dönüşümde kullanmaktadır. Aynı zamanda, Şirket ürettiği ve ihraç etmediği PVC Profillerin satışını yurtiçinde kapı ve pencere üreticisi bayilerine yapmaktadır.

### 2) Kapı ve Pencere

Şirket, Eskişehir OSB İmişehir Gelişim Bölgesi'nde 59.184 m<sup>2</sup> toplam 513 çalışan ile kapı ve pencere üretimi yapmakta olup üretilen ürünlerin tamamını ihraç etmektedir. Şirket'in Kapı ve Pencere Tesisi'nin kapı üretim kapasitesi yıllık 320.000 adet olup, pencere üretim kapasitesi ise yıllık 450.000 adettir.

Kapı ve pencerelerde birçok ürün çeşidi olup, ağırlıklı olarak ürünler, giriş kapısı, servis kapısı, tek kanat pencere, çift kanat pencere, sürme kapı ve penceredir. Pencere ve kapı üretiminde kullanılan aksesuar hariç tüm bileşenleri Şirket kendisi üretmektedir. Bunlar PVC profil, ısıcam, plaka ve paneldir. Şirket, bu entegre üretim modeli sonucunda yarı mamüllerini ürettiği ürünlere daha yüksek katma değer katarak satışını gerçekleştirmektedir. Şirket, standart ölçüler dışında özel ölçüde de üretim yapmaktadır.

Şirket, ürettiği kapı ve pencereleri ağırlıklı olarak Avrupa'daki yapı marketlere satmakta veya diğer satış kanalı olan toptancı bayiler ile yurtdışına satışını gerçekleştirmektedir.

Şirket kullanıma hazır kapı ve pencereleri Almanya, Fransa, İtalya, Balkanlar, Benelux, İsviçre, Avusturya, Romanya, İspanya gibi ülkelere ihraç etmektedir.

### 3) Cam Grubu

Şirket, temperli cam işlemlerine buzdolabı camı ile başlamıştır. Sonraki yıllarda fırın camı ve mobilya camını ürün portföyüne eklemiştir. Cam işleme tesislerinde rodajlama, kesim, baskı ve temperleme yapılmaktadır. Rodaj işleminden sonra CNC tezgahlarında (CNC tezgahları hammadde halinde olan bir malzemeyi işleyerek belirli bir şekil vermektir) brüt ölçüye getirilmiş olan camlar, otomatik transfer makineleri ile rodaj cam kenar işleme makinelerinde net ölçüye getirilip kesim sonucu oluşan camdaki küpürler temizlenerek camın kenarları pürüzsüz hale dönüştürülmektedir.

Baskı işlemi, genelde fırın camlarında uygulanan bir işlemdir. Kesilmiş, rodajlanmış ve temperlenmiş cama serigrafî makinelerinde (serigrafî, bir seri baskı yapma şeklidir) kalıpları oluşturulmuş olan baskı malzemesinin baskı makineleriyle cama uygulanması ve kurutulması işlemidir.

Temper işlemi ise ham camın dayanıklılığını arttırmak için yapılan bir işlem olup; temper fırınlarında cama 600-650 santigrat derecelik ısı uygulandıktan sonra, sonrasında ani hava soğutması işleminin uygulanmasıdır. Temper işlemi uygulanan cam daha güçlendirilmiş hale gelmekle birlikte, aynı zamanda kırıldığında keskin olmayan parçalara ayrılmasını sağlamaktadır. Otomotiv, beyaz eşya ve mobilya gibi sektörlerde kullanılan tüm camlara temper işlemi uygulanmaktadır.

Şirket, işlenmemiş ham düz cam alımlarını Şişecam'dan 75 gün vadeli olarak tedarik etmektedir. Şirket, Şişecam'dan tedarik veya termin sorunu yaşamadığı takdirde ithalat veya yurtiçindeki diğer üreticiden cam alımı yapmamaktadır. Cam grubu; buzdolabı camı, mobilya camı ve fırın camı olmak üzere üçe ayrılmaktadır.

#### a) Buzdolabı Camı

Buzdolabı Camı, yıllık cam işleme kapasitesi 3.600.000 m<sup>2</sup> olan tesiste imal edilmektedir. Buzdolabı Camı Tesisi'nde imal edilen buzdolabı camları, yurtiçi ve yurtdışındaki beyaz eşya üreticilerine satılmaktadır. Şirket'in yurtiçi satışları bakımından en büyük müşterileri Vestel ve Arçelik'tir. Şirket'in aynı zamanda ilişkili tarafı European Dış Ticaret'e ihraç kayıtlı buzdolabı camı satışı da gerçekleştirmektedir, European Dış ticaret üzerinden satış gerçekleştirilen en büyük ihracat müşterileri Arctic SA, Roverplastic S.P.A ve Gorenje D.O.O'dur.

#### b) Mobilya Camı

Mobilya Camı, yıllık işleme kapasitesi 2.200.000 m<sup>2</sup> olan tesiste imal edilmektedir. Mobilya Camı tesisinde düz camın işlenmesi ile imal edilen ürünler başlıca camlı sehpa, camlı vitrinler ve duşakabin camlarıdır. Mobilya sektörüne ayna işlemesi de yapılmaktadır. Ayna işleminde plaka halindeki aynaların sipariş ölçülerine göre kesimi yapıp, rodaj işlemi ile kenarlarının kesiciliği giderilmektedir. Sonrasında saf su ile yıkanarak yüzeyi pürüzsüz hale getirilmektedir ve güvenlik filmi kaplaması yapılarak ambalajlanmaktadır. Şirket, ayna işleme faaliyetine 2020 yılında başlamıştır. Şirket, 2020 yılında 264.456 m<sup>2</sup>, 2021 yılında ise 268.154 m<sup>2</sup> ayna işlemesi gerçekleştirmiştir.

#### c) Fırın Camı

Fırın Camı, yıllık işleme kapasitesi 1.700.000 m<sup>2</sup> olan tesiste imal edilmektedir. Fırın camlarının imalatında, plaka halindeki cam ölçülere göre kesilip, temperlenip, rodojlam, kaplaması da yapılarak bitmiş ürün haline getirilmektedir.

Fırın camları 300 santigrat derece dayanıklılığa sahiptirler. Bu tesis, 2021 yılı Şubat ayında tamamen yeni makine ve ekipmanlar ile kurulmuştur. Öncesinde ise fırın camları, buzdolabı camı tesisi içerisinde imal edilmektedir.

Şirket, imap ettiği fırın camlarını yurtiçi ve yurtdışı beyaz eşya üreticilerine satmaktadır. Diğer ürünler bakımından da olduğu gibi, Şirket yurtdışına sattığı söz konusu ürünlerin tamamını European Dış Ticaret'e ihraç kayıtlı satmaktadır. Bu şekilde ihraç edilen ürünlerin en büyük nihai müşterileri, Smeg, Mora ve Gorenje'dir. Şirket'in pişirici grubu ürünleri bakımından yurtiçindeki en büyük müşterileri ise Arçelik, Vestel ve Renta Ev Aletleridir.

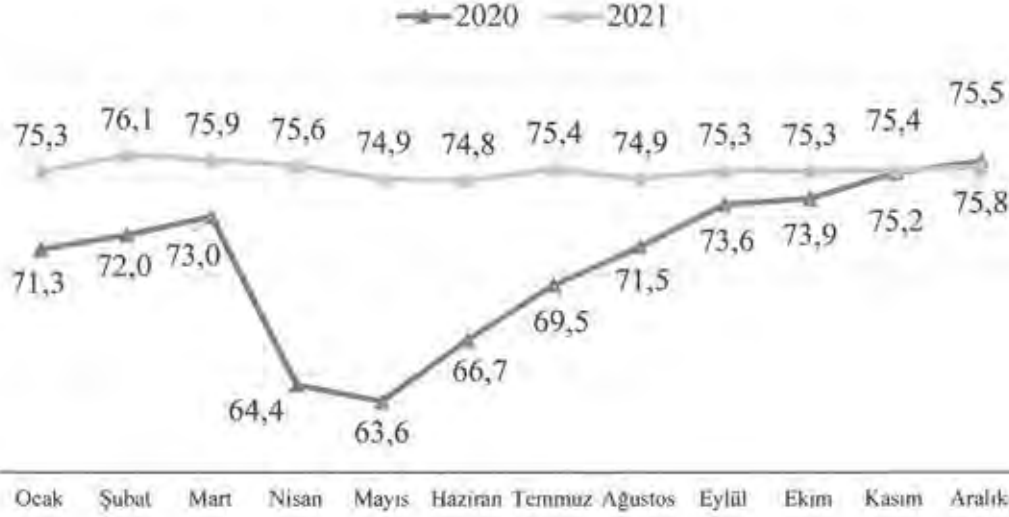
### **Şirket'in Faaliyet Gösterdiği Sektörlerdeki/Pazarlardaki Yeri**

Şirket'in faaliyet gösterdiği iki temel sektör vardır. Şirket'in PVC Profil, panel, plaka, pencere ve kapı üretimiyle ilgili faaliyetleri plastik inşaat malzemeleri sektörü içerisinde ve buzdolabı, fırın camları ile birlikte mobilya camı ve ayna uygulamaları ise cam sektörü içerisinde yer almaktadır.

### Plastik İnşaat Malzemeleri Sektörü

TCMB verilerine göre, 2021 yılı Ocak – Aralık döneminde plastik sektöründeki kapasite kullanımı, 2020 yılının eş dönemine kıyasla ortalama %70,9'dan %75,4'e çıkarak 4,5 puan artmıştır.

Şekil 2 Türkiye Plastik Ürünleri İmalatı – Kapasite Kullanım Oranı (%)



Kaynak TCMB

Şirket'in plastik inşaat malzemeleri için baz aldığı temel kaynak PAGEV olmakla birlikte Şirket, TÜİK verilerinden de yararlanmıştır.

Plastik mamul üretimi, ihracat hacmi ve değeri Türkiye'de değer olarak 2016–2021 yılları arasında artış göstermiştir. 2018 yılında üretilen ürünlerin miktar olarak %21,6'sı ihraç edilirken, 2021 yılında bu oran %25,6 olarak gerçekleşmiştir. Değer bazında bakıldığında ise 2018'de ihracat oranı %14,9 iken 2021 yılında bu oran %17,7'ye çıkmıştır. Plastik mamuller konusunda Türkiye'nin ihracatı miktar bazında artarken, ithalatı sabit seyretmektedir. Türkiye plastik mamul üretim, ihracat ve ithalat verileri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Şekil 3 Türkiye Plastik Malzemeleri Üretim, İhracat ve İthalatı

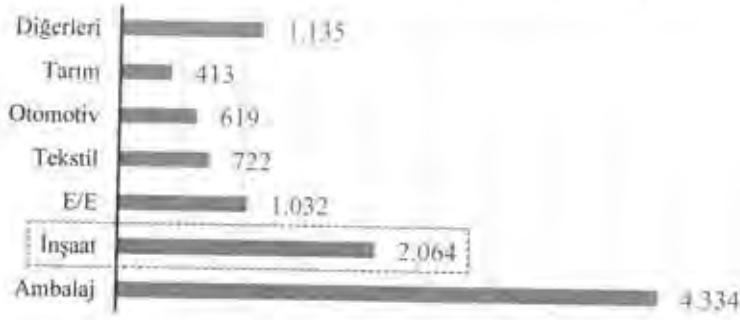
Üretim	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Hacim (milyon Ton)	8,4	9,1	8,6	8,9	10,0	10,3
Değer (milyar \$)	32,1	34,7	32,4	31,6	35,7	40,3
İhracat	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Hacim (bin Ton)	1.551	1.634	1.864	1.959	2.384	2.639
Değer (milyon \$)	4.109	4.340	4.823	4.862	5.483	7.141
İthalat	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Hacim (bin Ton)	589	622	569	559	584	660
Değer (milyon \$)	2.928	3.105	2.796	2.568	2.840	3.373

Kaynak PAGEV Sektör Raporu

GARANTİ YATIRIM  
MENKUL KIYMETLER A.Ş.  
Sermaye Piyasası Kurulu  
Denetim Sor. No: 2021/10  
2021/10/10



Şekil 6 Türkiye Alt Sektörler Bazında Plastik Mamul Üretimi – 1000 Ton (2021/12)



Kaynak: PAGEV Sektör Raporu

İnşaat malzemelerinin toplam plastik üretimi içindeki payı %20'dir. Plastik mamul üretiminin sektör bazında dağılımı yukarıdaki şekildedir.

