

'Fiyat Tespit Raporu' DEĞERLENDİRME RAPORU İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş.

'İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu' DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş. ("Şirket" ve/veya "İsvea") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

İşbu raporda kullanılan bilgiler, halka arza aracılık eden yetkili kuruluş Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş. için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu, İzahname ve İzahname eklerinden temin edilmiştir.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

Şirket, temel olarak yurt içinde vitrifiye seramik ürünler, FFC lavabolar, FFC duş teknesi ve evyeler, banyo mobilyaları, rezervuar mekanizmaları, klozet kapakları ile seramik aksesuarları üretmekte, armatür, metal aksesuar, yedek parçalar ve diğer ticari malların alım satımını ile ihracat faaliyetlerinde bulunmaktadır.

Faaliyet gösterdiği alanlar itibarıyla Şirket, genel olarak inşaat malzemeleri sanayi içerisinde yer almaktadır. İnşaat malzemeleri sanayi pek çok sektörü bünyesinde barındırmakta iken, Şirket'in söz konusu sanayi içerisinde dahil olduğu sektör ise yapı malzemelerinin altında yer alan seramik sağlık gereçleri sektörüdür.

2. Şirket'in Operasyonları Hakkında:

Şirket yurt içi ve yurt dışına satışını yaptığı armatür, metal aksesuar ve yedek parça haricindeki ürün gruplarını bağlı ortaklıklarından satışa hazır ürün olarak temin etmekte olup, 3 bağlı ortaklığı (ISV Saniter / İsvea Veltz / İsvea Mobilya) ve söz konusu bağlı ortaklıkların bünyesindeki 5 üretim tesisi (Vitrifiye Seramik Ürünler Üretim Tesisi, FFC (Duş Teknesi, Evye) Ürünler Üretim Tesisi, Gömme Rezervuar Üretim Tesisi, Klozet Kapak Üretim

Tesisi, Banyo Mobilyası Üretim Tesisi) ile faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirket mevcut durumda üretim faaliyetlerini yurt içinde gerçekleştirmektedir.

Şirket faaliyet gösterdiği alanlar itibarıyla tüm ürün gruplarında üç farklı marka ile üretim ve satış yapmaktadır. Kökleri 1962 yılına ve İtalya'ya dayanan "ISVEA" markası üst segment ürünlerde kullanılmaktadır. Türkiye'de bilinen bir banyo ürünleri markası olan "ECE Banyo" markası ise orta segment ürünlerde kullanılmaktadır. Üst segment ürünlerde yaygınlaşma amacını teminen "ISVEA" markasına ilave olarak özellikle Körfez ülkelerine yönelik "Cavallini Bagno Italia" markası da 2024 yılından itibaren kullanılmaya başlanmıştır.

Şirket'in satışını gerçekleştirdiği ürün grupları (1) Vitrifiye Seramik Ürünler, (2) FFC Lavabolar, (3) FFC Duş Teknesi ve Evyeler, (4) Banyo Mobilyaları, (5) Rezervuar Mekanizmaları, (6) Klozet Kapakları, (7) Seramik Aksesuarlar, (8) Armatürler, (9) Metal Aksesuarlar, (10) Yedek Parçalar ve (11) Diğer Ticari Mallar şeklindedir.

Aşağıdaki tabloda Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2025 ile 31.03.2026 tarihleri itibarıyla hasılat kırılımı aşağıdaki tabloda yer verilmiştir:

Hasılat (TL)	31.12.2023	%	31.12.2024	%	31.12.2025	%	31.03.2025	%	31.03.2026	%
Vitrifiye Seramik Ürünler	1.794.156.330	52,2%	1.282.336.381	46%	1.160.977.677	48,6%	265.556.097	44,6%	282.796.948	48,4%
FFC Lavabo	676.293.535	19,7%	645.499.998	23,1%	512.338.938	21,5%	139.266.001	23,4%	97.951.085	16,8%
FFC Duş Tekne ve Evye	200.238.474	5,8%	198.143.128	7,1%	188.778.545	7,9%	46.377.185	7,8%	70.075.671	12%
Banyo Mobilyaları	323.727.996	9,4%	278.821.055	10%	189.771.768	8%	48.084.904	8,1%	59.154.534	10,1%
Rezervuar Mekanizmaları	220.413.885	6,4%	154.670.568	5,5%	130.351.500	5,5%	44.915.818	7,5%	30.856.485	5,3%
Klozet Kapakları	198.357.188	5,8%	192.188.387	6,9%	163.148.253	6,8%	41.346.988	6,9%	32.559.072	5,6%
Seramik Aksesuarlar	1.635.500	0,0%	2.963.180	0,1%	2.437.694	0,1%	1.131.895	0,2%	51.328	0,0%
Armatürler	21.753.596	0,6%	29.938.016	1,1%	32.497.528	1,4%	7.433.958	1,2%	6.932.572	1,2%
Metal Aksesuarlar	1.743.098	0,1%	3.149.690	0,1%	4.125.765	0,2%	535.345	0,1%	1.683.679	0,3%
Yedek Parçalar	1.883.534	0,1%	2.469.687	0,1%	2.262.279	0,1%	690.699	0,1%	744.420	0,1%
Diğer Ticari Mallar	-		-		-		-		1.420.162	0%
TOPLAM	3.440.203.136	100%	2.790.180.090	100%	2.386.689.947	100%	595.338.890	100%	584.225.956	100%

Kaynak: İzahname

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2025 ile 31.03.2026 dönemlerine ilişkin satışları sırasıyla 3.440.203.136 TL, 2.790.180.090 TL, 2.386.689.947 TL, 595.338.890 TL, 584.225.956 TL olarak gerçekleşmiştir.

Özet Finansallar

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2025 ile 31.03.2026 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş özet finansalları aşağıdaki gibidir;

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2025	31.03.2026
Hasılat	3.440.203.136	2.790.180.090	2.386.689.947	595.338.889	584.225.956
Brüt Kar	744.562.020	890.650.680	830.886.972	170.859.530	158.470.140
<i>Brüt Kar Marjı (%)</i>	<i>21,6%</i>	<i>31,9%</i>	<i>34,8%</i>	<i>28,7%</i>	<i>27,1%</i>
Esas Faaliyet Karı/ (Zararı)	577.413.658	642.487.477	676.857.344	150.085.023	140.680.123
<i>Esas Faaliyet Kar Marjı (%)</i>	<i>16,8%</i>	<i>23,0%</i>	<i>28,4%</i>	<i>25,2%</i>	<i>24,1%</i>
Net Kar	346.333.852	93.584.470	79.674.562	1.946.967	32.030.737
<i>Net Kar Marjı (%)</i>	<i>10,1%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,3%</i>	<i>0,3%</i>	<i>5,5%</i>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

3. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri:

Şirket halka arzdan elde edeceği geliri aşağıda şekilde kullanmayı hedeflemektedir:

- Öztüketime Yönelik Yenilenebilir Enerji Yatırımları: min %10 – max %15
- Sürdürülebilirlik İlkeleri Çerçevesinde Makine ve Ekipman Yatırımları: min %20 – max %30
- Kiralama Yoluyla Elde Edilen Makine ve Teçhizatların Satın Alma Yatırımları: min %10 – max %15
- Finansal Borçluluğun Azaltılması: min %15 – max %25
- Büyümenin Finansmanı (İşletme Sermayesi) min %15 – max %25

