

MEGA METAL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORU



Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent
Plaza Blok No: 173 İç Kapı No: 29
Şişli/İstanbul

21.09.2023



KISALTMALAR

Kısaltma:	Tanım:
A1 Capital	A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Aracı Kurum
A.Ş.	Anonim Şirketi
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri Doları
AOSM	Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti
B	Beta katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki oynaklığa olan oranı
BİST, Borsa İstanbul	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
COMEX	Değerli metallerin işlem gördüğü ABD'de yer alan vadeli işlem borsasıdır
FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar
F/K	Fiyat Kazanç Oranı
FD	Firma değeri
Finnet	İstanbul merkezli özel bir veri dağıtım şirketinin adı
İNA	İndirgenmiş nakit akım analizi
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KKO	Kapasite Kullanım Oranları
KVKK	6698 sayılı Kişisel Verileri Koruma Kanunu
LME	London Metal Exchange (Londra Metal Borsası)
Mega Metal	Mega Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Şirket", "İhraççı")
MDV	Maddi Duran Varlıklar
OSB	Organize Sanayi Bölgesi
PD/DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
Rf	Risksiz Faiz Oranı
Rm	BIST100 Endeksinin Yıllık Ortalama Getirisi
Re	Sermaye Maliyeti
Rp	Şirket Risk Primi
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
SM	Satırların Maliyeti
SPK, Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
T	Tahmin
T.C., Türkiye	Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
Tic.	Ticaret
TL	Türk Lirası
TTSG	Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
UDS	Uluslararası Değerleme Standartları
VFÖK	Vergi Faiz Öncesi Kar
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

1. YÖNETİCİ ÖZETİ ve HALKA ARZ BİLGİLERİ

Bu rapor, MEGA METAL SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ (“Şirket” ya da “Mega Metal”) ile A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“A1 Capital”) arasında 07.03.2023 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi ve aynı tarihli değerlendirme hizmet sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır. Rapor tarihi ile değerlendirme tarihi aynı olup 21.09.2023’dür.

1.1 Şirket Hakkında Özet Bilgi¹

Mega Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş. (“Şirket”, “İhraççı” veya “Mega Metal”) Mayıs 2004’te Dost Telekomünikasyon Hizmetleri Ticaret Ltd. Şti. ticaret unvanı ile kurulmuş olup, Eylül 2004 ticaret unvanı Mega Metal Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti. olarak değiştirilmiştir. Şirket 2017 yılı sonunda yapılan nevi değişikliği ile Limited Şirket statüsünden Anonim Şirket statüsüne geçmiştir.

Mega Metal, Kayseri Organize Sanayi Bölgesi 12. Cadde No: 61, Melikgazi/Kayseri adresinde 43.000 m² kapalı alan ve 75.000 m² açık üzerinde kurulu olan yıllık 48 bin ton ergitme kapasiteli tesisinde düşük akım için iletken özelliğe sahip elektrolitik bakır tel üretimi gerçekleştirmektedir. Satışlarının tamamını sipariş üzerine gerçekleştiren Şirketin ürettiği ürünler elektrik, elektronik, iletişim, enerji üretimi ve dağıtım, elektroteknik, güneş ve yenilenebilir enerji, ev aletleri, kablo, savunma ve otomotiv endüstrisi gibi çeşitli sektörlerde kullanılmaktadır.

Mega Metal söz konusu üretim tesisini 2004 yılında Kayseri’de faaliyet gösteren Elbak Elektrolitik Sanayi ve Ticaret A.Ş.’den kiralarak faaliyetlerine başlamış, aynı yıl içinde Elbak Elektrolitik Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin borçlu olduğu bankalarla anlaşılan bir ödeme planı çerçevesinde kiralanmış üretim tesisleri Şirket tarafından satın alınmış ve 2013 yılına kadar söz konusu satın almadan kaynaklanan tüm borçlar ödenmiştir. Şirket mevcut durumda üretim tesisinin sahibi olarak faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirketin genel müdürlük merkezi İstanbul olup, üretim tesisinin kurulu olduğu Kayseri’de iki adet depolama alanı bulunmaktadır. Bunlardan biri hemen sevk edilecek ürünlerin yükleme için bekletildiği depo olup 3.000 m² büyüklüğündedir. Diğeri ise hammadde, yarı mamul ve mamullerin depolanması için kullanılan ana depolama alanı olup 5.000 m² alana sahiptir. Şirketin ayrıca Çatalca’da 4.000 m² bir depolama alanı daha bulunmaktadır. Şirket’in 30 Haziran 2023 tarihi itibarıyla yıl içinde çalışan ortalama personel sayısı 676’dır (31 Aralık 2022: 657).

Mega Metal’in ürettiği ürünleri oluşturan bakır tel, düşük akım için iletken özelliğe sahip oksijensiz elektrolitik bakır tel şeklindedir. Şirket’in üretimini yaptığı ürünler ise çıplak veya kalay alaşımlı olarak üretilmektedir. Ürün gamı genel olarak çıplak veya kalaylı olarak; Mono Tel, Çok Telli Tel Bükülü Teller ve Bobin Teller’den oluşmaktadır. Şirketin ürettiği ürünler elektrik, elektronik, iletişim, enerji, savunma ve otomotiv endüstrisi gibi çeşitli sektörlerde kullanılmaktadır. Mega Metal, başta Avrupa Birliği ülkeleri olmak üzere tüm dünyada 30’dan fazla ülkeye ihracat yapmaktadır.

¹ Kaynak: İzahname

Kurulduğu günden bu yana Türkiye'nin ilk 500 sanayi kuruluşu arasında yer alan Mega Metal'in ürettiği ürünlerin kalitesi TS EN 13602 ürün kalitesi belgesi nezdinde belgelendirilmiş olup, IATF 16949 Otomotiv Kalite Yönetim Sistemi, ISO 9001 Kalite Yönetim Sistemi, TS EN ISO 14001 Çevre Yönetim Sistemi, TS ISO 45001 İş Sağlığı ve Güvenliği Yönetim Sistemi, TS EN 50001 Enerji Yönetim Sistemi ve ISO 27001 Bilgi Güvenliği Yönetim Sistemi standart sertifikalarına sahiptir.

1.2 Değerleme Çalışması Sonucu

İşbu raporun 9 numaralı Sonuç bölümünde belirtildiği üzere, değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yaklaşımı ve Piyasa Çarpanları yöntemleri kullanılmış olup, **336.613.323 ABD doları** tutarında halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. ABD Doları bazında hesaplanan ağırlıklı ortalama Özsermaye Değeri işbu Fiyat Tespit Raporu tarihinden (21.09.2023) bir işgünü önce (20.09.2023) TCMB tarafından 15:30'da açıklanan ABD Dolar Alış Kuru ile çarpıldığında **9.085.530.193 TL** tutarında hedef özsermaye (piyasa) değerine ulaşılmıştır. Bu değer Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine (225.000.000 TL) bölünmesiyle halka arz öncesi "Pay Değeri" **40,38 TL** olarak tespit edilmiştir. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %30 halka arz iskontosu uyguladığımızda pay başına **28,30 TL**'lik halka arz fiyatına ulaşmaktayız.

Tablo 1-a Değerleme Sonucu (ABD Doları)	Hedef		Ağırlıklandırılmış
	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Özsermaye Değeri
1-İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi			
Firma Değeri (\$)	393.247.982		
- Net Nakit (Borç) (\$)	-62.056.476		
<i>Nakit ve Nakit Benzerleri (\$)</i>	22.871.325		
<i>Finansal Borç (\$)</i>	84.927.801		
- Özsermaye Değeri (\$)	331.191.506	50,00%	165.595.753
2-Piyasa Çarpanları Yöntemi			
Yurt İçi Sektör FD/FAVÖK Çarpanı (x)	13,84		
- Özsermaye Değeri (\$)	326.181.592	25,00%	81.545.398
<i>FAVÖK (\$) *</i>	28.052.449		
<i>Firma Değeri (\$)</i>	388.238.068		
<i>Net Nakit (Borç) (\$)</i>	-62.056.476		
Karşılaştırılabilir Firmalar FD//FAVÖK Çarpanı (x)	14,97		
- Özsermaye Değeri (\$)	357.888.687	25,00%	89.472.172
<i>FAVÖK (\$) *</i>	28.052.449		
<i>Firma Değeri (\$)</i>	419.945.163		
<i>Net Nakit (Borç) (\$)</i>	-62.056.476		

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

*: 30.06.2023 tarihli finansal tablolardaki son dört çeyrek tutarları toplanarak yıllıklandırılmıştır.

**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Kat: 9. Kat
Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270168
Mersis :0388004352100915 www.a1capital.com.tr

Tablo 1-b
Değerleme Sonucu

	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
İNA Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri (ABD Doları)	165.595.753
Çarpan Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri (ABD Doları)	171.017.570
Ağırlıklandırılmış Hedef Özsermaye Değeri (ABD Doları)	336.613.323
TCMB USD/TL Döviz Alış Kuru @ 20.09.23	26,9910
Ağırlıklandırılmış Hedef Özsermaye Değeri (TL)	9.085.530.193
Çıkarılmış Sermaye (Nominal TL)	225.000.000
Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)	40,38
İskonto Oranı (%)	30%
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri (TL)	6.367.501.018
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)	28,30

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin; güvenilir, adil, uygun ve makul olduğunu beyan ederiz. Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması ve değerlendirme yöntemlerine verilen ağırlıklandırma oranlarının değiştirilmesi durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür. Bununla birlikte, kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi / değiştirilmesi, farklı değerlendirme yöntemlerinin uygulanması durumunda işbu raporda elde edilen değerlerden farklı değerlere ulaşılması mümkün olabilir.