TÜİK verilerine göre plastik inşaat malzemeleri üretimi 2018-2021 yıllarını kapsayan 4 yıl içinde miktar bazında ortalama %4 artmıştır.

Şekil 7 Türkiye'nin Plastik İnşaat Malzemeleri Üretimi, İhracatı ve İthalatı

Üretim	2018	2019	2020	2021
Hacim (bin Ton)	1.829	1.891	1.908	2.064
İhracat	2018	2019	2020	2021
Hacim (bin Ton)	521	616	681	761
Değer (milyon \$)	1.227	1.318	1.400	1.840
İthalat	2018	2019	2020	2021
Hacim (bin Ton)	77	66	75	95
Değer (milyon \$)	432	391	440	482

Kaynak: TÜİK

PVC profil üretiminde polivinil klorür (PVC) kullanılmaktadır. Bu hammadde, kullanım alanlarına göre kısmen kendi içinde farklı bileşenlere sahiptir. Kapı ve pencere profilleri üretiminde K67 PVC bileşeni kullanılırken, kapı panellerinde ve levhalarda ise K58 PVC bileşeni kullanılmaktadır. Hammadde olarak kullanılan ürünler petrol bazlıdır. Bu sebeple, petrol fiyatlarındaki değişimler sektördeki tüm oyuncuları etkilemektedir.

Türkiye, 150'nin üzerinde ülkeye plastik inşaat malzemesi ihraç ederken 70'e yakın ülkeden ithal etmektedir. Irak, Almanya, İngiltere, İsrail, İtalya ve ABD 2021 yılında aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere en önemli ihracat pazarlarını oluşturmuş ve 2021 yılında toplam ihracatta 2020 yılına göre miktar bazında %12 değer bazında da %31 artış olmuştur.

Şirket, PVC ve profil satış faaliyetlerini yurt içinde ve yurt dışında gerçekleştirmektedir. Şirket, 2021 yılında ürünlerini 34 ülkeye ihraç etmiş; ihracat gelirleri, PVC satışlarının %93'ünü oluşturmuştur.

Özellikle konutlarda kullanılan PVC kapı ve pencerelerin Avrupa pazarındaki kullanımına yönelik olarak Graphical Research danışmanlık şirketinin hazırladığı Nisan 2021 tarihli raporu kullanılmıştır. Benzerleri arasında en güncel rapor olması ve konut segmenti ile PVC materyalini spesifik olarak incelediği için tercih edilmiştir. Graphical



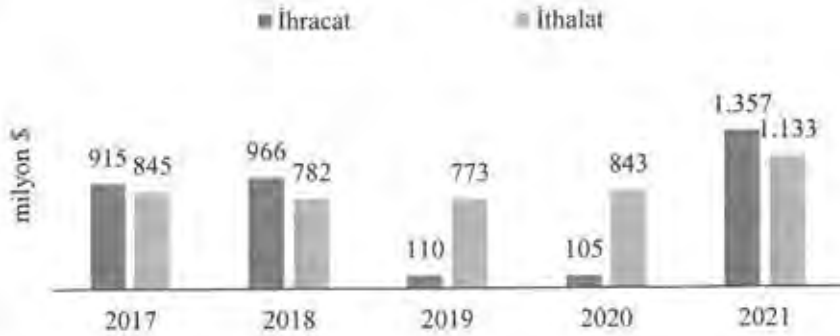




Küresel üretimde Türkiye, düzcanda Avrupa'da 1'inci, Dünya'da 5'inci sırada, cam ev eşyasında Avrupa'da 2'nci, Dünya'da 3'üncü sırada, cam ambalajda Avrupa'da ve Dünya'da 5'inci sırada, soda külünde Avrupa'da 4'üncü, Dünya'da ise 8'inci sıradadır.<sup>3</sup>

Türkiye'nin 2021 yılı toplam cam ve cam ürünleri ihracatı 1.357 milyon ABD Doları, ithalatı 1.133 milyon ABD Doları olarak gerçekleşmiştir.

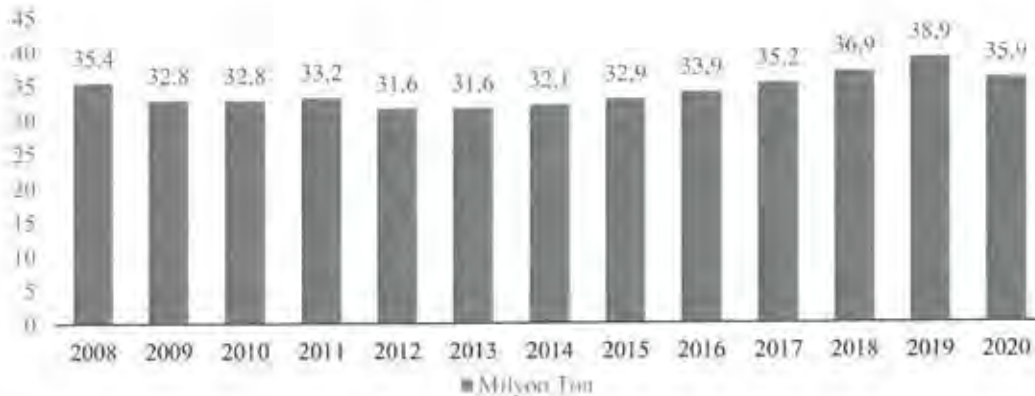
Şekil 10 Türkiye Cam ve Cam Ürünleri Dış Ticaret Değerleri



Kaynak: ITC Ticaret İstatistikleri

Günümüz dünyasının en önemli ve ortak konularından biri iklim değişiklikleri ile mücadeledir. Bu kapsamda ambalaj kullanımında %100 geri dönüşümle cam ambalajın, konutlarda ve ticari binalarda enerji verimliliği ile düzcama ürünlerinin sağladığı dayanım ve hafiflikle gelişen teknolojilerin ihtiyaçlarını karşılayabilen cam elyaf ürünlerinin tüketiminin artacağı beklentisi büyüme rakamlarını desteklemektedir. Küresel cam sektöründe yüksek Ar-Ge ve tasarım harcamaları katma değerli ürünlere yönelik yatırımlar olarak ön plandadır. Cam sektöründe katma değerli ürünlere yönelimin artış beklentisi ile tutar bazında büyümenin daha fazla olacağı öngörülmektedir.<sup>3</sup>

Şekil 11 Cam Üretiminin Yıllara Göre Gelişimi



Kaynak: T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı – Cam Sektörü Raporu 2021

<sup>3</sup> T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Cam Sektörü Raporu 2021, <https://www.sanayi.gov.tr/plan-program-raporlar-ve-yayinlar/sector-raporlari/mu2001011402>

### Temperli Cam ve Ayna

Temperlenmiş camlar, özel ısıtma sistemlerinde camlar yumuşak hale gelmeye başlayınca kadar ısı düzenli olarak artırılarak 620°C – 645°C arasındaki seviyelere getirilip fırından çıkarılır, uygun aletlerle gerekli yerlerden kıvrılır ve üstüne kuvvetle üflenen soğuk havayla düzgün olarak soğutulur. Isıl işleme (ısıtma ve ani soğutma) tabii tutulan cam düz ve bombeli olarak şekillendirilir. Otomotiv, inşaat ve beyaz eşya sektörlerinde kullanılır.

Cam yüzeyi kırıcı kuvvetlere karşı normal camdan çok daha fazla direnç kazanır, kırılma halinde ufak parçalara ayrılır ve bundan dolayı yaralanma risklerinin en aza inmesi sağlanır. Camlar temperli cam haline getirildikten sonra kesme, taşlama gibi işlemler yapılamamaktadır.

TÜRKBESD verilerine göre buzdolabı ve fırın üretimleri 2019, 2020 ve 2021 yılları için aşağıda yer almaktadır:

Şekil 12 Türkiye Buzdolabı ve Fırın Üretimi

Ürün Grubu	2019 (Adet)	2020 (Adet)	2021 (Adet)
Buzdolabı	6.446.600	6.313.091	7.922.395
Fırın	5.275.521	5.347.048	6.588.204

Kaynak: TÜRKBESD

Cam sektöründe girdilerin büyük bir kısmı yurt içinden sağlanmaktadır. Ancak son yıllarda kum ithalatı yapılmaktadır. Çok az miktarda kullanılan kobalt oksit, çinko selenit, alüminyum oksit gibi maddeler de ithal edilmektedir.

Camda kullanılan hammaddeler soda ve kumdur. Soda hammadde fiyatındaki değişimler, fiyatlamaya etki yaparak sektördeki tüm oyuncuları etkilemektedir.

### Beyaz Eşya Camı

Teknolojik gelişmeler ve Ar-Ge çalışmaları ile birlikte artan sektörel rekabet, camın da kullanıldığı, yenilikçi, çok fonksiyonlu ürünlere olan talep hızla artmaktadır.

Yapı izin belgeleri, tüketici güven endeksi ve konut satışları beyaz eşya talebini doğrudan etkilemektedir. Yapı izin belgelerine paralel olarak konut satışlarının artması durumunda beyaz eşya talebi de artmaktadır.

Beyaz eşya sektöründe düzcaminin girdi sağladığı ana müşterileri, sektörde fırın, buzdolabı ve endüstriyel soğutma dolapları üreten yurtiçi ve yurtdışındaki ana sanayi (orijinal ürün üreticisi



## Şirket'in Finansal Bilgileri

Şirket'in 2019, 2020 ve 2021 dönemleri için TMS/IFRS kapsamında hazırlanan ve Cevaplar&Çözümler tarafından özel bağımsız denetimden geçirilmiş konsolide mali tablolarına göre gelir tablosu aşağıda verilmektedir.

Şekil 13 Gelir Tablosu

ÖZEL BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ KONSOLİDE GELİR TABLOSU			
TL	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Hasılat	444.704.879	616.374.041	1.047.573.833
Satışların Maliyeti (-)	(395.039.783)	(542.024.327)	(836.619.868)
<b>BRÜT KAR / (ZARAR)</b>	<b>49.665.096</b>	<b>74.349.714</b>	<b>210.953.965</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	(15.100.830)	(20.381.671)	(26.018.712)
Pazarlama Giderleri (-)	(9.256.524)	(18.510.481)	(30.115.775)
Esas Faaliyetlerinden Diğer Gelirler	16.149.250	25.774.939	70.161.554
Esas Faaliyetlerinden Diğer Giderler (-)	(13.394.921)	(12.162.928)	(50.791.186)
<b>ESAS FAALİYET KARI / (ZARARI)</b>	<b>28.062.071</b>	<b>49.069.573</b>	<b>174.189.846</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	9.905.309	22.732.094	31.368.042
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(3.525.687)	(1.448.439)	(1.046.886)
<b>FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI / (ZARARI)</b>	<b>34.441.693</b>	<b>70.353.228</b>	<b>204.511.002</b>
Finansman Gelirleri	57.271	1.185.428	10.198.559
Finansman Giderleri (-)	(13.254.445)	(21.675.058)	(83.638.469)
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI / (ZARARI)</b>	<b>21.244.519</b>	<b>49.863.598</b>	<b>131.071.092</b>
Sürdürülen Faaliyet Vergi Geliri / (Gideri)	(5.175.401)	653.098	(16.488.020)
Dönem Vergi Gideri / Geliri	(4.992.096)	(520.101)	(23.697.573)
Ertelenmiş Vergi Gideri / Geliri	(183.305)	1.173.199	7.209.553
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI / (ZARARI)</b>	<b>16.069.118</b>	<b>50.516.696</b>	<b>114.583.072</b>
<b>DÖNEM KARI / (ZARARI)</b>	<b>16.069.118</b>	<b>50.516.696</b>	<b>114.583.072</b>

Kaynak :Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Europen Endüstri firmasının 31 Aralık 2019, 2020 ve 2021 itibarıyla sona eren finansal yıllarına ait ana kategoriler itibari ile tutar bazında satışlarının gelişimi aşağıdaki tabloda verilmiştir. Tabloda görüldüğü üzere Europen Endüstri'nin en çok gelir elde ettiği ürün grubu Kapı ve Pencere'dir. 31.12.2021 tarihinde sona eren finansal tablo dönemi itibari ile Kapı ve Pencere satışlarından gelen hasılatın toplam hasılatı oranı %44,9 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran 2020 yılında da korunmaktadır. Şirket'in ikinci en çok gelir sağladığı ürün kategorisi ise Cam grubudur.