4. Değerleme Hakkında Verilen Özet Bilgi

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") ve Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmıştır. İNA yönteminde 31.03.2026 faaliyet sonuçları baz alınarak 2026 (kalan 9 aylık dönem) – 2030 dönemi projeksiyonu yapılmış, hesaplanan nakit akımları detayları aşağıda paylaşılan AOSM ile bugünkü değere indirgenmiştir. Çarpan Analizi yönteminde 02.06.2026 verileri baz alınarak BİST Taş, Toprak Endeksi, BİST Ana Pazar Endeksi ve Yurt Dışı Benzer Şirketler olmak üzere üç ayrı grubun FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. Gelir yaklaşımına %45, pazar yaklaşımına %55 ağırlık verilerek 6.301,2 milyon TL halka arz iskontosu öncesi özsermaye değerine ulaşılmıştır. %27,03 halka arz iskontosu uygulanmış haliyle iskontolu halka arz fiyatı 20,90 TL olarak belirlenmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (milyon TL)	Özkaynak Değeri
Firma Değeri	8.472,9
(+) Nakit ve Nakit Benzerleri	133,3
(-) Finansal Borçlar	-1.985,9
Özkaynak Değeri (31.03.2026)	6.620,3
Özkaynak Değeri (02.06.2026)	7.051,1

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA yönteminde 31.03.2026 dönemi faaliyet sonuçları esas alınarak 2026 – 2030 dönemi için projeksiyon çalışması yapılmıştır. Risksiz getiri oranı, TRT021030T18 tanımlı 5 yıl vadeli Türk Lirası cinsi devlet tahvilinin getirisi esas alınarak belirlenmiş ve TCMB politika faizine ilişkin piyasa beklentileri ile uyumlu olacak şekilde projeksiyon dönemi boyunca kademeli olarak (2026T %38,6'dan 2030T %12,6'ya) azalacağı varsayılmıştır. Hisse betası 1,0, hisse senedi risk primi %5,5 olarak kullanılmıştır. Borçlanma maliyeti, risksiz getiri oranına 500 baz puan ek risk primi ilave edilerek hesaplanmıştır. Finansal kaldıraç oranı, 31.03.2026 finansalları baz alınarak ve TFRS 16 kapsamındaki kiralama yükümlülükleri hariç tutularak %57,6 olarak belirlenmiş ve sabit varsayılmıştır. Bu varsayımlar doğrultusunda projeksiyon dönemi AOSM ortalaması %26,9 (2026T %38,3'ten 2030T %15,6'ya), uç değer AOSM'i ise %15,4 olarak hesaplanmıştır. Devam eden değer büyüme oranı %5,5 varsayılmıştır.

İNA yöntemi sonucunda 31.03.2026 itibarıyla 8.472,9 milyon TL firma değerine ulaşılmış; 133,3 milyon TL nakit ve nakit benzerleri eklenip 1.985,9 milyon TL finansal borç (kiralama yükümlülükleri hariç) düşülerek özsermaye değeri 31.03.2026 itibarıyla 6.620,3 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Bu değer, değerlendirme tarihi olan 02.06.2026'ya 2026 yılı ağırlıklı özsermaye maliyeti ile getirilerek 7.051,1 milyon TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti						
(ABD Doları)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	Uç Değer
Risksiz Faiz Oranı	38,6%	32,1%	25,6%	19,1%	12,6%	12,6%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Hisse Senedi Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Özsermaye Maliyeti	44,1%	37,6%	31,1%	24,6%	18,1%	18,1%
Kaldıraç Oranı	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%
Borçlanma Maliyeti	43,6%	37,1%	30,6%	24,1%	17,6%	17,6%
Kurumlar Vergisi Oranı	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	24,0%
Düzeltilmiş Borçlanma Maliyeti	34,0%	28,9%	23,9%	18,8%	13,7%	13,4%
AOSM	38,3%	32,6%	26,9%	21,3%	15,6%	15,4%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizi

Çarpan analizinde yurt içi sektör/endeks çarpanları ile yurt dışı karşılaştırılabilir şirket çarpanlarının işaret ettiği özsermaye değerleri kullanılmıştır. Hesaplamalarda FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Çarpan, son 12 aya yıllıklandırılmış Düzeltilmiş FAVÖK ile çarpılmış ve hesaplanan değerlere 1.921,9 milyon TL net borç düzeltilmesi yapılmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler grubunda 16 şirketle çalışılmış, uç değer eliminasyonu sonrası medyan FD/FAVÖK çarpanı 8,7x alınarak 4.746,7 milyon TL özsermaye değerine; BİST Taş, Toprak Endeksi grubunda 25 şirketle çalışılmış, eliminasyon sonrası medyan 8,9x ile 4.864,9 milyon TL özsermaye değerine; BİST Ana Pazar Endeksi grubunda 276 şirketle çalışılmış, eliminasyon sonrası medyan 14,8x ile 9.333,5 milyon TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Yurt dışı benzer şirketlere %60, yurt içi gruba ise toplam %40 (BİST Taş, Toprak %20 ve BİST Ana Pazar %20) ağırlık verilerek Çarpan Analizi sonucunda 5.687,7 milyon TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

(milyon TL)	Hedef Özsermaye Değeri	Ağırlık Oranı	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
BIST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri	4.864,9	20%	973,0
BIST Ana Pazar Endeksi Şirketleri	9.333,5	20%	1.866,7
Yurt Dışı Benzer Şirketler	4.746,7	60%	2.848,0
Çarpan Analizi Özsermaye Değeri			5.687,7

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Özsermaye değeri; İNA sonucunda 7.051,1 milyon TL, Çarpan Analizi sonucunda 5.687,7 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Gelir yaklaşımına %45, pazar yaklaşımına %55 ağırlık verilerek 6.301,2 milyon TL halka arz öncesi özsermaye değerine ulaşılmıştır. %27,03 halka arz iskontosu uygulanmış haliyle birim pay değeri 20,90 TL olarak belirlenmiştir. Bu fiyat üzerinden halka arzın büyüklüğü 1.400,3 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	Özsermaye Değeri	Ağırlık Oranı	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
İNA Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri (milyon TL)	7.051,1	%45	3.173,0
Çarpan Yöntemi İle Hesaplanan Özsermaye Değeri (milyon TL)	5.687,7	%55	3.128,2
Halka Arz İskontosu Öncesi Hedef Özsermaye Değeri (milyon TL)			6.301,2
Çıkarılmış Sermaye (milyon TL)			220,0
Halka Arz İskontosu Öncesi 1 TL Nominal Pay Değeri (TL)			28,64
İskonto Oranı (%)			27,03%
Halka Arz İskontosu Sonrası 1 TL Nominal Pay Değeri (TL)			20,90
Halka Arza Konu Nominal Paylar (milyon TL)			67,00
Halka Arz Büyüklüğü (milyon TL)			1.400,3

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Halka Arza İlişkin Bilgiler	(TL)
Çıkarılmış Sermaye	220.000.000
Sermaye Artırımı	60.000.000
Ortak Satışı	7.000.000
Yeni Sermaye	280.000.000
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	6.301.230.497
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Pay Değeri	28,64
Halka Arz İskontosu	27,03%
İskonto Sonrası Özsermaye Değeri	4.598.000.000
İskonto Sonrası 1 TL Nominal Pay Değeri	20,90
Halka Arza Konu Nominal Paylar	67.000.000
Halka Açıklık Oranı	23,93%
Halka Arz Büyüklüğü	1.400.300.000

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket için hazırlanmış fiyat tespit raporunun değerlendirme kısmına ilişkin yorumlarımızı aşağıda listeliyoruz:

- Kullanılan finansal bilgilerin ve değerlendirme yöntemlerinin anlaşılır olduğunu, Şirket hakkında verilen bilgilerin kapsamlı ve detaylı olduğunu düşünüyoruz. Değerleme yöntemi olarak İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerinin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Gelir modelinde kullanılan tahminlerin, Şirket'in geçmiş dönem üretim gerçekleştirmeleri ve orta vadeli talep görünümü göz önünde bulundurulduğunda makul olduğunu düşünüyoruz.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.