2. RAPORUN AMACI

21.09.2023 tarihli bu rapor, Kayseri OSB Mahallesi 12. Cadde No: 61, Melikgazi/Kayseri adresinde mukim Mega Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Mega Metal", "Şirket" veya "İhraççı") ile Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent Plaza Blok No: 173 İç Kapı No: 29 Şişli/İstanbul adresinde mukim A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("A1 Capital" veya "Danışman") arasında imzalanmış olan, 07.03.2023 tarihli Halka Arz Aracılık ve Satış Sözleşmesi ile aynı tarihli Değerleme Hizmet Sözleşmesi" kapsamında Mega Metal paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek sermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartlarına ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararına uygun olarak tespiti amacıyla hazırlanmıştır.

3. DEĞERLEME ÇALIŞMASINDA UYGULANAN MESLEK KURALLARI VE ETİK İLKELER

Değerleme hizmeti ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisansa sahip değerlendirme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları çerçevesinde yerine getirilmiştir. Bu değerlendirme raporu, SPK'nın Sermaye Piyasası'nda Değerleme Standartları Hakkında Tebliğin (III-62.1) 3. Maddesinin 1. Fıkrası uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki ilkeler çerçevesinde hazırlanmış olup, Türkiye Değerleme Uzmanlar Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulmuştur.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 23 Haziran 2017 tarih ve 38 sayılı Genelgesi ile Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC) tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017 çalışmasının Kurul'un 22.06.2017 tarih ve 25/856 sayılı kararı ile uygun görüldüğü duyurulmuştur.

Mega Metal'in halka arz edilecek paylarının satış fiyatının hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak A1 Capital tarafından Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye uyumlu şekilde, Şirket ile Aracı Kurum arasında 07.03.2023 tarihinde imzalanmış olan Halka Arza Aracılık Sözleşmesi ile aynı tarihli "Değerleme hizmet Sözleşmesi" kapsamında, rapor tarihi itibarıyla edinilen bilgi ve veriler çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerleme yöntemleri kullanılarak hazırlanmıştır. Etik ilkeleri:

- Yapılan değerleme çalışması sırasında doğru ve dürüst davranılmış olup çalışmalar İhraççı Şirket'e ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek şekilde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek aldatıcı, yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde bir reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren veya makul bir süre içinde gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen bir görevi kabul etmemiştir.
- Değerleme süreci gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket etmiştir.
- Değerleme işi, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun sonucunda bulunacak değer tespitine bağlı olarak belirlenmemiştir.
- Hukuka uygun davranılmış ve konuyla ilgili yasal mevzuata riayet edilmiştir.
- Değerleme hizmeti, haksız rekabete yol açmayacak şekilde mesleki sorumluluk bilinci ve mesleki kurallar çerçevesinde yerine getirilmiştir.
- Değerleme işi ile ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerleme raporunda yer alan diğer bağımsız objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Mega Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş. tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. değerlemede kullanılan analiz verilerin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir. Şirket ile A1 Capital arasında son üç yıl içerisinde 07.03.2023 tarihinde imzalanan Halka Arza Aracılık Yetki Sözleşmesi ve aynı tarihli Değerleme Hizmet Sözleşmesi dışında bir ilişki veya bağlantı yoktur.

4. SINIRLAYICI KOŞULLAR

Bu rapor, Şirket değerini belirlemede etkisi olan faktörler dikkate alınarak hazırlanmıştır. Ancak, değerlendirme ile ilgili olarak aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşulları da bünyesinde taşımaktadır:

- Raporda kullanılan bilgiler, kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır. Rapor içerisinde yer alan finansal bilgiler, halka açılma amacıyla hazırlanan özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarda yer alan bilgileri içermektedir.
- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir. A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu konuda herhangi bir taahhütte bulunamamaktadır. Geçmiş dönemlere ait tüm finansal bilgiler özel bağımsız denetimden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerlemesi yapılan Şirket aktifleri için herhangi bir hukuki çalışma icra edilmemiştir. Değerlemeye konu aktiflerin değer düşüklüğüne uğramamış veya değer kaybı olmaksızın satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı durum olmadığı varsayılmıştır.
- Değerleme raporunda kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine ihraççı Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden meydana gelmektedir.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerleme çalışması, bilinen ve genel kabul görmüş uluslararası esas ve standartlara uygun değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Öte yandan, piyasa ve makroekonomik konularda meydana gelebilecek önemli değişikliklerin Şirket değerini etkileyebileceği ve dolayısıyla aşağı veya yukarı yönde değişime yol açabileceği ihtimali göz önünde bulundurulmalıdır.
- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemlerinin ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabileceği bilinmelidir.
- Değerleme çalışması esnasında Şirketin faaliyetlerini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun hareket ettiği varsayılmış ve bu durum ayrıca incelemeye tabi tutulmamıştır. Bu hususta herhangi bir denetleme yapılmamıştır.
- Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Şirket tarafından sağlanan projeksiyonları esas almış olup, Şirket ve ilgili personelden temin edilen bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.
- Şirket tarafından sağlanan projeksiyonlar A1 Capital Yatırım Menkul Değerler

A.Ş.'nin incelemesinden geçmiş ve bu inceleme neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte, tam olarak doğruluğunu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak, Şirketin geçmiş performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca ihtiyatlı bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

- Bu raporda ulaşılan sonuçlar; ekonomik koşullar, piyasa şartları ve hazırlanmış olduğu tarih itibarı ile geçerli olan fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum rapordaki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir.
- İşbu Rapor, iktisadi, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve rapor tarihi itibarı ile sunulan bilgiler esas alınarak hazırlanmıştır; takip eden dönemde meydana gelebilecek gelişmeler bu raporda tahmin edilen Şirket değeri üzerinde etkili olabilecektir.

5. SORUMLULUK BEYANI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden; *"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi"* çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.



**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esenyol Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270189
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

6. ŞİRKET VE FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ

6.1 ŞİRKETİN GENEL BİLGİLERİ

6.1.1 Şirket Hakkında Genel Bilgi

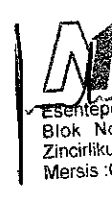
Mega Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş. Kayseri Ticaret Sicili Müdürlüğüne 10 Mayıs 2004 tarihinde tescil edilmiş ve Kayseri OSB Mahallesi 12. Cadde No: 61, Melikgazi/Kayseri adresinde kurulmuştur. Şirket'in merkezi aynı adrestedir. Şirket süresizdir.

Tablo 2	Şirket Bilgi Kartı
Hukuki statüsü	: Anonim Şirket
Tabi olduğu mevzuat	: T.C. Kanunları
Kurulduğu ülke	: Türkiye
Bağlı olunan Ticaret Sicil Müdürlüğü	: Kayseri Ticaret Sicili Müdürlüğü
Ticaret Sicil No	: 36406
Merkez adresi	: Kayseri OSB Mahallesi 12. Cadde No: 61, Melikgazi/Kayseri
Internet adresi	: www.megametal.com.tr
Telefon	: +90 (352) 322 05 60
Faks	: +90 (352) 322 05 59

Kaynak: İzahname

6.1.2 Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in mevcut 225.000.000 TL çıkarılmış sermayesinin halka arz öncesi ve halka arz sonrası itibariyle ortakları arasındaki dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Halka arz, Şirket'in 225.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin tamamı nakit karşılığı olarak 265.000.000 TL'ye çıkarılması neticesinde ihraç edilecek olan toplam 40.000.000 TL nominal değerli 40.000.000 adet (B) grubu hamiline pay ile Şirket'in mevcut ortaklarından Cüneyt Ali TURGUT'un sahip olduğu 9.100.000 TL nominal değerli (B) grubu hamiline pay ve Abdullah TURGUT'un sahip olduğu 3.900.000 TL nominal değerli (B) grubu hamiline pay olmak üzere toplam 53.000.000 TL nominal değerli (B) grubu payların satışı suretiyle gerçekleştirilecektir. Halka arz edilecek toplam 53.000.000 TL nominal değerli (B) grubu hamiline yazılı payların, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine (265.000.000 TL) oranı %20,00 olacaktır. Toplanan talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde, mevcut ortaklara ait 9.750.000 TL nominal değerli (B) payın toplam pay miktarına eklenmesi planlanmaktadır. Ek pay satışının gerçekleşmesi halinde toplam 62.750.000 TL nominal değerli (B) grubu payın halka arzı geçekleşecek ve bu şekilde halka edilecek payların çıkarılmış sermayeye oranı %23,68 olacaktır.