Şirket'in Kapı ve Pencere ve Cam grubu satışlarının büyümesinin temel nedenleri adet olarak satışlarının artması ve döviz kurundaki artıştır. Şirket, son 3 yılda yaptığı yatırımlarla kapasitesini cam, kapı ve pencere üretim gruplarında artırmıştır. 2020 yılında PVC Profil

satışları, satış adetlerindeki azalışın etkisiyle %3,6 oranında azalış göstermiştir. 2021 yılında ise adet bazında azalış olmasına rağmen döviz kurundaki artış ve hammadde fiyatlarındaki artış sonucu birim fiyatların artması nedeniyle dolaylı PVC Profil satışları %14,5 oranında artış göstermiştir. Şirketin diğer satış ve gelirleri; hurda geliri, blister satışı, aksesuar satışı, asgari ücret ve SGK teşvikleri ile diğer gelirlerinden oluşmaktadır.

Sekil 14 Ürün ve Tutar Bazında Satışlar

	31.12.2019	Satış payı (%)	31.12.2020	Satış payı (%)	31.12.2021	Satış payı (%)	Değişim (2019-2020)	Değişim (2020-2021)
<b>Kapı ve Pencere Satışları</b>	165.508.176	37,22%	277.860.676	45,08%	471.191.490	44,98%	67,88%	69,58%
<b>Cam Grubu Satışları</b>	194.413.119	43,72%	243.054.017	39,43%	459.390.935	43,85%	25,02%	89,01%
<b>PVC Profil Satışları</b>	73.300.694	16,48%	66.664.032	10,82%	79.571.466	7,60%	-9,05%	19,36%
<b>Diğer Satış ve Gelirler</b>	11.482.890	2,58%	28.795.316	4,67%	37.419.942	3,57%	150,77%	29,95%
<b>TOPLAM</b>	<b>444.704.879</b>	<b>100,00%</b>	<b>616.374.041</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.047.573.833</b>	<b>100,00%</b>	<b>38,60%</b>	<b>69,96%</b>

Kaynak: Şirket, İzahname

Sekil 15 Ürün ve Miktar Bazında Satışlar

	Miktar	2019	2020	2021	2019-2020 Değişim	2020-2021 Değişim
<b>Cam Grubu</b>	Metrekare	3.676.519	3.983.112	6.448.749	8,30%	61,80%
<b>Kapı Pencere</b>	Adet	332.848	448.102	603.952	34,60%	34,70%
<b>PVC Profil</b>	Ton	8.039	6.603	4.363	-17,80%	-33,90%

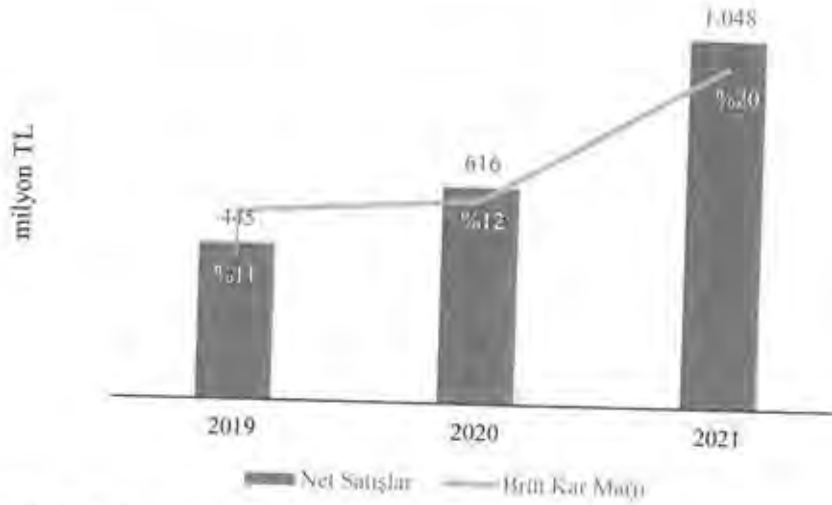
Kaynak: Şirket, İzahname

Yukarıdaki tablodan görüleceği üzere Şirket, Cam grubu ürünlerinde metrekare başına satışlarını 2021 yıl sonunda bir önceki yılın eş dönemine göre %61,8 artırmıştır. 2020 yılı sonunda ise bir önceki yılın eş dönemine göre %8,3 artırmıştır. Kapı ve Pencere ürünlerinde adet başına satışlarını 2021 yıl sonunda bir önceki yılın eş dönemine göre %34,7 artırmıştır. 2020 yılı sonunda ise bir önceki yılın eş dönemine göre %34,6 artırmıştır. Şirket'in PVC Profil satışlarındaki düşüş; Profil üretiminden ziyade, önceliği daha katma değerli olan ve yıllar içinde satışları artan kapı ve pencere grubuna vererek kendi iç tüketimini artırmış olmasından kaynaklanmaktadır.

Şirket'in net satışlarındaki artışa paralel olarak brüt karında da artış gerçekleşmiştir. Şirket'in 31 Aralık 2019 yıl sonundaki brüt kar marjı 31 Aralık 2020 yıl sonunda da korunmuştur.

Şirket'in brüt karı 31 Aralık 2020'de sona eren yılda 74.349.714 TL iken, %183 artış ile 31 Aralık 2021 yıl sonunda 210.953.965 TL'ye ulaşmıştır. Aynı dönemde, brüt kar marjı, %12'den %20'ye yükselmiştir.

Şekil 16 Net Satış ve Brüt Kar Marjı Gelişimi (milyon TL)



Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 31 Aralık 2019, 2020 ve 2021 finansal dönemlerine ilişkin hazırlanan özet karlılık analizi aşağıdaki tabloda verilmektedir. Aşağıdaki tabloda yer alan FAVÖK verileri bağımsız denetim raporlarında yer alan nakit akım tablosundaki "Amortisman ve itfa gideri ile ilgili düzeltmeler" kalemi bakiyelerinin Esas Faaliyet Karı'na eklenmesi suretiyle hesaplanmıştır.

Şekil 17 Karlılık Analizi

TL	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Net Satışlar	444.704.879	616.374.041	1.047.573.833
Brüt Kar	49.665.096	74.349.714	210.953.965
<b>Brüt Kar Marjı</b>	<b>%11</b>	<b>%12</b>	<b>%20</b>
Esas faaliyet karı	28.062.071	49.069.573	174.189.846
<b>Faaliyet Kar Marjı</b>	<b>%6</b>	<b>%8</b>	<b>%17</b>
FAVÖK	35.112.126	58.609.068	188.446.979
<b>FAVÖK Kar Marjı</b>	<b>%8</b>	<b>%10</b>	<b>%18</b>
Net Kar	16.069.118	50.516.696	114.583.072
<b>Net Kar Marjı</b>	<b>%4</b>	<b>%8</b>	<b>%11</b>

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 2019, 2020 ve 2021 yılları için Cevaplar&Çözümler tarafından TMS/IFRS kapsamında bağımsız denetimden geçirilmiş konsolide mali tablolarına göre bilançosu aşağıda verilmektedir.

<b>ÖZEL BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ FİNANSAL DURUM TABLOSU (TL)</b>			
	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>31.12.2021</b>
<b>VARLIKLAR</b>			
<b>Dönen varlıklar</b>	<b>161.642.276</b>	<b>245.011.121</b>	<b>541.849.777</b>
Nakit ve nakit benzerleri	9.776.032	13.937.069	54.076.721
<b>Ticari alacaklar</b>	<b>95.940.249</b>	<b>152.328.643</b>	<b>210.805.414</b>
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	30.936.776	112.373.989	132.205.111
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	65.003.473	39.954.654	78.600.303
Türev araçlar	-	-	3.986.150
<b>Diğer alacaklar</b>	<b>16.140.795</b>	<b>19.581.066</b>	<b>28.617.417</b>
- İlişkili taraflardan diğer alacaklar	1.420.844	4.741.221	8.284.275
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	14.719.951	14.839.845	20.333.142
Stoklar	21.392.098	31.781.782	218.730.712
Peşin ödenmiş giderler	13.404.426	25.462.113	10.213.501
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	4.988.676	1.920.448	15.419.862
<b>Duran varlıklar</b>	<b>198.002.668</b>	<b>306.254.446</b>	<b>435.475.500</b>
<b>Ticari alacaklar</b>	<b>1.564.812</b>	<b>2.563.805</b>	-
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	-	-	-
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	1.564.812	2.563.805	-
<b>Diğer alacaklar</b>	<b>1.723.943</b>	<b>1.941.280</b>	<b>2.135.574</b>
- İlişkili taraflardan diğer alacaklar	-	-	-
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	1.723.943	1.941.280	2.135.574
Finansal yatırımlar	234.923	234.923	-
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	47.360.605	49.760.069	29.320.844
Maddi duran varlıklar	141.173.251	230.645.657	386.795.307
Maddi olmayan duran varlıklar	513.203	487.970	699.391
Peşin ödenmiş giderler	428.212	7.559.767	8.361.810
Ertelenmiş vergi varlığı	5.003.719	13.060.975	8.162.574
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>359.644.944</b>	<b>551.265.567</b>	<b>977.325.277</b>
<b>YÜKÜMLÜLÜKLER</b>			
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>151.398.673</b>	<b>191.392.655</b>	<b>363.487.326</b>
Kısa vadeli borçlanmalar	31.625.040	19.744.322	-
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	23.251.123	42.414.875	55.201.394
<b>Ticari borçlar</b>	<b>67.044.167</b>	<b>111.542.150</b>	<b>238.405.303</b>
- İlişkili taraflara ticari borçlar	-	-	2.147.491
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	67.044.167	111.542.150	236.257.812
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	4.634.758	6.674.609	9.115.755
Türev araçlar	-	-	10.503.160
<b>Diğer borçlar</b>	<b>8.021.657</b>	<b>1.100.855</b>	<b>10.961.050</b>
- İlişkili taraflara diğer borçlar	4.420.162	96.571	3.627.756

- İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	3.601.495	1.004.284	7.333.294
Ertelenmiş gelirler	9.553.576	6.233.326	11.981.079
Dönem karı vergi yükümlülüğü	4.992.096	520.101	23.697.573
<b>Kısa vadeli karşılıklar</b>	<b>2.276.256</b>	<b>3.162.417</b>	<b>3.622.012</b>
- Diğer kısa vadeli karşılıklar	2.276.256	3.162.417	3.622.012
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>41.595.604</b>	<b>108.471.296</b>	<b>145.408.994</b>
Uzun vadeli borçlanmalar	22.715.410	80.374.762	95.458.488
<b>Ticari borçlar</b>	-	-	<b>2.826.105</b>
- İlişkili taraflara ticari borçlar	-	-	-
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	-	-	2.826.105
<b>Diğer borçlar</b>	<b>820.783</b>	<b>746.696</b>	<b>710.496</b>
- İlişkili taraflara diğer borçlar	665.000	665.000	665.000
- İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	155.783	81.696	45.496
Ertelenmiş gelirler	-	-	864.934
<b>Uzun vadeli karşılıklar</b>	<b>6.324.882</b>	<b>8.575.540</b>	<b>12.685.505</b>
- Çalışanlara sağlanan uzun vadeli faydalar	5.060.790	6.940.313	11.193.923
- Diğer uzun vadeli karşılıklar	1.264.092	1.635.227	1.491.582
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	11.734.529	18.774.298	32.863.466
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>166.650.667</b>	<b>251.401.616</b>	<b>468.428.957</b>
<b>Ana ortaklığa ait özkaynaklar</b>	<b>166.719.791</b>	<b>251.782.296</b>	<b>468.708.278</b>
<b>Ödenmiş sermaye</b>	<b>55.000.000</b>	<b>55.000.000</b>	<b>135.000.000</b>
Kar veya zarara yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler			
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	(110.030)	668.538	325.929
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları) , vergi etkisi	22.005	(133.708)	(65.186)
- Maddi duran varlıklar yeniden değerlendirme artışları/azalışları	-	-	131.328.222
- Maddi duran varlıklar yeniden değerlendirme artışları/azalışları ertelenmiş vergi etkisi	-	-	(26.265.644)
Kar veya zarara yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler			
- Yabancı para çevrim farkları	(6.855)	(70.792)	(936.579)
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler			
- Yasal Yedekler	175.079	175.079	175.079
- Kardan ayrılan kısıtlanmış diğer sermaye yedekleri	4.370.679	40.014.492	65.014.492
Ortak kontrole tabi teşebbüs ve işletmeleri içeren birleşmelerin etkisi			
- Paylara İlişkin Primler	39.688.183	37.772.017	-
<b>Geçmiş yıl karları / (zararları)</b>	<b>51.438.982</b>	<b>67.580.730</b>	<b>49.446.041</b>
<b>Net dönem karı / (zararı)</b>	<b>16.141.748</b>	<b>50.775.940</b>	<b>114.685.924</b>
<b>Kontrol gücü olmayan paylar</b>	<b>(69.124)</b>	<b>(380.680)</b>	<b>(279.321)</b>
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER VE ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>359.644.944</b>	<b>551.265.567</b>	<b>977.325.277</b>

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu







yapılmadığı durumlarda payların rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

UDS 104 Değer Esasları'nın "UDS Tanımlı Değer Esası – Pazar Değeri" başlığının altında yer alan madde 30.6 uyarınca değerlendirilmesi yapılan varlık için mevcut verilere ve pazarla ilişkili koşullara göre en geçerli ve en uygun değerlendirme yönteminin veya yöntemlerinin tespit edilmesi gerekmektedir. Ek olarak UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.4 uyarınca değerlendirme çalışmasında yer alan bilgiler ve şartlar dikkate alındığında, özellikle tek bir yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat duyulduğu hallerde, değerlemeyi gerçekleştirenlerin bir varlığın değerlendirilmesi için birden fazla değerlendirme yöntemi kullanmasına gerek olmadığı belirtilmektedir.

Bu doğrultuda mevcut şartlar dikkate alındığında değerlendirme için en geçerli ve en uygun yöntem olduğu düşünülen, doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edilen yöntemlerden Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamındaki İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. İD/FAVÖK çarpanına ek olarak yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin İD/FVÖK, İD/Satışlar, F/K ve PD/DD çarpanları da incelenmiş fakat aşağıdaki sebeplerden ötürü bu çarpanlar İD/FAVÖK çarpanı kadar güvenilir bulunmamıştır.

- İD/FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (Borsa'da işlem gören şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu dikkate değer bulunmuştur.
- Faaliyet gösterilen plastik ve cam sektörlerinde şirketlerin duran varlık yatırımları hem tutar olarak hem de zamanlama açısından farklılıklar gösterebilmektedir. Bu durum benzer şirketlerin farklı seviyelerde amortisman giderlerine sahip olmalarına yol açmaktadır. Nakit olmayan amortisman giderlerinin faaliyet karı üzerindeki etkisini dikkate alması sebebiyle İD/FVÖK çarpanı değerlemede tercih edilmemiştir.
- Değerleme çalışması kapsamında incelenen benzer şirketler arasında European Endüstri gibi PVC profil, kapı/pencere ve cam üreten firmaların yanında, diğer plastik ürünlerini, ve alüminyum, tahta kapı ve pencere çeşitlerini üreten firmalar bulunmaktadır. Aynı alt sektörde faaliyet gösteren şirketler arasında dahi kar marjları açısından farklılıklar olabilmektedir. Bunun sonucu olarak şirketler belli bir faaliyet karı seviyesine çok farklı hasılat rakamlarıyla ulaşabilmektedir. Bu sebeple İD/Net Satışlar çarpanı değerlendirme tercih edilmemiştir.
- Benzer şirketlerin faaliyet gösterdiği ülkeler ve bu ülkelerdeki vergilendirme esasları farklılıklar göstermektedir. Ayrıca farklı ülkelerdeki farklı şirketler farklı fonlama alternatifleri üzerinden ciddi değişkenlik gösteren finansman koşulları altında operasyonlarına devam etmektedir. Şirketlerin net karları ve dolayısıyla özkaynakları üzerinde doğrudan etkisi olan bu durum, benzer şirketlerin F/K ve PD/DD çarpanları üzerinden karşılaştırılmasını güçleştirmektedir. Bu sebeple F/K ve PD/DD çarpanları değerlendirme tercih edilmemiştir.
- İD/FAVÖK oranı işletme değerinin FAVÖK rakamına oranlanması neticesinde elde edilir. FAVÖK ise, esas faaliyet karı (şirketin faaliyetlerinden elde ettiği kar) ile ilgili dönemde satışlardan esas faaliyet karına ulaşılan amortisman ve itfa bedellerinin toplamıdır. Bu yöntem ile İşletme Değeri, Şirket'in ilgili yıla ait FAVÖK

rakamının, aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık diğer şirketlerin ID/FAVÖK oranları ortalamaları ile çarpılması sonucunda elde edilir.

### *Gelir Yaklaşımı*

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

İNA yöntemi, şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratacağı varsayılan nakit akımlarının bugünkü değerlerine indirgenmeleri esasına dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin uzun vadeli potansiyelini de yansıtarak özgün değerini bulmaya odaklanır. Bunu yaparken de şirket özelindeki riskleri belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin en önemli dezavantajı, varsayımlara çok duyarlı olması dolayısıyla objektif bir değerlendirme yapmanın zorluğudur. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca değerlendirme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olması durumlarında gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir.

Bu değerlendirme raporunda yer alan İNA değerlemesi kapsamında, Şirket'in mevcutta geliştirmekte olduğu projelerden gerçekleşmesini beklediği nakit akımlarının miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcuttur. Ek olarak Şirket'in gelir yaratma kabiliyetinin yatırımcının gözündeki değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması dolayısıyla, değerlemenin amacına uygun olduğu düşünülerek, Gelir Yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

### **Değerleme Yöntemleri**

#### **A) Çarpan Analizi Yöntemi**

#### **Yurt İçi Benzer Şirketler**

Yurt içi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında Borsa İstanbul'da işlem gören yerli plastik ve cam şirketleri incelenmiştir. Bu şirketler aşağıda verilmektedir.

Sekül Zİ BIST Şirketleri Fırtınaları

<b>Şirket İsmi</b>	<b>Açıklama</b>
Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş.	Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş., mimari uygulamalarda ve otomatik kapılarda kullanılan alüminyum profil, kapı, pencere ve cam aksesuarlarının Türkiye ve uluslararası alanda üretimini ve satışı yapmaktadır. 1978 yılında kurulan şirketin merkezi İstanbul'dadır.
Ege Profil Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Ege Profil Ticaret ve Sanayi A.Ş., Türkiye'de plastik boru, yedek parça ve çeşitli profil ve plastik ürünler üretmekte ve satmaktadır. Şirket, Winsa markası altında PVC pencere, kapı



Şirket İsmi	Açıklama
Sekuro Plastik Ambalaj Sanayi A.Ş.	Sekuro Plastik Ambalaj Sanayi A.Ş. plastik ambalaj ürünlerini yurt içinde ve yurt dışında üretmekte ve satmaktadır. Şirket, standart kabarcık filmler, opak koruma ürünleri ve yalıtım ürünleri gibi poliolefin hava kabarcığı filmleri ve poliolefin genel ambalaj filmleri sunmaktadır.

Kaynak: Şirketlerin web siteleri, Capital IQ ve Rasyonet

Sekil 22 Seçilen Yurt İçi Benzer Şirket Verileri

Şirket	Piyasa Değeri (mn EUR)	İşletme Değeri (mn EUR)	FVÖK (mn EUR)	FAVÖK (mn EUR)	Net Satışlar (mn EUR)	Net Kar (mn EUR)
Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş.	43	49	17	18	104	9
Ege Profil Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi	149	137	40	45	251	27
Formet Çelik Kapı Sanayi ve Ticaret A.Ş.	24	23	2	2	17	0
Işık Plastik Sanayi ve Dış Ticaret Pazarlama Anonim Şirketi	61	66	7	8	41	6
Temapol Polimer Plastik ve İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş.	15	18	3	3	23	2
Türkiye Şişe Ve Cam Fabrikaları A.Ş.	3.493	4.239	526	723	3.063	873
Egeplast Ege Plastik Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi	35	34	4	5	41	-4
Sekuro Plastik Ambalaj Sanayi A.Ş.	14	24	4	5	29	-1

Kaynak: Şirketlerin web siteleri, Capital IQ ve Rasyonet

Piyasa değerleri ilgili şirketlerin hisse fiyatı ile hisse adetlerinin çarpılması ile hesaplanmakta olup, piyasa değerlerine şirketlerdeki net finansal borçların eklenmesi ile işletme değerleri bulunmaktadır.

### Yurt Dışı Benzer Şirketler

Capital IQ veri tabanı ve kamuya açık olan kaynaklardan edilen bilgiler üzerinden yapılan incelemeler sonucunda yurtdışında Şirket'e benzer alanlarda faaliyet gösterdiği belirlenen şirketlerin listesi aşağıda verilmektedir.

Sekil 23 Global Benzer Şirketler

Şirket İsmi	Açıklama
Cornerstone Building Brands, Inc.	Cornerstone Building Brands Inc. iştirakleri ile birlikte, Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Meksika ve uluslararası ticari, konut ve onarım ve tadilat pazarları için dış yapı ürünleri tasarlamaktadır. Şirket; pencereler, dış cephe kaplaması ve ticari olmak üzere üç segmentte faaliyet göstermektedir. Cornerstone Building Brands Inc'nin merkezi Cary, Kuzey Carolina'da bulunmaktadır.
JELD-WEN Holding, Inc.	JELD-WEN Holding Inc. başta Kuzey Amerika, Avrupa ve Avustralya olmak üzere kapı ve pencereleri tasarlayıp üretilip satmaktadır. Şirket, veranda kapıları ve katlanır veya sürgülü duvar sistemleri dahil olmak üzere bir dizi konut iç ve dış kapı ürünleri sunmaktadır. Ayrıca duş kabinleri ve gardıroplar, pervazlar, döşeme tahtaları, kereste, kesikler, camlar, merdivenler, donanım ve kilitler, dolaplar ve