 **A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:28 Şişli/Beşiktaş/İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270/89
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 3

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Ticaret Unvanı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Grubu	Halka Arz Sonrası	
		Sermaye Payı (TL)	Sermaye Payı (%)		Sermaye Payı (TL)	Sermaye Payı (%)
Cüneyt Ali TURGUT	A	47.250.000	21,00	A	47.250.000	17,83
	B	65.250.000	29,00	B	49.325.000	18,61
Abdullah TURGUT	B	67.500.000	30,00	B	60.675.000	22,90
Fatma DÖNMEZ	B	22.500.000	10,00	B	22.500.000	8,48
Mehmet Emin TURGUT	B	11.250.000	5,00	B	11.250.000	4,25
İhsan Ahmet TURGUT	B	11.250.000	5,00	B	11.250.000	4,25
Halka Açık Kısım	-	-	-	B	62.750.000	23,68
Sermaye Artırımı	-	-	-	B	40.000.000	15,09
Ortak Satışı	-	-	-	B	13.000.000	4,91
Ek Satış	-	-	-	B	9.750.000	3,68
TOPLAM		225.000.000	100,00		265.000.000	100,00

Kaynak: İzahname

6.2 FAALİYET KONUSU²

2004 yılı Ekim ayında Kayseri’de faaliyet gösteren Elbak Elektrolitik Bakır Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin üretim tesislerini kiralayarak sektörde faaliyete başlayan Mega Metal, Esas Sözleşmesi’nin “Amaç ve Konu” başlıklı 3. Maddesine göre her cins bakır hammaddeleri bakır konsantresi, blister bakır, anot bakır, katot bakır, bakır ve emaye ladein teli hurdaları, elektrolitik bakır, bakır filmaşın, bakır lama, bakır tel ve bilumum bakır yarı mamul ve mamullerinin imalatını, ihracatını, ithalatını, alım satımını ve pazarlamasını yapmak amacıyla kurulmuş olup TTK, SPKn ve Kurul düzenlemeleri ve sermaye piyasası mevzuatına uymak suretiyle faaliyet göstermektedir.

Şirket hammadde olarak temin ettiği katot bakırdan düşük akım için iletken özelliğe sahip oksijensiz elektrolitik bakır tel üretmektedir. İlk etapta katot bakırdan 8 mm çapında oksijensiz filmaşın üreten Mega Metal, filmaşını hem yarı mamul olarak satmakta; hem de çıplak ve kalaylı olarak mono tel, çok telli bükülü teller ve bobin tellere dönüştürerek satmaktadır. Şirketin ürettiği ürünler elektrik, elektronik, iletişim, enerji, savunma ve otomotiv endüstrisi gibi çeşitli sektörlerde kullanılmaktadır. Mega Metal ürünlerini kablo üreticilerine satmakta olup kablo üreticileri bakır tel ürünlerini kablo haline getirerek yukarıda bahsi geçen sektörlerle satışını yapmaktadırlar. Başta Avrupa Birliği ülkeleri olmak üzere tüm dünyada 30’dan fazla ülkeye ihracat yapan Mega Metal’in en fazla ihracat yaptığı 5 ülke ise İtalya, Slovakya, Almanya, ABD ve Fransa şeklinde sıralanmaktadır. Şirket 2021 yılında üretimden satışa göre yapılan sıralamada ISO ilk 500 şirket içerisinde 100. sırada yer almıştır. İşbu Fiyat Tespit Rapor tarihi itibarı ile 2022 yılına ilişkin ISO verileri henüz açıklanmamıştır. Şirket’in üretim sahası Kayseri Organize Sanayi Bölgesi (OSB) içinde bulunmakta ve OSB’lerin üretim tesislerine sağladığı vergi, istihdam ve enerji teşviklerinden faydalanmaktadır.

 **A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad./ Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / Beşiktaş / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 T.C.Sic.No:270156
Mersis: 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

² Kaynak : İzahname

7. FİNANSAL BİLGİLER

7.1 Gelir Tablosu

Şirketin özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıda yer almaktadır:

Tablo 4	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu				
(TL)	30.06.2023	30.06.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Hasılat	5.234.736.110	4.348.847.905	8.840.193.329	4.291.957.471	2.081.551.328
Satışların Maliyeti (-)	(4.761.544.839)	(3.942.027.400)	(8.159.087.666)	3.935.499.456)	(1.893.712.413)
Brüt Kar/Zarar	473.191.271	406.820.505	681.105.663	356.458.015	187.838.915
Pazarlama Giderleri (-)	(123.395.426)	(72.402.051)	(174.692.889)	(89.879.728)	(52.664.895)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(79.066.202)	(23.925.669)	(58.784.603)	(29.776.674)	(21.645.075)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler (-)	13.789.746	6.554.109	9.143.643	1.624.759	14.669.833
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(37.377.456)	(20.315.358)	(32.853.527)	(4.718.554)	(24.573.009)
Esas Faaliyet Karı/Zararı	247.141.933	296.731.536	423.918.287	233.707.818	103.625.769
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	54.256.892	14.502.583	137.825.732	19.766.719	27.550.904
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(3.142.898)	(766.150)	(1.154.037)	(1.203.886)	(9.210.271)
Finansman Öncesi Faaliyet K/Z	298.255.927	310.467.969	560.589.982	252.270.651	121.966.402
Finansman Giderleri	26.388.885	1.629.828	18.196.105	2.502.564	448.033
Finansman Gelirleri	(240.363.562)	(323.183.299)	(431.858.977)	(204.594.675)	(67.508.558)
Vergi Öncesi Kar	84.281.250	(11.085.502)	146.927.110	50.178.540	54.905.877
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	(21.004.035)	(12.894.649)	(65.236.137)	(45.889.893)	(10.810.916)
Net Dönem Karı/Zararı	63.277.215	(23.980.151)	81.690.973	4.288.647	44.094.961

Kaynak: İzahname

7.2 Karlılık Analizi

Karlılık Oranları: Şirketin kârlılığının (rantabilitesinin) yeterli olup olmadığını gösteren oranlardır.

a-) Brüt Kar Marjı: Şirketin satış ve üretim performansını ölçen bir orandır.

b-) Faaliyet Kar Marjı: Şirketlerin verimliliğini gösteren bir oran olup, benzer firmalarla kıyaslama amacıyla tercih edilmektedir.

c-) Net Kar Marjı: Şirketin net karının net satışlar içindeki oranıdır. Bu oranın yüksek olması şirketin verimli olduğunu gösterir.

Tablo 5	Karlılık Oranları				
	30.06.2023	30.06.2022	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Brüt Kar Marjı	9,04%	9,35%	7,70%	8,31%	9,02%
Faaliyet Kar Marjı	4,72%	6,82%	4,80%	5,45%	4,98%
Net Kar Marjı	1,21%	-0,55%	0,92%	0,10%	2,12%

Kaynak : İzahname, A1 Capital Hesaplamaları

7.3 Bilanço Varlık ve Yükümlülükleri

Şirketin özel bağımsız denetimden geçmiş bilanço kalemleri aşağıda yer almaktadır:

A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad./ Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic Sic No:270186
 Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

7.3.1 Bilanço Varlıklarındaki Gelişmeler

Tablo 6

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu

(TL)	30.06.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
DÖNEN VARLIKLAR				
Nakit ve Nakit Benzerleri	388.801.864	126.220.224	113.757.378	50.048.180
Finansal Yatırımlar	175.464.530	91.273.713	13.203.521	12.544.425
Ticari Alacaklar	775.315.285	618.974.051	554.521.576	293.831.298
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	775.315.285	618.974.051	554.521.576	293.831.298
Diğer Alacaklar	304.862.354	279.299.817	101.742.363	41.064.515
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	167.927.619	151.174.597	41.130.024	2.520.033
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	136.934.735	128.125.220	60.612.339	38.544.482
Stoklar	1.104.141.580	745.903.571	714.831.617	342.734.247
Peşin Ödenmiş Giderler	116.448.314	101.135.440	11.523.734	3.509.503
Diğer Dönen Varlıklar	15.678.805	8.692.017	60.686.671	23.128.647
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	2.904.058.441	1.971.498.833	1.570.266.860	766.860.815
DURAN VARLIKLAR				
Finansal Yatırımlar	26.342.118	19.062.767	-	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	362.543.722	265.515.000	99.967.500	19.270.393
Maddi Duran Varlıklar	1.743.190.819	1.296.306.524	797.296.806	449.530.355
Kullanım Hakları	11.583.210	9.236.848	780.270	1.021.569
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3.779.650	1.233.153	1.306.375	572.427
- Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3.779.650	1.233.153	1.306.375	572.427
Peşin Ödenmiş Giderler	4.303.187	27.917	8.184.339	3.334.990
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	-	-	45.070.272
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	2.151.742.706	1.591.382.209	907.535.290	518.800.006
TOPLAM VARLIKLAR	5.055.801.147	3.562.881.042	2.477.802.150	1.285.660.821
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.461.961.047	786.644.683	493.264.664	207.819.245
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	184.647.504	410.720.623	161.488.339	90.029.668
Diğer Finansal Yükümlülükler	75.128.422	100.220.002	65.304.449	38.855.462
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	11.469.106	4.807.924	839.314	896.195
Ticari Borçlar	1.170.810.264	710.987.708	670.607.514	251.421.050
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	1.170.810.264	710.987.708	670.607.514	251.421.050
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	15.211.790	9.885.120	4.658.405	3.646.574
Diğer Borçlar	76.004	254.509	1.690.197	9.744.426
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	-	-	-	2.839.085
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	76.004	254.509	1.690.197	6.905.341
Ertelenmiş Gelirler	172.526.225	208.619.183	151.728.126	57.473.357
Türev Araçlar	3.114.415	1.303.747	5.530.082	6.444.643
Kısa Vadeli Karşılıklar	12.529.243	12.823.722	4.340.162	2.617.107
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin K.V. Karşılıklar	10.876.227	11.188.343	3.558.576	2.185.184

- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	1.653.016	1.635.379	781.586	431.923
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.156.764	2.257.094	3.193.402	1.017.709
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	3.110.630.784	2.248.524.315	1.562.644.654	669.965.436
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	159.336.066	113.251.368	141.722.165	143.263.907
Diğer Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	302.555.941	190.170.598	97.776.586	67.762.992
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	1.950.154	5.207.927	-	142.468
Ertelenmiş Gelirler	141.854.762	110.376.100	78.539.560	37.510.567
Uzun Vadeli Karşılıklar	21.730.438	20.397.612	8.039.280	6.163.938
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin U.V. Karşılıklar	21.730.438	20.397.612	8.039.280	6.163.938
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	100.552.885	52.023.054	5.434.841	-
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	-	-	-	3.568.845
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	727.908.246	491.426.659	331.512.432	258.412.717
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER				
ÖZKAYNAKLAR				
Ödenmiş Sermaye	225.000.000	225.000.000	215.000.000	163.417.702
Ortak Kontrole Tabi İşletme Birleşmelerinin Etkisi	-	-	-	(4.944.362)
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak				
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	483.683	2.806.201	6.043.525	6.467.168
- Tanımlanmış Fayda Planlarının Birikmiş				
Yeniden Ölçüm Kazanç/(Kayıpları)	(5.785.529)	(3.463.011)	(225.687)	197.956
- Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları	6.269.212	6.269.212	6.269.212	6.269.212
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak				
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	827.940.947	494.635.595	333.804.240	160.464.146
- Yabancı Para Çevirim Farkları	827.940.947	494.635.595	333.804.240	160.464.146
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	3.566.619	3.566.619	3.566.619	3.159.066
Geçmiş Yıllar Zararları	96.921.653	15.230.680	20.942.033	(15.376.013)
Net Dönem Karı/(Zararı)	63.277.215	81.690.973	4.288.647	44.094.961
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	1.217.190.117	822.930.068	583.645.064	357.282.668
TOPLAM KAYNAKLAR	5.055.801.147	3.562.881.042	2.477.802.150	1.285.660.821

Kaynak: İzahname

7.3.2 Bilanço Oran Analizleri

Likidite Oranları: Ortaklıkların kısa vadeli borç ödeme gücünün ölçülmesi amacıyla hesaplanan oranlardır. Likidite oranları hesaplanırken aktiflerde yer alan dönen varlıklar ve pasiflerde yer alan kısa vadeli borçlar baz alınmaktadır.

- Cari Oran: İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödemesinde bir zorluğun olup olmadığını gösterir.
- Asit-Test Oran: Şirket'in kısa vadeli borcunu ödeyebilme gücünü gösterir.
- Stok Oran: Stokların toplam varlıkların ne kadarlık kısmını oluşturduğunu gösterir.
- Nakit Oran: İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödemesinde ödeme kaynağı olarak sadece hazır değerler dikkate alınır.

Şirket'in izahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla likidite oranlarına ilişkin

bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Cari oran 2020 ve 2021 yıllarında 1,00 eşik değerinin üzerinde, sırasıyla 1,14 ve 1,01 seviyelerinde gerçekleşerek bu tarihlerde Şirket'in net işletme sermayesinin yeterli düzeyde olduğunu göstermiştir. Ancak, 31.12.2022 tarihli finansal durum tabloları itibarı ile 0,88 seviyesine gerileyerek 1,00 eşik değerinin altına inen cari oran, 30.06.2023 tarihinde 0,93 değerini almıştır. Bu oranlar, 2022 yılından itibaren Şirket'in net işletme sermayesinin ticari faaliyetlerdeki büyüme karşısında yetersiz kaldığına işaret etmiştir. Asit test oranı 31.12.2022 itibarı ile 2021 yılındaki seviyesi 0,55 düzeyinde gerçekleşirken, 30.06.2023 tarihinde 0,58'e yükselmiştir. Stoklar dışarıda tutularak Şirket'in kısa vadeli borcunu ödeyebilme gücünü gösteren bu oran için genellikle 1,00 seviyesi yeterli kabul edilmektedir. Ancak, tedarik ve satış koşullarındaki vade uyumsuzluğundan dolayı 0,60-0,70 bandı asit test oranı için yeterli görülmektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde, Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerini karşılamada dönen varlıklarının bir miktar düşük kaldığı gözlenmektedir. Şirket'in stok oranı 31.12.2022 tarihli finansal durum tabloları itibarı ile 0,21 olarak hesaplanırken, bu oran 30.06.2023 tarihinde 0,22 seviyesine hafifçe yükselmiştir. Stokların toplam varlıklar içinde düşük pay alması Şirket'in likidite durumu açısından olumludur. Son olarak, Şirket'in nakit oranı 31.12.2022 tarihli finansal durum tabloları itibarı ile 0,06 olarak hesaplanmış olup, söz konusu oran 30.06.2023 itibarı ile 0,12 seviyesinde yükselmiştir. Bu oranın büyüyen sanayi işletmelerinde 0,10-0,15 bandında olması yeterli kabul edilmektedir. Özetle, stok oranı hariç tutulduğunda, diğer üç oran da Şirket'in net işletme sermayesinin ticari faaliyetleri karşısında yeterli olmadığını göstermektedir ki bu durum Mega Metal'in halka arz gerekçelerinden birini oluşturmuştur.

Tablo 7		Likidite Oranları			
		30.06.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Cari Oran	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,93	0,88	1,005	1,14
Asit Test Oran	Dönen Varlıklar- Stoklar / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,58	0,55	0,55	0,63
Stok Oranı	Stoklar / Toplam Varlıklar	0,22	0,21	0,29	0,27
Nakit Oran	Nakit ve Nakit Benzerleri / Kısa Vadeli Yükümlülükler	0,12	0,06	0,07	0,07

Kaynak : İzahname

Mali Yapı Oranları: Şirket'in kaynak yapısını analiz etmek için kullanılır. Şirket bilançosundaki varlıkların kaynağının ne olduğu ve kaynak kırılımının anlaşılması için kullanılan oranlardır.

a-) Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar): Şirket'in toplam yükümlülüklerinin yani borçlarının Şirket'in toplam varlıklarına bölünmesiyle bulunur. Şirket'in varlıklarının ne kadarını borçla finanse ettiğini gösterir.

b-) Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının kısa vadeli yükümlülüklerle fonlandığını gösterir.

c-) Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının uzun vadeli yükümlülüklerle fonlandığını gösterir.

d-) Özkaynaklar/Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının öz kaynaklarla fonlandığını gösterir.

e-) Duran Varlıklar/ Özkaynaklar: Şirket'in duran varlıklarının ne kadarının özkaynaklarla fonlandığını gösterir.

Şirket'in izahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibariyle mali oranları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. İşletmenin varlıklarının ne kadarlık kısmını yabancı kaynaklarla finanse ettiğini gösteren kaldıraç oranı için 0,50 seviyesi makul görülmektedir. Şirket'in 31.12.2022 tarihli finansal durum tabloları itibarı ile kaldıraç oranı 0,77 seviyesinde gerçekleşirken 30.06.2023 tarihinde 0,76 seviyesinde hafifçe gerilese de borçluluk düzeyinin bir miktar yüksek olduğuna işaret etmektedir. Kısa ve uzun vadeli yükümlülüklerin toplam varlıklara oranı ise aslında kaldıraç oranının alt bileşenlerini göstermektedir. Buna göre, 30.06.2023 itibarı ile 0,76 olarak hesaplanan kaldıraç oranının 0,62 puanı kısa vadeli yükümlülüklerin toplam varlıklara olan oranından kaynaklanmakta olup, kalan 0,14 puanlık kısım ise uzun vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır. Bu oranlar borçlanmanın büyük kısmının kısa vadeli olduğunu göstermektedir. Şirket'in toplam kaynaklarının %24'ü ise özkaynaklardan karşılanmakta olup, söz konusu oran görece düşüktür. 31.12.2022 itibarı ile 1,93 seviyesinde gerçekleşen duran varlıkların özkaynaklara oranı, 30.06.2023 itibarı ile 1,77 düzeyine hafifçe gerilemiştir. Öte yandan, söz konusu oranın olup artış trendinde olması Şirket'in sabit yatırımlarla büyümekte olduğunu göstermektedir. Özetle, mali yapı oranları Şirket'in büyüme sürecini ekseriyetle kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse ettiğini göstermekte olup, bu durum izahnamenin 28.2 numaralı bölümünde belirtildiği üzere halka arzın temel gerekçelerinden birini oluşturmaktadır.

Tablo 8**Mali Yapı Oranları**

	30.06.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar)	0,76	0,77	0,76	0,72
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,62	0,63	0,63	0,52
Uzun Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,14	0,14	0,13	0,20
Özkaynaklar/Toplam Varlıklar	0,24	0,23	0,24	0,21
Duran Varlıklar / Özkaynaklar	1,77	1,93	1,55	1,45

Kaynak : İzahname

8. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

8.1 DEĞERLEME ÇALIŞMASINA İLİŞKİN BEYAN

Şirket'in değerleme çalışmasının, SPK'nin Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı dikkate alınarak işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 3. bölümünde yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

8.2 DEĞERLEME PROJE EKİBİ HAKKINDA BİLGİ

Değerleme çalışması A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Finansal Değerleme ve Kurumsal Yatırım Stratejilerinden Sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Sertan Kargın tarafından yapılmıştır. Sertan Kargın, SPK mevzuatı uyarınca derlenen bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve çeşitli banka ve yatırım kuruluşlarında araştırma ve kurumsal finansman bölümlerinde 25 yılı aşkın tecrübeye sahiptir. İstanbul Üniversitesi İngilizce İktisat

Bölümünden Lisans ve Boğaziçi Üniversitesi Ekonomi ve Finans Yüksek Lisans derecelerine sahiptir. Bilgi Üniversitesi'nde 2013-2019 yılları arasında Ekonomi ve Finansal Piyasalar dalında Yüksek Lisans dersleri vermiştir. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge no: 202976) ve Türev Araçlar Lisansına (Belge no: 307458) sahiptir.