Şirket İsmi	Açıklama
Quanex Building Products Corporation	Quanex Building Products Corporation iştirakleri ile birlikte fenestration sektörü altında Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa, Kanada, Asya ve uluslararası alanlarda bileşenler sağlamaktadır. Şirket, mutfak ve banyo dolabı sektöründeki orijinal ekipman üreticileri (OEM'ler) için esnek yalıtım camı ara parçaları, vinil profiller, pencere ve kapı ekranları ve hassas şekillendirilmiş metal ve ahşap ürünlerin yanı sıra dolap kapıları sunmaktadır. Şirket ayrıca döşeme kalıpları, vinil zemin kaplaması, su tutma bariyerleri ve kış bahçesi çatı bileşenleri dahil olmak üzere çeşitli fenestration dışı bileşenler ve ürünler sunmaktadır. Ürünlerini yapı ürünleri sektöründeki oem'lere satış temsilcileri, distribütörler ve bağımsız satış acenteleri aracılığıyla satmaktadır. Şirket 1927 yılında kurulmuştur ve merkezi Houston, Teksas'ta bulunmaktadır.
Bawan Company	Bawan Company Suudi Arabistan'da metal ve çelik işleri üretmekte ve satmaktadır. Ahşap palet, pano, dekorasyon kağıdı, ahşap kase ve kutu üretimi yapmaktadır. Ekipman, cihaz, elektrik ve elektronik sistemlerin bakım, işletme ve montajını yapmaktadır. Alüminyum işleri ve demir ve ahşap kapıların montajını yapmaktadır. Şirket polietilen köpük, yumuşak renkli polivinil klorür levhalar, sert ve renkli olmayan tabaklar ve polistiren köpük, ambalaj ve yalıtım dilimleri-polistiren, renkli polivinil klorür levhalar, yumuşak ve sert polivinil klorür levhalar üretmektedir. Şirket ayrıca elektrik transformatörlerinin, voltaj dengeleyicilerin, akü şarj cihazlarının toptan ve perakende satışında da yer almaktadır. Şirket 1980 yılında kurulmuş olup merkezi Suudi Arabistan'ın Riyad şehrinde bulunmaktadır.
Aluko Co., Ltd.	Aluko Co., Ltd. Güney Kore'de ve uluslararası alanda alüminyum ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Normal / balkon pencereleri, sistem pencereleri ve perde duvarları dahil olmak üzere yapı malzemeleri sunmaktadır. Şirket ayrıca saha yapıları için çeşitli form malzemelerinin tasarımı, üretimi ve yerinde montajı ile uğraşmaktadır; ünite, çubuk ve panel sistemleri gibi perde duvarları sağlamaktadır. Ayrıca, otomotiv uygulamaları için tampon arka kirişler, koltuk çerçeveleri, yan eşikler, alüminyum otobüs çerçeveleri, elektrikli motosiklet çerçeveleri, demiryolu çerçeveleri; ve alüminyum paletler gibi endüstriyel malzemeler üretilip satmaktadır. Aluko Co., Ltd 1956 yılında kurulmuştur ve merkezi Daejeon, Güney Kore'de bulunmaktadır.
Epwin Group PLC	Epwin Group Plc, Birleşik Krallık'ta, Avrupa'nın geri kalanında ve uluslararası alanda yapı ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Ekstrüzyon ve Kalıplama, İmalat ve Dağıtım olmak üzere iki segmentte faaliyet göstermektedir. Şirket, pencereler, kapılar ve perde duvar ürünleri, ahşap plastik kompozit zemin kaplaması ürün ve paneller sağlamaktadır. Şirket aynı zamanda banyo panelleri/duvar panoları ve yalıtımlı cam üniteleri de sunmaktadır. Şirket tavan ve pencere stokçularına, pencere imalatçılara, tüccara, banyo toptancılara ve ev sahiplerine hizmet vermektedir. Şirket, 77 Bina plastik ticaret dağıtım merkezi ve 12 vitrin mağazasından oluşan bir ağ işletmektedir. Şirket, 1976 yılında kurulmuştur ve merkezi Birleşik Krallık'ın Solihull şehrinde bulunmaktadır.
Dong A Plastic Group Joint Stock Company	Dong A Plastic Group Joint Stock Company, Vietnam'da inşaat, iç dekorasyon ve reklam uygulamaları için plastik ürünler üretmekte ve satmaktadır. Şirket, tavan panelleri, akıllı pencerelerle güçlendirilmiş PVC çelik kapı, smartdoor cam paneller, hi-flex, PP plakalar ve fomex levhalar sunmaktadır. Dong A Plastic Group Joint Stock Company 2001 yılında Hanoi, Vietnam'da kurulmuştur.
Safestyle UK plc	Safestyle UK plc, Birleşik Krallık'ta pencere ve kapılar tasarlayıp üretilip satmaktadır. Şirket yerli, çift camlı, PVCu pencere ve kapılar sunmaktadır. 33 Satış şubesi ve 13 kurulum deposundan oluşan bir ağ üzerinden ürünlerini sunmaktadır. Safestyle UK plc 1992 yılında kurulmuş olup merkezi Birleşik Krallık'ın Bradford şehrinde bulunmaktadır.



Şirket İsmi	Açıklama
JOONGANG DNM Co.,Ltd	JOONGANG DNM Co.Ltd, Orta Doğu, Asya ve uluslararası alanda pencere, kapı, havalandırma düz kanalları üretmekte ve satmaktadır. Şirket ürünler olarak PVC kanatlar, iç ve ABS kapılar, sistem pencereleri, profiller, diğer bileşenleri sunmaktadır. JOONGANG DNM Co. Ltd 1980 yılında kurulmuştur ve Anyang-si, Güney Kore merkezlidir.
Teraplast S.A.	Teraplast S.A., bağlı ortaklıkları ile birlikte Romanya'da inşaat malzemeleri üretmektedir. Şirket paneller, metal fayanslar, tesisatlar, doğrama profilleri, bileşikler ve PVC pencere ve kapılar olmak üzere altı segmentte faaliyet göstermektedir iç ve dış kanalizasyon sistemleri, drenaj, depolama ve arıtma sistemleri, su ve gaz taşıma ve dağıtım sistemleri, elektrik şebekeleri sunmaktadır. Ayrıca Şirket, PVC ve Alüminyum kapı ve pencereler,garaj kapıları ve aksesuarları sunmaktadır; ve çatı sistemlerinin yanı sıra sert PVC geri dönüşüm faaliyetlerinde bulunmaktadır. Şirket 1896 yılında kurulmuş olup merkezi Romanya'nın Bistrita şehrinde bulunmaktadır.
Zhejiang Three Stars New Materials Co., Ltd.	Zhejiang Three Stars New Materials Co., Ltd. Çin'de cam kapılar üretmekte ve satmaktadır. Şirket içi boş cam kapıları, PVC profilleri, tek panel cam kapıları ve enjeksiyon kalıplama cam kapıları ve kaplama camı, temperli ve dokunmatik ekranlı cam ürünleri sunmaktadır. Ayrıca dondurma dolapları sağlar. Şirket ürünlerini soğutma üreticilerine tedarik etmektedir. Ayrıca ürünlerini Amerika Birleşik Devletleri, Brezilya, Avustralya ve Orta Doğu ve Güneydoğu Asya bölgelerine ihraç etmektedir. Zhejiang Three Stars New Materials Co., Ltd.1999 yılında kurulmuştur ve Deqing, Çin merkezlidir.
Chin Hin Group Berhad	Chin Hin Group Berhad yapı malzemeleri ve hizmetleri sunmaktadır. Şirket çimento, beton, çatı ve çelik ürünleri; tuğla ve döşeme; terbiye ve iç ürünler; tavan ve oluklu levhalar; ahşap ürünler; fayans; montaj ve depolama ürünleri ticareti yapmaktadır. Aynı zamanda hazır, hızlı sertleşen, mimari ve dekoratif ve kaldırım beton ürünlerinin dağıtımını yapmaktadır. Şirket; bloklar, paneller,yapıştırıcılar, kaplama tabanları ve kaplamalar üreten şirket, yangına dayanıklı kapı setleri, ahşap dekoratif kapı ve pencereler, ahşap, PVC ve metal kapı ve çerçeveler sunmaktadır. Şirket 1974 yılında kurulmuş olup merkezi Kuala Lumpur, Malezya'da bulunmaktadır.
Century Plyboards (India) Limited	Century Plyboards (India) Limited, Hindistan'da kontrplak, laminat, dekoratif kaplama, orta yoğunluklu fiber levhalar, önceden lamine edilmiş levhalar, yonga levhalar ve gömme kapılar üretmekte ve satmaktadır. Şirket Kontrplak, Yonga Levha, CFS Hizmetleri ve Diğer segmentler aracılığıyla faaliyet göstermektedir. Kontrplak, blok tahta, kaplama ve kereste; dekoratif laminatlar sunmaktadır. Şirket ayrıca konteyner yük istasyonları hizmetleri vermekte; kimyasallar ve panel ürünleri ticareti yapmaktadır.Önceden tasarlanmış kapılar, fiber çimento levhalar ve PVC levhalar sunmaktadır. Ayrıca ürünlerini ihraç etmektedir. Century Plyboards (India) Limited şirketi 1982 yılında kurulmuştur ve merkezi Kalküta, Hindistan'da bulunmaktadır.
Sanco Industries Limited	Sanco Industries Limited, iştirakleri ile birlikte Hindistan'da ve uluslararası alanda PVC reçineleri ve bileşikleri, PVC boru ve profiller, tel ve kablolar ve LED ışıklar ve paneller üretmekte ve ticareti yapmaktadır. PVC boruları, kalsiyum karbonat, PVC yalıtım bantları ve bakır tel çubuklar sunmaktadır. Şirket ayrıca PVC hammadde ve metal ürünlerinin ticaretinde de yer almaktadır. Sanco Industries Limited 1986 yılında kurulmuştur ve Yeni Delhi, Hindistan merkezlidir.
Shandong Ruifeng Chemical Co., Ltd.	Shandong Ruifeng Chemical Co., Ltd Çin'de PVC katkı maddelerini araştırıp geliştirip üretip ve satmaktadır. Şirketin başlıca ürünleri arasında akrilik değiştiriciler, akrilik işleme ürünleri, PVC yağlayıcılar, PVC yağlama işleme ürünleri bulunmaktadır. Ürünleri PVC pencere ve kapı profilleri, borular, boru ek parçaları, levhalar, köpük borular, köpük levhalar, ahşap-plastik kompozit filmler vb. gibi dayanıklı ürünlerde kullanılmaktadır. Şirket ayrıca ürünlerini Asya,

Şirket İsmi	Açıklama
	Avrupa, Amerika Birleşik Devletleri ve diğer bölgelerin geri kalanına ihraç etmektedir. Shandong Ruifeng Chemical Co., Ltd 1994 yılında kurulmuştur ve Zibo, Çin merkezlidir.
Allegion plc	Allegion plc, dünya çapında mekanik ve elektronik güvenlik ürünleri ve çözümleri üretmekte ve satmaktadır. Şirketin ürünleri arasında kapı hidrolikleri, kontrolleri ve çıkış aygıtları; kilitlet, taşınabilir kilit ve anahtar sistemleri ve hizmetleri, elektronik güvenlik ürünleri ve katılım ve işgücü verimlilik sistemleri, kapı ve kapı sistemleri ve diğer aksesuarlar bulunmaktadır. Şirket, ürünlerini ve çözümlerini özel dağıtım, e-ticaret ve toptancılar gibi dağıtım ve perakende kanallarının yanı sıra e-ticaret platformları ve küçük özel showroom satış noktalarından oluşan çeşitli perakende kanalları aracılığıyla satmaktadır. Allegion plc 2013 yılında kurulmuştur ve merkezi Dublin, İrlanda'da bulunmaktadır.
Apogee Enterprises, Inc.	Apogee Enterprises, Inc. Amerika Birleşik Devletleri, Kanada ve Brezilya'da cam ve metal ürünleri ve hizmetleri tasarlayıp geliştirmektedir. Şirket, ticari, kurumsal ve çok aileli konut binalarının dış kaplaması da dahil olmak üzere özelleştirilmiş pencere ve duvar sistemlerinde kullanılan kaplamalı ve yüksek performanslı cam üretmektedir. Şirket, çerçeveleme ve teşhir uygulamaları için katma değerli cam ve akrilik ürünler üretmektedir. Şirketin ürün ve hizmetleri öncelikle ofis binaları, oteller ve perakende satış merkezleri gibi yerlerde kullanılmaktadır. Şirket 1949 yılında kurulmuştur ve merkezi Minneapolis, Minnesota'da bulunmaktadır.

Kaynak: Şirketlerin web siteleri ve Capital IQ veri tabanı

Şekil 24 Seçilen Yurtdışı Benzer Şirket Verileri

Şirket	Piyasa Değeri (mn EUR)	İşletme Değeri (mn EUR)	FVÖK (mn EUR)	FAVÖK (mn EUR)	Net Satışlar (mn EUR)	Net Kar (mn EUR)
Cornerstone Building Brands, Inc.	2.950	5.807	317	574	4.909	585
JELD-WEN Holding, Inc.	1.789	3.234	238	356	4.196	148
PGT Innovations, Inc.	1.035	1.666	90	132	1.021	29
Deceuninck NV	352	420	51	83	838	34
Inwido AB (publ)	744	845	87	104	751	69
Eurocell plc	282	365	34	45	409	25
Klii Industries Ltd	180	156	16	20	117	14
Richelieu Hardware Ltd.	1.527	1.638	137	150	998	98
Arbonia AG	1.140	1.048	195	250	1.150	134
Quanex Building Products Corporation	626	719	72	109	927	49
Bawan Company	550	735	43	59	756	40
Aluko Co., Ltd.	246	571	10	44	373	3
Epwin Group PLC	150	253	21	42	392	15

Şirket	Piyasa Değeri (mn EUR)	İşletme Değeri (mn EUR)	FVÖK (mn EUR)	FAVÖK (mn EUR)	Net Satışlar (mn EUR)	Net Kar (mn EUR)
Dong A Plastic Group Joint Stock Company	22	57	3	5	75	0
Safestyle UK plc	65	64	51	54	171	6
JOONGANG DNM Co.,Ltd	25	16	(3)	(2)	10	(13)
Teraplast S.A.	337	365	16	19	124	47
Zhejiang Three Stars New Materials Co., Ltd.	287	277	13	16	114	14
Chin Hin Group Berhad	750	928	4	11	243	6
Century Plyboards (India) Limited	1.750	1.753	67	74	248	22
Sanco Industries Limited	2	9	0	0	0	0
Shandong Ruifeng Chemical Co., Ltd.	306	372	21	27	257	13
Allegion plc	9.946	11.126	476	539	2.521	425
Apogee Enterprises, Inc.	965	1.133	56	99	1.017	13

### Çarpan Analizi

İD/FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (halka açık şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu için seçilmiştir. Çarpanlar hesaplanırken şirketlerin 28.04.2022 piyasa kapanışı işletme ve piyasa değerleri ile 31 Aralık 2021 itibarıyla son 12 ay finansal verileri kullanılmıştır. Bu yaklaşımın kullanım amacı European Endüstri'nin en güncel bağımsız denetim raporu olan 31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla değerlemenin yapılarak Şirket'in en güncel piyasa değerine ulaşılmasıdır.