8.3 DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İşbu Fiyat Tespit Raporu, SPK'nun III-62.1 "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkındaki Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS-2017)³ kapsamında yürütülmüş olup tüm yönleriyle ilgili kriterlere uygundur. İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanmasında, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinde belirtilen üç temel değerlendirme yaklaşımının tamamı dikkate alınmıştır.

8.3.1 Defter Değeri (Maliyet) Yönetimi

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.1. uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

Bir firmanın defter değeri bilançosundaki özsermayesinin değeri olup, aynı zamanda toplam varlıklar ile toplam borçlar arasındaki farktır.

Defter Değeri = Bilanço Aktif Toplamı - Borç Toplamı

Payların defter değeri, özkaynak toplamının pay sayısına (ödenmiş sermaye) bölünmesiyle elde edilmektedir. 30.06.2022 dönemi itibarıyla özkaynakları 1.217.611.030 TL olup, 225.000.000 TL'lik sermayesi dikkate alındığında pay başına defter değeri 5,41 TL'ye karşılık gelmektedir.

Ancak, maliyet yaklaşımı Uluslararası Değerleme Standartları 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2. veya 70.3. nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sık kullanılan bir yöntem değildir. Şirketin kuruluş döneminde olmaması, parçaları toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması nedeniyle Maliyet (Defter Değeri) yaklaşımı işbu fiyat tespit raporunda değerlendirilmiş ancak kullanılmamıştır.

³ <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>

8.3.2 İndirgenmiş Nakit Akımları (Gelir) Yöntemi

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca, İndirgenmiş Nakit Akımları (Gelir) yönetimi, değerlemeye konu olan firmanın gelecek yıllarda elde edeceği gelirleri dikkate almaktadır. Daha açık bir anlatımla, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi, şirketin faaliyetleri sonucu oluşan ve gelecek yıllarda elde edilmesi beklenen nakit akımlarını indirgeme faktörü ile bugüne indirgeyerek şirket değerinin tespit edilmesinde uygulanan bir değerleme yöntemidir. UDS 200 İşletmeler ve işletmedeki paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır. 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 ve dolayısıyla objektif bir değerlendirme yapmanın zorluğudur.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca değerleme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve değerlemeye konu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin tutarına ilişkin makul tahminlerin mevcut olması hallerinde, gelir (İndirgenmiş Nakit Akımları veya İNA) yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma anlamlı ağırlık verilmesi gereklilik arz etmektedir. Öte yandan, madde 60.2 uyarınca, gelecekteki nakit akışlarının sabit sözleşme tutarlarına dayanmadığı hallerde, gerekli girdileri sağlamak amacıyla beklenen nakit akışlarına dair tahminlerde bulunulması gereklidir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.3 uyarınca değerleme konusu varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması durumunda bu yaklaşımın uygulanması değerlemeyi gerçekleştiren uzmanının takdirine bırakılmıştır.

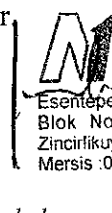
Gerek küresel ölçekte ve gerekse yurtiçinde metal sektörünün doygunluktan çok uzakta olması ve Türkiye’de hızla gelişen sanayii üretiminin ve teknoloji düzeyinin etkisiyle metal sektöründeki üretimin devamlılık arz etmesi, Mega Metal’in güçlü hikayesini desteklemektedir. 2019-2022 yılları arasında üretimde tonaj olarak %10,8 yıllık bileşik büyüme oranına (YBBO) ulaşan Mega Metal, bu dönemde üretimde kesintisiz bir büyüme performansı göstermiştir. Detayları işbu Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.2. numaralı bölümünde anlatılan fiyatlama mekanizmasında belirtildiği üzere, “LME (London Metal Exchange) + Prim” metodu ile fiyatlama yapan Mega Metal’in ürünlerine uyguladığı baz fiyat (LME) 2000 yılından itibaren artış trendi göstermiş, Haziran 2023 itibarıyla son 22,5 yılda YBBO %7,9 oranında artmıştır.

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

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

İndirgenmiş Nakit Akışları yöntemi kapsamında 2023 - 2028 yılları arasındaki Mega Metal'e ilişkin nakit akışlarının projeksiyonu yapılmıştır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 50.4. madde (d) bendi uyarınca, tahmin süresinin sonunda devam eden değerler değerlendirme konusu varlık için uygunluğu sorgulanmıştır. Projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değerler hesabında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.22 maddesinin (a) bendi uyarınca sınırsız ömürlü varlıklar için kullanılabilen sabit büyüme yöntemi kullanılmıştır. İşbu Fiyat Tespit Raporunun 6.2. numaralı bölümünde belirtilen faaliyetlerden sürekli nakit akışı sağlayan Şirket'in ürün satışları bazında elde ettiği hasılat gelirleri ile satışların maliyeti, amortisman, faaliyet giderleri, işletme sermayesi, yatırım ve vergi giderleri dikkate alınarak serbest nakit akımları hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi (01.07.2023 – 31.12.2028) boyunca tahmin edilen serbest nakit akımları bugünkü değere indirgenerek, bugüne indirgenmiş serbest nakit akımlarının toplam tutarı belirlenmiştir. Bu değere, sabit (uç) değer ile büyütülerek hesaplanan uç değer nakit akımlarının bugünkü değeri eklenerek Firma Değeri hesaplanmıştır. Ardından, Firma Değeri'nden net finansal borç (Kısa Vadeli Finansal Borçlar + Uzun Vadeli Finansal Borçlar – Hazır Değerler [Nakit ve Nakit Benzerleri + Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Varlıklar⁴]) rakamı düşülerek, İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi kapsamında, Şirket'in nihai Özsermaye (Piyasa) Değeri hesaplanmıştır.

Gerek miktar ve gerekse fiyatlamaya yönelik öngörü ve projeksiyonlar, yurtiçi ve yurtdışı piyasa ve makroekonomik koşullar doğrultusunda değişiklik gösterebileceğinden gelir tutarının projeksiyonu görece sağlıklı olmayabilecektir. Bu nedenle, tahmin dönemi için UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca bozulan bir yapıda gelir projeksiyonu uygulanmıştır ve Şirket'in tarafımıza sağladığı 5 yıllık projeksiyon bu yaklaşım altında incelenmiştir. Bu kapsamda, 2023 yılı tahminleri oluşturulduktan sonra cironun 2024 yılında son üç yıllık ortalama ölçüsünde büyüme göstereceği varsayılmış ve projeksiyon döneminin takip eden yıllarında ise ciro büyüme oranının kademeli yavaşlayacağı öngörülmüştür. Ayrıca, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.26. maddesi uyarınca “değerlemeyi gerçekleştirenlerin kesin tahmin süresinin sonunda beklenen pazar koşullarını dikkate almaları ve buna uygun düzeltmeleri yapmaları” hükmünü karşılamak amacıyla işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.6 numaralı bölümünde üretim ve kapasite varsayımları, 8.3.2.7 numaralı bölümünde tonaj bazlı satış hacmi ve birim satış fiyatları yukarıda tarif edildiği gibi bozulan Pazar yapısı varsayımı altında ihtiyatlı bir yaklaşımla değerlendirme çalışmasında tahmin edilmiştir.

 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 272100
Mersis : 0388004352100015 www.ai-capital.com.tr

⁴ Şirketin uzun vadeli finansal varlıkları Eurobond'lardan oluşmakta olup, piyasada her an satılabilir nitelikte olduğundan Nakit ve Nakit Benzerlerine eklenmiştir.

8.3.2.1 Hasılat Projeksiyonlarında Kullanılan Yöntem Hakkında Bilgi

Halka arz edilecek Şirket'in tahminleri, kısmen Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağılı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Fiyat tespit çalışmasında, Mega Metal'in 2020, 2021 ve 2022 yıllarına ait Özel Bağımsız Denetimden geçmiş finansal tabloları ile 30.06.2023 tarihine ait Özel Bağımsız Denetimden geçmiş ara dönem finansal tabloları esas alınmıştır. İlgili dönemlere ilişkin özel bağımsız denetim raporlarına Şirketin "<https://megametal.com.tr/>" ve "www.kap.org.tr" adreslerinden ulaşılabilir. Ayrıca, Şirket yönetimi tarafından projeksiyon dönemi için sağlanan satış geliri, üretim ve maliyet bilgileri değerlendirilmiş ve ana ürün segmentleri bazında gelir-gider kırılımları ile özel bağımsız denetim raporlarındaki verilerden faydalanılmıştır. Şirket projeksiyon ve öngörülerinin değişmesi durumunda farklı pay başına değer söz konusu olabilir.