Şekil 25 Seçilen Yurtiçi Benzer Şirket İD/FAVÖK Çarpanı

Şirket	Piyasa Değeri (mn EUR)	İşletme Değeri (mn EUR)	FAVÖK (mn EUR)	İD/FAVÖK
Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş.	43	49	18	2,7
Ege Profil Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi	149	137	45	3,0
Formet Çelik Kapı Sanayi ve Ticaret A.Ş.	24	23	2	10,5

Şirket	Piyasa Değeri (mn EUR)	İşletme Değeri (mn EUR)	FAVÖK (mn EUR)	İD/FAVÖK
Işık Plastik Sanayi ve Dış Ticaret Pazarlama Anonim Şirketi	61	66	8	8,3
Temapol Polimer Plastik ve İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş.	15	18	3	6,0
Türkiye Şişe Ve Cam Fabrikaları A.Ş.	3.493	4.239	723	5,9
Egeplast Ege Plastik Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi	35	34	5	7,4
Sekuro Plastik Ambalaj Sanayi A.Ş.	44	24	5	4,7
<b>Ortalama</b>				<b>7,62</b>

Çarpan değeri belirlenirken, medyan yerine ortalama değer alınmasının sebebi; benzer şirket sayısının normal dağılım için gerekli olan 30 gözlem sayısından az olması ve ortalamaya uç değer olarak kabul edilen şirketlerin dahil edilmemesidir. Benzer yurtiçi çarpanlar arasında İD/FAVÖK değeri 5'ten aşağı ve 20'den yukarı benzer şirketler uç değer olarak kabul edilmiş ve ortalamaya alınmamıştır.

Yurt içi seçilen benzer şirketlere ilişkin yukarıda verilen analiz yurt dışı seçilen benzer şirketler için de yapılmıştır.

Şekil 26 Seçilen Yurtdışı Benzer Şirket İD/FAVÖK Çarpanı

Şirket	Piyasa Değeri (mn EUR)	İşletme Değeri (mn EUR)	FAVÖK (mn EUR)	İD/FAVÖK
Cornerstone Building Brands, Inc.	2.950	5.807	574	10,1
JELD-WEN Holding, Inc.	1.789	3.234	356	9,1
PGT Innovations, Inc.	1.035	1.666	132	12,6
Deceuninck NV	352	420	83	5,1
Inwido AB (publ)	744	845	104	8,1
Eurocell plc	282	365	45	8,2
Klil Industries Ltd	180	156	20	8,0
Richelieu Hardware Ltd.	1.527	1.638	150	11,0
Arbonia AG	1.140	1.048	250	4,2
Quanex Building Products Corporation	626	719	109	6,6
Bawan Company	550	735	59	12,4
Aluko Co., Ltd.	246	571	44	13,0
Epwin Group Plc	150	253	42	6,0
Dong A Plastic Group Joint Stock Company	22	57	5	10,9
Safestyle UK plc	65	64	54	1,2

Şirket	Piyasa Değeri (mn EUR)	İşletme Değeri (mn EUR)	FAVÖK (mn EUR)	İD/FAVÖK
JOONGANG-DNM Co.,Ltd	25	16	(2)	(6,8)
Teraplast S.A.	337	365	19	18,9
Zhejiang Three Stars New Materials Co., Ltd.	287	277	16	17,5
Chin Hin Group Berhad	750	928	44	80,8
Century Plyboards (India) Limited	1.750	1.753	74	23,6
Sanco Industries Limited	2	9	0	0,0
Shandong Ruifeng Chemical Co., Ltd.	306	372	27	13,8
Allegion ple	9.946	11.126	539	20,6
Apogee Enterprises, Inc.	965	1.133	99	11,5
<b>Ortalama</b>				<b>10,76</b>

Benzer yurtdışı çarpanlar arasında İD/FAVÖK değeri 5'ten aşağı ve 20'den yukarı olan benzer şirketler uç değer olarak kabul edilmiş ve ortalamaya alınmamıştır.

#### Çarpan Analizi Sonucunda Bulunan Değer

Europen Endüstri'nin piyasa değerinin tespit edilebilmesi için Türkiye'de faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan İD/FAVÖK çarpanı analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir.

Sekil 27 Seçilen Yurt İçi Benzer Şirket Çarpan Sonuçları

İD/FAVÖK Çarpanı	(EUR)
31.12.2021 Gerçekleşen Europen Endüstri FAVÖK	16.150.753
Çarpan (x)	7,62
<b>İşletme Değeri</b>	<b>123.097.093</b>
Net Borç	6.578.204
<b>İskonto Öncesi Piyasa Değeri</b>	<b>116.518.889</b>

Europen Endüstri'nin piyasa değerinin tespit edilebilmesi için yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan çarpan analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir.

Sekil 28 Seçilen Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpan Sonuçları

İD/FAVÖK Çarpanı	(EUR)
31.12.2021 Gerçekleşen Europen Endüstri FAVÖK	16.150.753
Çarpan (x)	10,76
<b>İşletme Değeri</b>	<b>173.716.316</b>
Net Borç	6.578.204
<b>İskonto Öncesi Piyasa Değeri</b>	<b>167.138.112</b>

Çarpan hesaplamalarında kullanılan EUR bazlı FAVÖK hesaplaması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Şirket'in 31.12.2021 tarihinde sona eren yıla ait bağımsız denetimden geçmiş mali tabloları kullanılarak hesaplanan FAVÖK rakamından Şirket'in diğer faaliyetlerinden gelir ve gider tutarları çıkartılarak düzeltilmiş FAVÖK hesaplanmaktadır. Bunun sebebi diğer faaliyet gelir ve giderlerinin ağırlıklı olarak ticari faaliyetlere ilişkin kur farkı gelir ve giderlerinden oluşması ve bunların FAVÖK'ün TL'den EUR'ya çevrilmesinde dikkate alınmamasıdır. Düzeltilmiş TL bazlı FAVÖK, daha sonrasında TCMB tarafından açıklanan 2021 yılı EUR/TL kurlarının ortalaması ile EUR'ya çevrilmiştir.

Sekil 29 Düzeltilmiş FAVÖK EUR Hesaplaması

FAVÖK EUR Hesaplaması	31.12.2021
FAVÖK (TL)	188.446.979
(-) Diğer Faaliyetlerden Gelirler	(70.161.554)
(+) Diğer Faaliyetlerden Giderler	50.791.186
Düzeltilmiş FAVÖK (TL)	169.076.611
Ortalama Kur EUR/TL	10,4687
Düzeltilmiş FAVÖK (EUR)	16.150.753

### Net Finansal Borç Pozisyonu

Şirket'in 31 Aralık 2021 itibarıyla toplam 10.261.327 EUR finansal yükümlülüğü bulunmaktadır. Öte yandan, aynı tarih itibarıyla Şirket 3.683.123 EUR nakit ve nakit benzerine sahiptir. Şirket'in net finansal borç pozisyonunu gösteren tablo aşağıda sunulmuştur.

Sekil 30 Net Finansal Borç (31 Aralık 2021 itibarıyla)

EUR	31.12.2021
Banka Kredileri	10.261.327
Nakit ve Nakit Benzerleri (-)	(3.683.123)
Net Finansal Borç (Nakit)	6.578.204

### B) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

Şirket'in mali tabloları SPK Finansal Raporlama Standartları'na göre TL cinsinden sunulsa da Şirket'in İNA değerlemesinde kullanılan değerlendirme para birimi EUR'dur. Bunun temel sebebi Şirket'in 2021 yıl sonu itibarıyla satışını gerçekleştirdiği PVC Profillerin %50,3'ünü, kapı ve pencerelerin %100'ünü ve cam grubu ürünlerinin %59,2'sini ihraç etmesi ve toplam satışlarının %86'sının EUR ve EUR'ya endeksli olması, ayrıca hammadde maliyetlerinin ise %56'sının dövize endeksli olmasıdır. Raporun tamamındaki tutarların TL'den EUR'ya dönüştürmek için kullanılan döviz kurları ve diğer makroekonomik veriler yıllar bazında aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. 2022, 2023 ve 2026 yılı enflasyon tahminleri için, Nisan 2022'de yayınlanan TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi baz alınmıştır. Enflasyonun 2023'ten 2026 yılına kadar aynı oranda azalacağı öngörülmüştür. Bunun yanında, 2022 ile 2026 yılları arası EUR enflasyon rakamları IMF Datamapper internet sitesinden alınmıştır. EUR / TL yıl sonu kurları ise EUR enflasyon ve TL enflasyon öngörülerini doğrultusunda projekte edilmiştir.



%5 oranında büyüyeceği varsayılmıştır. Cam grubunda, 2020 ve 2021 yıllarında gerçekleştirilmiş olan yatırımların yardımıyla, satış hacimlerinde büyümeler öngörülmektedir. 2021 yılında, bir önceki seneye kıyasla satış hacimleri; buzdolabı camında %91,3, mobilya camında %51,1, ve fırın camında %42,1 artmıştır. Ayna satış hacminde ise, 2021 yılında bir önceki yıla kıyasla %1,4 büyüme yaşanmasına rağmen, 2022 yılının ilk çeyreğinde 2021 yılının aynı çeyreğine kıyasla %141'lik bir büyüme gerçekleşmiştir. Buna ek olarak, Şirket 2023 ile 2026 yılları arasında, Cam grubunda kapasite artışları yapmayı ve yeni bir ayna üretim tesisi kurmayı planlamaktadır. Son olarak, Şirket son yıllarda üretmiş olduğu PVC Profili kendi iç tüketiminde kullanarak daha katma değerli ürünlerin üretiminde kullandığı için, PVC Profil satış hacminde azalmalar gözlemlenmiştir. PVC Profil satışlarının Şirket'in tüm satışları içerisindeki payı 2021 yılı içerisinde %7,5 olarak gerçekleşmiş olup projeksiyon dönemi boyunca bu oranın yaklaşık olarak korunacağı varsayılmıştır.

Şirket, enerji ve hammadde fiyat artışlarını cam grubu ürünlerde birkaç hafta içerisinde, PVC Profil ürünlerinde 1 ay içerisinde, kapı ve pencere satışlarında ise 2 ay içerisinde satış fiyatlarına yansıtmaktadır. 2021 yılından başlayarak PVC hammaddesindeki ve cam fiyatlarındaki maliyet artışlarından dolayı Şirket'in ürünlerinde de fiyat artışları gerçekleşmiştir. 2022 yılı öngörülerinde Şirket'in beklentileri ve 2022 yılının ilk üç ayındaki gerçekleştirmeler göz önünde bulundurularak; bu fiyat artışlarının etkileri yansıtılmış olup, takip eden yıllardaki fiyat artışlarının EUR enflasyon kadar gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Maliyet tarafında ise Şirket'in en önemli gideri ilk madde ve malzeme olup 2021 yılında toplam üretilen ürün maliyetindeki oranı %76'dır. İlk madde ve malzeme giderini %14 ile genel üretim giderleri, %9 ile direkt işçilik giderleri ve %1 ile amortisman giderleri takip etmektedir. Şirket'in 2021 yılındaki her bir ürün grubunda brüt kar marjlarında iyileşmeler gerçekleşmiştir. Bunun temel sebebi Şirket'in geçmiş 2021 yılı ve öncesinde yapmış olduğu yatırımlar ve kapasite artışları sayesinde yakalamış olduğu operasyonel verimlilik artışlarıdır. 2020 yılı başına kadar buzdolabı, fırın camları ve mobilya camları aynı tesiste üretilmekteyken, 2020 yılında mobilya camları ayrı fabrikada, 2021 yılında ise tamamen yeni teknoloji makinelerle kurulmuş olan pişirici grubu camları ayrı fabrikada üretilmeye başlanmıştır. Bu sayede 3 farklı cam grubu ürünü 3 farklı fabrikada üretilmeye başlanmış ve Şirket cam grubu ürünlerinde 2020 yılında başlayan verimlilik projeleri kapsamında maliyetin içerisinde önemli paya sahip olan fire oranları ortalama %15'ten %10 seviyesine indirmiştir. Ayrıca, Şirket'in cam grubu satışları 2021 yılında miktar bazında %61,8 artmıştır. Kapasite kullanım oranlarının artması ile üretim içerisinde sabit genel giderlerin payını düşürmüştür. Son olarak, profil üretiminde 2020 Aralık ayında geri dönüşüm tesisi kurarak fire ürünleri geri dönüşüme tabi tutarak üretim maliyetlerini düşürmüştür. PVC Profil üretim maliyetlerinde düşüş, Şirket'in kapı ve pencere üretim maliyetlerini de düşürmüştür. Kapı ve pencere satış adetleri 2021 yılında 2020 yılına göre %34,7 oranında artmıştır. Bu sayede birim adet başına düşen sabit giderler de azalmıştır. Ayrıca, EUR/TRY kurundaki artışlardan dolayı da Şirket'in TL bazlı direkt işçilik giderleri gibi üretim giderleri de EUR bazlı projeksiyonlarda Şirket'in brüt karını olumlu etkilemiştir. Her bir ürün çeşidi için birim maliyetler öngörülürken, projeksiyon dönemleri için tüm bu faktörlerin etkisi dikkate alınmış olup Şirket'in hammadde fiyatlarındaki olası artışları müşterilerine yansıtabilme kabiliyetinden dolayı kar marjlarının sabit kalacağı varsayılmıştır.



Sekil 33 Ürün Grupları Satış ve Satılan Malın Maliyeti Kırılımı ve Projeksiyonları

Ürün Grupları (EUR)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Kapı ve Pencere</b>								
Satış Hacmi (adet)	332.848	448.102	603.952	639.835	680.355	727.164	767.786	806.176
Satış Tutarı	26.076.599	34.602.824	45.009.757	62.050.628	68.309.867	75.548.466	81.612.964	87.236.097
Satılan Malın Maliyeti	21.941.001	29.078.941	35.889.768	49.373.808	54.105.898	59.469.246	64.121.640	68.539.621
<b>Brüt Kar %</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>
<b>Cam Grubu</b>								
Satış Hacmi (metrekare)	3.676.519	3.983.112	6.448.749	7.394.426	8.046.825	9.099.732	10.299.503	11.203.033
Satış Tutarı	30.630.710	30.268.246	43.882.529	59.601.905	66.226.484	76.444.301	88.327.292	98.061.346
Satılan Malın Maliyeti	27.478.473	26.928.998	35.225.369	47.719.546	52.992.753	61.061.998	70.435.156	78.079.410
<b>Brüt Kar %</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>
<b>PVC Profil</b>								
Satış Hacmi (ton)	8.039	6.603	4.363	4.407	4.583	4.812	5.053	5.305
Satış Tutarı	11.548.873	8.301.872	7.600.927	10.739.987	11.426.486	12.213.771	13.055.300	13.954.810
Satılan Malın Maliyeti	10.468.077	7.310.901	6.313.742	8.956.747	9.529.262	10.185.828	10.887.632	11.637.789
<b>Brüt Kar %</b>	<b>9%</b>	<b>12%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>
<b>Toplam</b>								
Satış Tutarı	68.256.182	73.172.942	96.493.213	132.392.519	145.962.837	164.206.538	182.995.556	199.252.253
Satılan Malın Maliyeti	59.887.551	63.318.839	77.428.879	106.050.101	116.627.914	130.717.072	145.444.427	158.256.821
<b>Brüt Kar %</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>

Şirket'in toplam kapı ve pencere, profil ve cam grubu satışlarının yanında diğer gelirleri bulunmaktadır. Diğer gelirler temel olarak aksesuar ve blister satışları, hurda satışları, asgari ücret ve SGK teşviklerinden oluşmakta olup toplam net satışlar içerisindeki payı 2021 yılında sadece %3'tür. Projeksiyon dönemi boyunca aksesuar ve blister satışları EUR enflasyon kadar artırılarak, hurda satışları geçmiş yıllardaki hurda satışlarının toplam satışlara oranının ortalaması kullanılarak ve asgari ücret ve SGK teşvikleri ise personel giderlerindeki değişim kullanılarak teşviklerin kullanılabileceği yıllar için öngörülmüştür.

Sekil 34 Net Satışlar ve Diğer Gelirler Projeksiyonu

Toplam Net Satışlar (EUR)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Toplam Kapı/Pencere, Profil	37.625.472	42.904.696	52.610.684	72.790.614	79.736.353	87.762.237	94.668.264	101.190.907
Toplam Cam Grubu	30.630.710	30.268.246	43.882.529	59.601.905	66.226.484	76.444.301	88.327.292	98.061.346
Diğer Gelirler	1.671.043	3.296.878	3.574.475	2.637.203	2.731.505	2.877.219	2.369.388	2.509.619
<b>Toplam Net Satış Tutarı</b>	<b>69.927.226</b>	<b>76.469.820</b>	<b>100.067.689</b>	<b>135.029.722</b>	<b>148.694.342</b>	<b>167.083.757</b>	<b>185.364.944</b>	<b>201.761.872</b>

Şirket'in faaliyet giderleri aşağıdaki tabloda görüldüğü üzere pazarlama, satış ve dağıtım giderleri ile genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır. Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri satış, prim, reklamasyon ve komisyon giderleri, personel giderleri, nakliye ve kargo giderleri ve diğer giderlerden meydana gelmektedir. Satış, prim ve komisyon giderleri, hazır kapı-pencere ürünleri için Avrupa'daki yapı marketlere ödenmektedir, "Rebate" olarak isimlendirilen bu uygulama yapı market pazarında genel kabul görmüştür ve her sene kontratlarda düzenlenmektedir. Satış, prim ve dağıtım giderlerinin yanında, Şirket'in reklamasyon giderleri de temel olarak kapı ve pencere satışları ile ilgilidir. Bu iki giderin de kapı ve pencere satışları ile ilişkili olmasından dolayı; satış, prim, reklamasyon ve komisyon

giderlerinin son üç yılda kapı ve pencere satışlarına oranının ortalaması bulunarak projeksiyon döneminde bu oranın sabit kalacağı varsayılmıştır. Personel giderleri ise toplam ücret TL bazında aylık maaş beklentisinin enflasyon oranında büyütülmesiyle, 2021 yılında 106 olan çalışan sayısının Şirket'in öngörüsüyle her yıl 12 kişi artacağı ve çalışma saatlerinin de aynı şekilde 12 ay olarak olması öngörüsüyle hesaplanmış ve ardından EUR'ya çevrilmiştir. Nakliye ve kargo giderleri tahmini için geçmişe dönük gerçekleşen yıllarda TL bazında her bir satılan ürün miktarına ait nakliye ve kargo gideri tutarı hesaplanmıştır. Bu tutar ise TL enflasyon beklentisiyle büyütülerek projeksiyon dönemi boyunca tüm varsayımlar tahmin edilerek ilgili yıla ait EUR döviz kuru tahmini ile çevrilmiştir.

Şirket'in genel yönetim giderleri ise personel giderleri, amortisman giderleri, ve diğer hesap kalemlerinden oluşmaktadır. Genel yönetim giderlerinin %48'ini personel giderleri oluşturmaktadır. Personel giderleri, toplam ücret TL bazında aylık maaş beklentisinin enflasyon oranında büyütülmesiyle, 2021 yılındaki çalışan sayılarının Şirket'in öngörüsü doğrultusunda artacağı ve çalışma saatlerinin de aynı şekilde 12 ay olarak olması öngörüsüyle hesaplanmış ve ardından EUR'ya çevrilmiştir. Diğer giderler, TL enflasyon beklentisiyle büyütülerek projeksiyon dönemi boyunca ilgili yıla ait EUR döviz kuru tahmini ile çevrilmiştir.

Sekil 35 Faaliyet Giderleri Kırılımı ve Projeksiyonları

Faaliyet Giderleri (EUR)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Genel Yönetim Giderleri	2.379.207	2.538.191	2.485.393	2.358.016	2.408.886	2.474.551	2.600.556	2.699.577
Pazarlama ve Satış Giderleri	1.458.414	2.305.170	2.876.760	4.281.975	4.722.274	5.265.717	5.847.344	6.396.553
Faaliyet Giderleri Toplamı	3.837.621	4.843.360	5.362.153	6.639.991	7.131.160	7.740.268	8.447.900	9.096.131

Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca marj gelişimleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Sekil 36 Marjlar ve Projeksiyonlar

EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Net Satışlar	69.927.226	76.469.820	100.067.689	135.029.722	148.694.342	167.083.757	185.364.944	201.761.872
Brüt Kar	7.686.831	8.969.904	20.151.015	27.115.040	30.278.381	34.466.492	37.923.794	41.530.742
Brüt Kar Marjı	11,0%	11,7%	20,1%	20,1%	20,4%	20,6%	20,5%	20,6%
Faaliyet Karı	3.849.210	4.126.543	14.788.862	20.475.049	23.147.222	26.726.224	29.475.894	32.434.612
Faaliyet Kar Marjı	5,5%	5,4%	14,8%	15,2%	15,6%	16,0%	15,9%	16,1%
FAVÖK	4.959.984	5.314.529	16.150.753	21.626.562	24.153.742	27.803.019	30.617.663	33.527.265
FAVÖK Marjı	7,1%	6,9%	16,1%	16,0%	16,2%	16,6%	16,5%	16,6%

## 2- Net İşletme Sermayesi

İşletme sermayesi modellenirken, işletme sermayesine dahil edilen kalemler için Şirket'in 2018-2021 yılları arasındaki gün sayıları hesaplanmıştır. Bu yıllar için ortalama gün sayıları kullanılarak projeksiyon dönemi boyunca işletme sermayesi kalemlerinin tutarları hesaplanarak, Şirket'in işletme sermayesi bulunmuştur. Şirket'in net işletme sermayesinin net satışlara oranı 2019, 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla %11,9, %14,7 ve %12,7 olarak gerçekleşmiştir. Projeksiyon dönemi boyunca Şirket'in bu marjı %12,7-%12,8 seviyesinde tutması beklenmektedir.

Sekil 37 Net İşletme Sermayesi Değişimi ve Projeksiyonları

EUR	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Net Satışlar	100.067.689	135.029.722	148.694.342	167.083.757	185.364.944	201.761.872
Net İşletme Sermayesi	12.668.590	17.135.070	18.930.344	21.348.542	23.679.733	25.809.778
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	12,7%	12,7%	12,7%	12,8%	12,8%	12,8%
Net İşletme Sermayesi Değişim	1.365.534	4.466.474	1.795.274	2.418.198	2.331.191	2.130.045



### Risksiz Getiri Oranı

2022 yılı risksiz getiri oranı olarak itfa tarihi 15.01.2031 olan Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un (US900123DA57) 28 Nisan 2022 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %8,50 dikkate alınmış ve bu oran EUR enflasyon ile USD enflasyon arasındaki fark için düzeltilerek %8,31 olarak hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranının %8,31 olarak sabit kalacağı varsayılmıştır.

### Beta

Şirket'in güncel borç/öz kaynaklar oranı olan %32,2'nin projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır. Çarpan analizi için seçilen yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin Capital IQ veri tabanından elde edilen 5 yıllık kaldıraçsız betaları incelenmiş ve kaldıraçsız betanın, kaldıraçsız betası 0,2-1,5 arasında olan benzer şirketlerin betalarının ortalaması olacağı varsayılmıştır.