İşbu değerlendirme raporu oluşturulurken, Türkiye ve dünya ekonomisinde olağandışı iktisadi ve/veya finansal kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve hukuki gelişmeler vs. gibi Şirket'in faaliyetlerini kesintiye uğratabilecek durumların gerçekleşmeyeceği; Şirket'in organizasyon yapısında, yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini kesintiye uğratabilecek, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek türden önemli bir değişimin yaşanmayacağı varsayılmıştır. İNA projeksiyonu yapılırken, İzahnamenin 5, 6 ve 7. Bölümlerinde detaylıca incelenmiş olan Şirket'in geçmişi, içinde bulunduğu sektörün yapısı, risk unsurları, işletmenin mali durumu, karlılık durumu, sabit ve dönen varlıklarının değeri dikkate alınmıştır. Şirket'in paylaştığı üretim, satış gelirleri, satışların maliyeti, amortisman, yatırım ve faaliyet giderlerine dair projeksiyonlar tarafımızca, işbu Fiyat Tespit Raporu'nda değerlendirilmiştir.

Şirket'in üretim, kapasite kullanım ve gelir tablosu projeksiyonları yapılırken "tüme varım" yaklaşımı benimsenmiştir. Bu bağlamda, Şirket'in stratejik hedefleri doğrultusunda, projeksiyon dönemi boyunca, satışları gerçekleştirilecek olan ana ürün grupları (segment) bazında hasılat tutarları tahmin edilmiştir. Şirket'in faaliyet ve üretim süreçleri gözden geçirildikten sonra detayları 8.3.2.6 ve 8.3.2.7 numaralı bölümlerde yer alan satış hacmi ve fiyat varsayımlarına dayandırılarak hasılat tahminleri yapılmıştır.

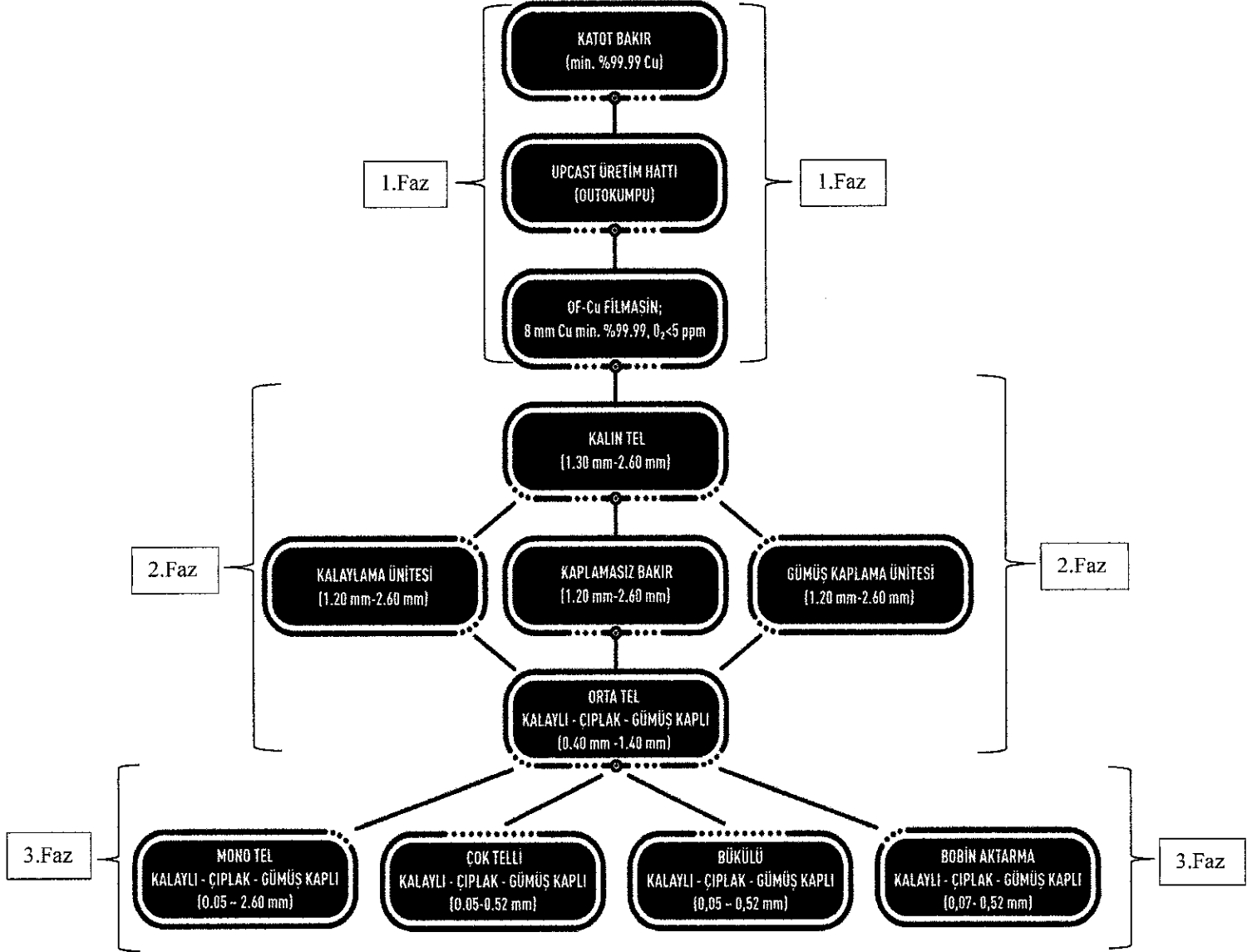
8.3.2.2 Üretim Süreci ve Fiyatlama Mekanizması

Mega Metal'in, Kayseri OSB'deki üretim sahası, 75.000 m² alan üzerinde kurulu olan üretim tesisi ile hammadde, yarı mamul ve sevk edilecek mamullerin depolanması için 8.000 m² iki adet depo alanından oluşmaktadır. Mülkiyeti kendine ait olan tesiste, 24 bin ton kapasiteli iki adet Upcast üretim hattında faaliyet gösteren Firma, yıllık toplam 48.000 ton ergitme kapasiteli üretim tesisinde düşük akım için iletken özelliğe sahip oksijensiz elektrolitik bakır tel üretimi gerçekleştirmektedir.

Mega Metal bakır saflığı en yüksek kalitede olan katotları kullanmaya özen göstermektedir. Bu nedenle, tedarikçi sayısı bu kalitede katotları sağlayacak şekilde Glencore, Trafigura ve Traxys gibi bilinirliği çok yüksek ve önemli yurt dışı tedarikçiler ile yurt içinde Stirco ve Eti Bakır ile tedarik konusunda çalışılmaktadır. Gerek makine ve ekipman parkının yenilenmiş olması ve gerekse hammadde olarak bakır saflığı yüksek kalitede olan katotları kullanılıyor olması üretim verimliliği yükseltmiştir. Hammadde olarak temin ettiği katot bakırdan 8 mm çapında oksijensiz filmaşın üreten Mega Metal, Filmaşını hem yarı mamul olarak hem de çıplak ve kalaylı olarak Mono Tel, Çok Telli Bükülü Teller ve Bobin Tellere dönüştürerek satmaktadır. Satışlarının tamamını sipariş üzerine gerçekleştiren Şirket'in ürettiği ürünler elektrik, elektronik, iletişim, enerji üretimi ve dağıtımı, elektroteknik, güneş ve yenilenebilir enerji, ev aletleri, kablo, savunma ve otomotiv endüstrisi gibi çeşitli sektörlerde kullanılmaktadır. Şirket'in üretim akış şeması aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad/ Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:27018
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

ÜRETİM AKIŞ ŞEMASI



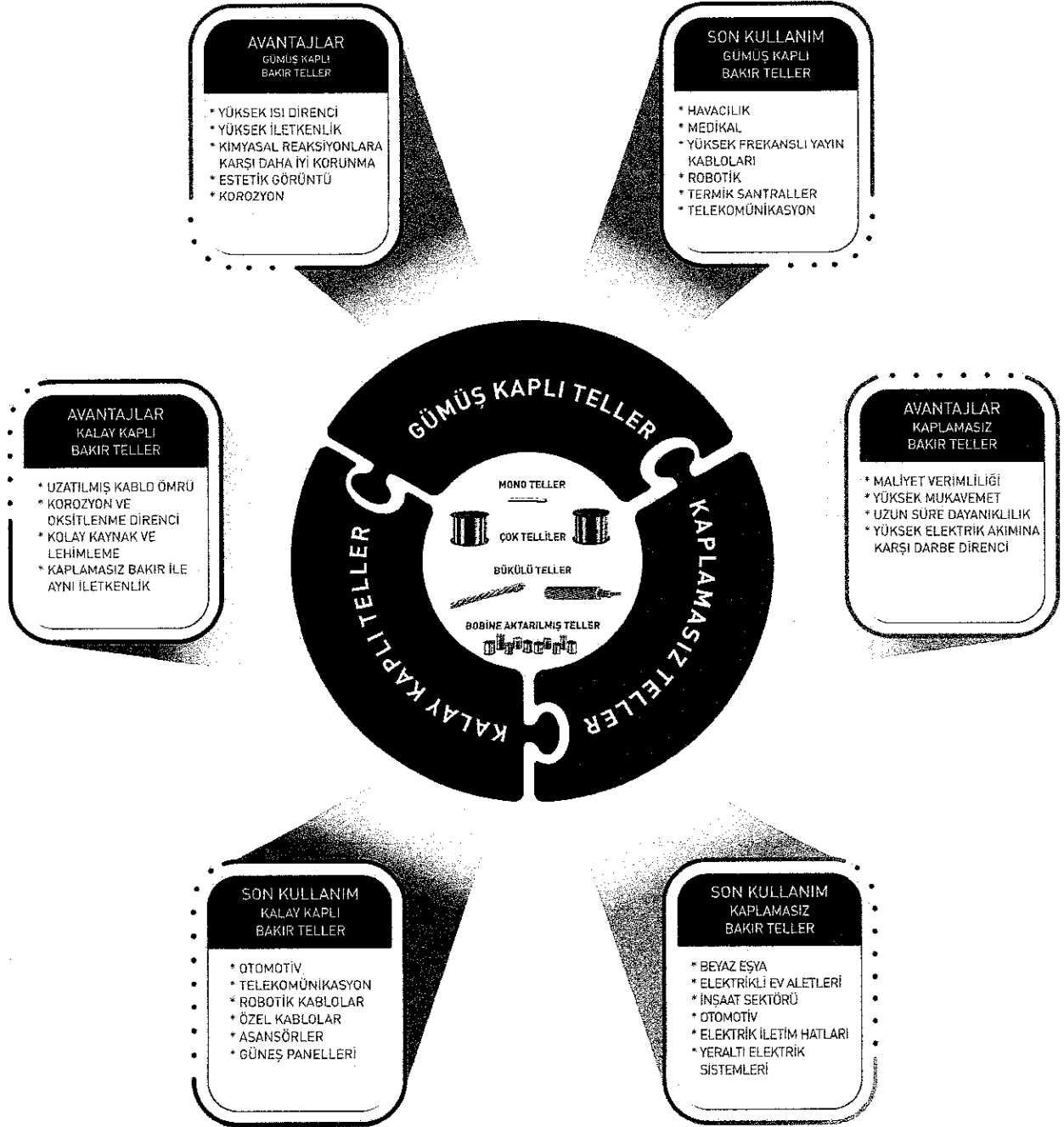
Kaynak : <https://megametal.com.tr/urunler/uretim-asamalari/>



**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**

Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D. : 388 004 35 21 Tic.Sic.No:274789
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

YÜZEY TÜRLERİ



Kaynak : <https://megametal.com.tr/urunler/yuzey-turleri/>

Mega Metal, 2018 yılı sonlarına doğru kendi bünyesinde oluşturduğu strateji doğrultusunda, bakır tel alanında niş ürün olarak değerlendirilen katma değeri ve karlılığı yüksek 0,05 mm tel çapına kadar inceltilebilen süper ince bakır tel ürünlerinin üretimine ağırlık vermektedir. Şirket, orta vadeli stratejisi doğrultusunda, süper ince bakır tel üretiminin temel girdisini oluşturan Filmaşın'ın yarı mamul olarak satışını kademeli azaltmaktadır. 2020 yılında toplam

hasılatın ABD doları bazında %6,87'sini oluşturan Filmaşın satışı, 2021 yılında toplam hasılatın %6,59'una, 2022 yılında ise %4,87'sine gerilemiştir. 2023 yılının ilk yarısında ise Filmaşın satışlarının hasılat içindeki payı %0,10 seviyesine kadar gerilemiştir. Orta-Kalın Tel grubu satışlarını gelecekte azalan oranlarda sürdürme eğiliminde olan Mega Metal, bu strateji doğrultusunda, ürün portföyündeki en kalın telin 0,05 – 2,60 mm tek tel çapı aralığında üretilen mono tel olması yönünde üretim süreçlerini yeniden düzenlemiştir. Buna göre Şirket, takip eden yıllarda ürün portföyündeki filmaşın satışlarını durdurmaya, orta ve kalın tel satışlarını kademeli olarak azaltmaya, buna karşılık Bükülü Tel, Çok Telli Ürünler, Bobin ve Mono Tel segmentlerindeki üretimi ise kademeli olarak artırmayı planlamaktadır.

Bu kapsamda, oksijensiz bakır tel yöntemi ile 0,05 mm ve 2,60 mm tel çapı aralığında sert veya tavlı olarak “Mono Tel” üretimi gerçekleştiren Mega Metal, mono telleri çıplak veya kalay kaplı olarak satışa sunmaktadır. Süper ince tel grubu olarak adlandırılan 0,05 mm ve 0,15 mm tek tel çap aralığında 16 tele kadar “Çok Telli Ürün” imalatı ve satışını gerçekleştiren Şirket, söz konusu çok telli ürünleri, “Bükülü Ürünler” ve “Bobin Aktarma” üretimi için de kullanmaktadır. Belirli sayı ve çaptaki ince tellerin sıkıştırılması ve bükülmesi ile “Bükülü Tel” üretimi gerçekleştiren Mega Metal, bu ürünleri kullanım yerine göre belirlenmiş olan geometrik yapılarına, adım uzunluklarına ve büküm yönlerine göre alt ürün gruplarına dönüştürmektedir. “Bobin Aktarma” imalatı kapsamında oksijensiz bakır telleri 0,07 mm ve 0,252 mm tek tel çapı aralığında müşterilerin talepleri doğrultusunda bobinlere aktararak satışa sunan Şirket, Türkiye'nin süper ince bakır tel üretiminin yarısından fazlasını karşılar duruma gelmiştir⁵. Elektrolitik bakır tel sektöründe süper ince bakır tel üretimi ile bükülü tel, çok telli ürün ve bobin aktarma grubundan oluşan bir niş ürün portföyüne ulaşan Mega Metal'in tonaj bazlı satış hacminin 2022 sonu itibarı ile %82,2'si bu üç ürün grubundan oluşmaktadır. Haziran 2023 sonu itibarı ile bükülü tel, çok telli ürün ve bobinde ulaşılan satış hacmi, toplam satış hacminin %89,9'unu meydana getirmiştir. Bükülü Tel, Çok Telli Ürün ve Bobin grubunda satış hacmini kademeli artıran Mega Metal'de, Kalın - Orta Tel ile Filmaşın ürünlerinin payı 2022 sonunda %9,5 seviyesine, 2023 yılının ilk yarısında ise %0,9 oranına gerilemiştir. 2020 yılında Kalın-Orta Tel ve Filmaşın'ın satış hacmi içindeki payı sırasıyla %7,70 ve %8,59 iken, bu oranlar 2021 yılında sırasıyla %3,60 ve %7,96, 2022 yılında ise %3,42 ve %6,08 oranlarına gerilemiştir. Mega Metal halihazırda ulaştığı niş ürün kategorileri ile başta Avrupa Birliği ülkeleri olmak üzere tüm dünyada 30'dan fazla ülkeye ihracat yaparak 30.06.2023 itibarı ile cirosunun %59,0'unu yurtdışı satışlardan elde eder duruma gelmiştir. 30.06.2022 tarihinde bu oran %58,1 olarak hesaplanmıştır.

Şirket, bir taraftan satış hacminde ve ciroda artış eğilimi sağlarken, diğer taraftan da teknoloji, yenilenebilir enerji, elektrikli araçlar ve telekomünikasyon sektörlerinde talep görmekte olan katma değeri ve kar marjı yüksek niş ürünlerin ürün portföyüne dahil olmasıyla karlılık üzerinde de gelecek yıllarda olumlu gelişmelerin yaşanacağını değerlendirmektedir. Bu kapsamda, ilerleyen dönemlerde ürün portföyündeki niş ürünler olan Bükülü Tel, Çoklu Tel

⁵ Kaynak: T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Sektörel Üretim Raporu ve TİM Sektörel İhracat Raporu

ve Bobin gibi katma değeri ve kar marjı yüksek ürünlerin payının artacağı öngörülmüştür.

Mega Metal’de satışların maliyetinin yaklaşık %87’sini hammadde maliyetleri (katot bakır, bakır filmaşın, kalay ve diğer yardımcı malzemeler) oluşturmaktadır. Firma üretimde kullandığı hammadde ve yardımcı malzemelerin ortalama %70’ini yurt içinden tedarik etse de sektörde hammadde fiyatları, bakır cevheri, konsantresi ve blister bakırın London Metal Borsası (LME) ve New York Emtia Borsası (COMEX)’nda oluşan uluslararası fiyat düzeylerini temel alınarak belirlenmektedir. Ayrıca Mega Metal, hammadde olarak kullandığı katot bakırı yurt dışından temin etmekte ve söz konusu hammaddenin fiyatı yine LME ve COMEX’de⁶ oluşmaktadır. Müşterilerinin büyük kısmının Avrupa’lı firmalardan oluşması nedeniyle, Mega Metal, satışını gerçekleştirdiği ürünlerin satış fiyatını “LME (London Metal Exchange) + Prim” şeklinde belirlemektedir. Haziran 2023 sonu itibarı ile satışlarının %59’unu yurtdışına gerçekleştiren Şirket, yurt içinde satışlarını da aynı yöntemle dövizde endeksli olarak gerçekleştirmektedir. Daha açık bir ifadeyle, peşin satışlarını ürünlerin sevk tarihindeki USD/TL kuru üzerinden ve vadeli satışlarını ise vade tarihindeki USD/TL kuru üzerinden faturalandırmaktadır. Bu şekilde Şirket, uluslararası piyasalarda oluşan hammadde fiyatlarındaki değişimi ürün satış fiyatlarına doğrudan yansıtılabilmekte ve dolayısıyla döviz kurunda ve hammadde fiyatlarında yaşanan dalgalanmaların karlılık üzerindeki etkisini sınırlandırabilmektedir.