Sekil 39 Benzer Şirketler ve Kaldıraçsız Betaları

Şirket	Beta
Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş.	0,94
Ege Profil Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi	1,07
Formet Çelik Kapı Sanayi ve Ticaret A.Ş.	0,96
İçelik Plastik Sanayi ve Dış Ticaret Pazarlama Anonim Şirketi	0,00
Temapol Polimer Plastik ve İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş.	0,29
Türkiye Şişe Ve Cam Fabrikaları A.Ş.	0,64
Egeplast Ege Plastik Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi	1,29
Sekuro Plastik Ambalaj Sanayi A.Ş.	0,94
Cornerstone Building Brands, Inc.	0,92
JELD-WEN Holding, Inc.	1,33
PGT Innovations, Inc.	0,83
Deceuninck NV	0,98
Inwido AB (publ)	0,99
Eurocell plc	0,55
Klil Industries Ltd	0,64
Richelieu Hardware Ltd.	0,86
Arbonia AG	1,31
Quanex Building Products Corporation	1,33
Bawan Company	0,70
Aluko Co., Ltd.	0,86
Epwin Group PLC	0,99
Dong A Plastic Group Joint Stock Company	-0,09
Safestyle UK plc	1,52
JOONGANG DNM Co.,Ltd	0,49
Teroplast S.A.	0,36
Zhejiang Three Stars New Materials Co., Ltd.	0,23
Chin Hin Group Berhad	0,36
Century Plyboards (India) Limited	0,62
Sanco Industries Limited	0,35
Shandong Ruifeng Chemical Co., Ltd.	0,72
Allegion plc	0,60
Apogee Enterprises, Inc.	0,99
<b>Ortalama</b>	<b>0,80</b>

### Risk Primi

Projeksiyon dönemi boyunca hisse senedi risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur.

### Borçlanma Maliyeti

Vergi öncesi borçlanma maliyeti, risksiz getiri oranı olan %8,31'e %1 prim eklenmesi yoluyla %9,31 olarak hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca %9,31 olarak sabit kalacağı varsayılmıştır.

### Vergi Oranı

Vergi oranının, 5520 sayılı Kanuna 7316 sayılı Kanununun 11' inci maddesiyle eklenen geçici 13 üncü madde hükmü uyarınca 2022 yılı için %23, kalan yıllar için %20 olacağı beklenmektedir. Buna ek olarak, Şirket'in halka arz sonrası halka açıklık oranı %20'nin üzerinde olacağından, halka arz döneminden başlayarak beş hesap dönemi boyunca, Şirket kurumlar vergisi oranından %2 puan indirimden faydalanacaktır.

Projeksiyon dönemi sonrasında nihai değer hesabı için kullanılan vergi oranı %20'dir.

### AOSM

Sekil 40 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

	2022	2023	2024	2025	2026	Terminal
Risksiz Getiri Oranı	8,31%	8,31%	8,31%	8,31%	8,31%	8,31%
Hisse Senedi Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Borç/(Borç+Özkaynaklar)	24%	24%	24%	24%	24%	24%
Kaldıraçlı beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Efektif Vergi Oranı	21%	18%	18%	18%	18%	20%
Sermaye Maliyeti	13,82%	13,82%	13,82%	13,82%	13,82%	13,82%
Borç Maliyeti (Vergi Öncesi)	9,31%	9,31%	9,31%	9,31%	9,31%	9,31%
Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)	7,36%	7,64%	7,64%	7,64%	7,64%	7,45%
AOSM	12,25%	12,32%	12,32%	12,32%	12,32%	12,27%

### İNA Sonucunda Bulunan Değer

Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Genel olarak:

- Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişiklik yaşanmayacağı
- Karşılaşılabilecek olası risklerin Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği

varsayılmıştır.

İNA yöntemi Şirket'in öngörülere baz alınarak, birçok varsayımsal parametreye bağlı olarak yapıldığından, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyon ve varsayımların farklılaşması halinde özsermaye değeri ve pay başına değer değişebilir.

Aşağıdaki tabloda firmanın serbest nakit akımları projekte edilmektedir. Nihai dönem büyüme oranı için %1,5 varsayılmış ve nihai değer hesaplamasında 2026 serbest nakit akımı kullanılmıştır.

İNA yöntemi uygulanırken Şirket'in nakit akımlarının yıl ortalarında oluştuğu varsayılmıştır.

Sekil 41 Serbest Nakit Akımları Projeksiyonu

EUR	2022	2023	2024	2025	2026
Net Satışlar	135.029.722	148.694.342	167.083.757	185.364.944	201.761.872
<i>Yıllık Büyüme</i>		<b>10%</b>	<b>12%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>
FVÖK	20.475.049	23.147.222	26.726.224	29.475.894	32.434.612
<i>FVÖK Marjı</i>		<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>
Vergi Oranı	21,00%	18,00%	18,00%	18,00%	18,00%
Net Faaliyet Karı Eksi Düzeltilmiş Vergi	16.175.289	18.980.722	21.915.503	24.170.233	26.596.382
Amortisman	1.151.513	1.006.520	1.076.795	1.141.769	1.092.654
Yatırım Harcamaları	(1.400.000)	(2.800.000)	(7.450.000)	(2.550.000)	(1.000.000)
NIS Değişimi	(4.466.474)	(1.795.274)	(2.418.198)	(2.331.191)	(2.130.045)
<b>Serbest Nakit Akımı (SNA)</b>	<b>11.460.328</b>	<b>15.391.968</b>	<b>13.124.101</b>	<b>20.430.811</b>	<b>24.558.990</b>
İndirgeme Oranı (AOSM)	12,25%	12,32%	12,32%	12,32%	12,32%
İndirgeme Faktörü	0,94	0,84	0,75	0,67	0,59
<b>İndirgenmiş SNA Değerleri</b>	<b>10.817.038</b>	<b>12.934.959</b>	<b>9.819.742</b>	<b>13.610.551</b>	<b>14.566.668</b>

Sekil 42 İndirgenmiş Nakit Akımı Şirket Değeri

<b>Projeksiyon Dönemi Değeri</b>	61.748.958
<b>Nihai Değer</b>	137.276.573
<b>İNA Şirket Değeri</b>	<b>199.025.530</b>

Nihai değer hesaplanırken (2026 Yılı Serbest Nakit Akımı x (1+1,5%) / (12,27% -1,5%)) x 0,59 formülü kullanılmıştır ve aşağıdaki tabloda nihai değer hesaplaması gösterilmiştir.

Sekil 43 Nihai Değer Hesaplaması

Nihai Değer	EUR
2026 Yılı Serbest Nakit Akımı	24.558.990
Sonsuz Büyüme Oranı	1,5%
2026 Serbest Nakit Akımı x (1+1,5%)	24.927.375
<b>Baz Yılı Nihai Değeri</b>	<b>231.444.418</b>
İskonto Faktörü	0,59
<b>Nihai Değer Bugünkü Değeri</b>	<b>137.276.573</b>

Projeksiyon dönemi boyunca AOSM ile indirgenmiş nakit akımları üzerinden Şirket'in 31.12.2021 tarihindeki işletme değeri bulunmuş ve işletme değerinden net finansal borç tutarı çıkartılarak firmanın 31.12.2021 tarihindeki özsermaye değeri 192.447.327 EUR olarak hesaplanmıştır. 31.12.2021 tarihli özsermaye değerinin, fiyat tespit raporu ve aynı zamanda da değerlendirme tarihi olan 29.04.2022 tarihindeki karşılığı, 2021 yılı Özkaynak maliyeti kullanılarak hesaplanmıştır. 29.04.2022 tarihindeki Şirket özsermaye değeri **200.743.131 EUR**'dur.

Sekil 44 Değerleme Tarihi Özsermaye Değeri

<b>İNA Şirket Değeri</b>	<b>199.025.530</b>
Net Finansal Borç Tutarı	6.578.204
<b>İNA Özsermaye Değeri</b>	<b>192.447.327</b>
Değerleme Tarihi Değerleme Faktörü	1,04
<b>Değerleme Tarihi Özsermaye Değeri</b>	<b>200.743.131</b>

## Değerleme Sonucu

Bu raporun değerlendirme yöntemleri başlığı altında açıklandığı üzere, Şirket değerlemesinde İD/FAVÖK Çarpanı Analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Çarpan Analizi Yönteminde Yurtiçi Benzer Şirket'lere %50, Yurtdışı Benzer Şirket'lere ise %50 ağırlık verilmiştir. Yurtiçindeki benzer şirketlerin sayısının az olmasına ve yurtdışı şirketlerin yurtiçindeki şirketlere kıyasla Euroopen'e operasyonel bağlamda daha çok benzemesine rağmen, ihtiyatlı olmak adına her iki gruba da eşit ağırlık verilmiştir. Ayrıca, hem Çarpan Analizi yöntemi hem de Nakit Akımları yöntemi nihai Şirket Değeri hesaplanırken eşit ağırlıklandırılmıştır.

Buna ek olarak, Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkulleri bulunmakta olup, bunlar Şirket'in 31.12.2021 finansal tablolarında yeniden değerlemeye tabi tutulmuştur. Bu gayrimenkullerin Şirket'in esas faaliyet karı üzerinde bir etkisi olmamasından dolayı İNA ve Çarpan analizlerine dahil edilmemiştir. Bu sebeple Ekol Gayrimenkul Değerleme tarafından yapılan ekspertiz sonucundaki tutar, 31.12.2021 EUR/TRY kuru ile dönülerek piyasa değerine eklenmiştir. Bu bağlamda, Euroopen Endüstri'nin piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

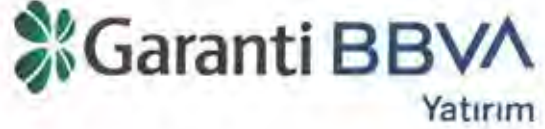
Şekil 45 İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL)

	İskonto Öncesi Piyasa Değeri	Ağırlık
Yurtiçi Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı (EUR)	116.518.889	50%
Yurtdışı Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı (EUR)	167.138.112	50%
<b>Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri - Çarpan Analizi (EUR)</b>	<b>141.828.501</b>	<b>100%</b>
Çarpan Analizi (EUR)	141.828.501	50%
İNA Analizi (EUR)	200.743.131	50%
<b>Ağırlıklı Ortalama Piyasa Değeri (EUR) - İNA ve Çarpan Analizi Sonucu</b>	<b>171.285.816</b>	<b>100%</b>
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller (EUR)	1.997.020	
<b>Piyasa Değeri (EUR)</b>	<b>173.282.835</b>	
Pay Adedi	135.000.000	
Pay Başına Fiyat (EUR)	1,28	
28.04.2022 TCMB EUR Kuru	15,5448	
Pay Başına Fiyat (TL)	19,95	
Halka Arz İskontosu	18,6%	
<b>İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL)</b>	<b>16,25</b>	

Halka arz satış fiyatı olarak belirlenen 16,25 TL, hesaplanan pay başına fiyat olan 19,95 TL'ye göre %18,6 iskontoludur.

Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.  
Etiler Mahallesi Tepecik Yolu  
Demirkent Sokak No : 1 34337  
Etiler - Beşiktaş - İstanbul  
Tel : (0212) 384 10 10  
Fax: (0212) 384 10 05  
Ticaret Sicil No: 235103  
Mersis No: 0-3890-0068-3300011  
[www.garantiyatirim.com.tr](http://www.garantiyatirim.com.tr)

*Ek: Sorumluluk Beyanı*



**SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA**

Eskişehir Yolu 8. Km no:156

Istanbul, 29.04.2022

**Konu:** Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen 11.04.2019 tarihli ve 21/500 sayılı kararına ("Kurul Kararı") istinaden;

Kurul Kararı'nın "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Değerlemesinde Uyulacak Esaslar" başlıklı F maddesinin 9. bendi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Kurul Kararı'nda belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uydüğümüzü, Fiyat Tespit Raporu'nda 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,

**GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.**

*Anıl Can İpekçi*

*Birim Müdürü*

*(Handwritten signature and stamp of Anıl Can İpekçi)*

*Y. Jankat Bozkurt*

*Genel Müdür Yardımcısı*