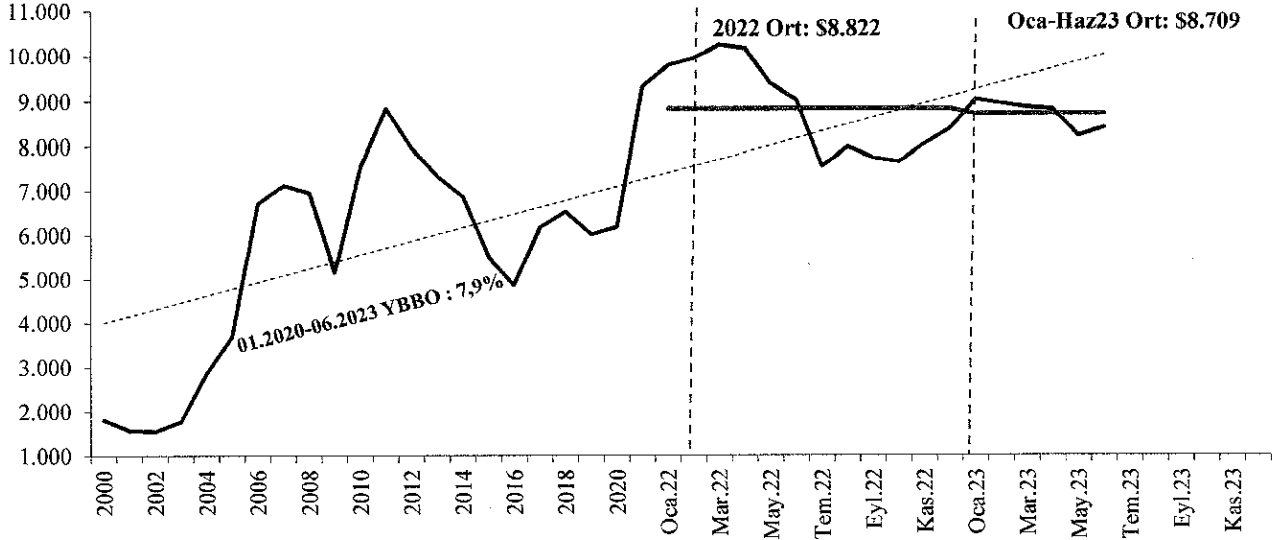
Bu fiyatlama mekanizması sayesinde Mega Metal, LME fiyatının arttığı ya da azaldığı dönemlerde hammadde fiyatlarındaki değişimin etkisini ciroya doğrudan yansıtılabilmektedir. Öte yandan, tonaj bazında artış kaydedildiği dönemlerde, segment bazında hasılat düşüşlerinin yaşanmasının sebebi ise uluslararası piyasalarda belirlenen hammadde fiyatlardaki gerilemelerin ciroya doğrudan yansımasıdır. İşbu Fiyat Tespit Raporunda belirtilen finansal rapor tarihlerinde, satış hacminde gerçekleşen artışın etkisiyle, Mega Metal bahsi geçen etkiden sınırlı düzeyde (ve sadece segment bazında) etkilenmektedir. Toplam hasılatla bakıldığında ise analize konu olan yıllarda ABD Doları bazında kesintisiz bir artış trendinin oluştuğu görülmektedir.

Diğer yandan, satışını gerçekleştirdiği ürünlerin fiyatını “LME (London Metal Exchange) + Prim” şeklinde belirleyen Mega Metal, bu mekanizma sayesinde hammadde fiyatlarındaki oynaklığa karşı brüt kar marjında da önemli ölçüde doğal koruma sağlayabilmektedir. Özetle, Mega Metal’in satış fiyatlarını döviz cinsinden belirlemesi ve hammadde fiyatlarındaki değişimi satış fiyatlarına doğrudan yansıtabilmesi sayesinde, FAVÖK marjının istikrarlı bir yapıya sahip olması sağlanmıştır. Index Mundi⁷ adlı data portalından sağladığımız LME’de işlem gören %99,9935 saflık derecesindeki bakır katot fiyatlarının uzun vadeli görünümü aşağıdaki Grafikte izlenmektedir.

⁶ Değerli metallerin işlem gördüğü ABD’de yer alan vadeli işlem borsasıdır

⁷ IndexMundi, birçok kaynaktan istatistikleri toplayan ve bunları kullanımı kolay görsellere dönüştüren bir veri portalıdır.

Grafik 1 – LME Katot Bakır Fiyatları (ABD Doları/Ton)



Kaynak: <https://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=copper>

%99,9935 saflıktaki bakır katotların LME’de oluşan fiyatlarının yıllık ortalamaları ve Mega Metal’in satışa sunduğu ürünlerin yıllık ortalama satış tutarları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 9 LME* Katot Bakır Piyasa Fiyatı ve Mega Metal Ürün Satış Fiyatları (\$/Ton)

Yıllar	LME* Katot Bakır	Mega Metal Ürün Satış Fiyatları					
		Bükülü Tel	Çok Tell Ürünler	Bobin Aktarma	Mono Tel	Filmaşın	Kalın - Orta Tel
2018	6.530	8.035	8.552	8.593	7.845	6.906	7.296
2019	6.010	8.290	8.799	8.919	8.467	7.261	7.566
2020	6.174	8.050	8.500	8.760	8.250	6.350	6.650
2021	9.317	11.477	11.800	12.065	11.657	9.400	9.800
2022	8.822	12.100	12.530	12.850	12.350	9.645	10.480
30.06.2023	8.709	12.029	11.907	12.316	13.504	10.320	10.734

Kaynak: Mega Metal; <https://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=copper>

* : London Metal Exchange

01.2000-06.2023 dönemini kapsayan son 22,5 yılda %7,94 oranında yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) gösteren LME katot bakır fiyatları, 2022 yılında bir önceki yıla göre %5,3 oranında, 30.06.2023 itibarı ile 2022 yılı sonuna göre %1,28 oranında düşüş göstermiştir. Öte yandan, LME katot bakır fiyatlarının yıllık ortalaması 2022 yılında 8.822 ABD dolarına, 2023 yılının ilk yarısındaki ortalama fiyat düzeyi 8.709 ABD dolarına seviyesine gerilese de 2018, 2019 ve 2020 yıllarındaki fiyat seviyelerinin oldukça üzerindedir. Zira, 2021 yılı hariç tutulduğunda, LME katot bakır fiyatlarının 2022 yılında ve 2023 yılının ilk yarısında son 10 yıllık ortalama fiyat düzeyinin (6.760 ABD doları) üzerinde gerçekleştiği gözlenmektedir. Özetle, yıllar itibarıyla dalgalı seyrizleyen LME katot bakır fiyatlarının orta-uzun vadede

belirgin bir artış trendi izlediği görülmektedir. Nitekim, 2023 yılının Ocak-Haziran döneminde LME katot bakır fiyatları 2022 yılının Temmuz – Aralık dönemine göre ortalama %10,4 oranında artarak ton başına 8.709 ABD Doları seviyesine yükselmiştir. Böylece 2000 yılının başından bu yana LME katot bakır fiyatının YBBO artışı %7,9’a ulaşmıştır.

Mega Metal’in LME fiyat bazının üzerinde uyguladığı “prim tutarını” belirleme gücünün yüksek olduğu firma yöneticileri tarafından ifade edilmiştir. Prim tutarını belirleme gücünden kast edilen husus, Mega Metal’in katot bakırın LME’de belirlenen fiyatının üzerine “daimi marj” uygulayarak satış fiyatlarını küresel piyasalardaki oynaklığa karşı korunaklı kılabilmesidir. Şirket katot bakırı hammadde olarak kullandığından, LME Katot Bakır fiyatlarındaki değişimi doğrudan hammadde maliyetine yansıtmaktadır. Buna karşılık Şirket, LME katot bakır fiyatlarındaki değişikliği, ürün satışlarında uyguladığı LME + Prim mekanizması sayesinde eş anlı olarak satış fiyatlarına yansıtabildiğinden LME katot bakır fiyatlarında oynaklığın arttığı yıllarda, kar marjına “tam koruma” sağlayabilmektedir. LME fiyatlarının düşüş gösterdiği yıllarda da Şirket, küresel piyasa ve rekabet koşullarına uygun olarak LME üzerindeki prim uygulamasını devam ettirmektedir. Satış fiyatlarına uygulanan prim belirlenirken, Şirket’in elektrik, lojistik ve işçi ücretleri gibi maliyet unsurları da küresel bakır piyasası rekabet ve talep koşulları el verdiği ölçüde yansıtılmaktadır.

Bu doğrultuda, katma değeri yüksek olan Çok Telli Ürünler, Bobin Aktarma ve Bükülü Tel ürünleri ürün gamındaki görece yüksek satış fiyatına sahip olan ürünler olarak öne çıkmaktadır. 0,05 mm tel çapına kadar üretimi mevcut olan Mono Tel ürününde de ortalama satış fiyatının, Çok Telli Ürünler ve Bobin Aktarma ürünün altında fakat yakın bir seyrinde gerçekleştiği görülmektedir. Aşağıdaki tabloda Mega Metal’in satışa sunduğu ürünlere tonaj başına uyguladığı yıllık ortalama prim tutarı yer almaktadır.

Tablo 10 LME* Katot Bakır Fiyatlarının Üzerine Uygulanan Prim Tutarı (\$/Ton)

Yıllar	Bükülü Tel	Çok Telli Ürünler	Bobin Aktarma	Mono Tel	Filmaşın	Kalın-Orta Tel
2018	1.505	2.022	2.063	1.315	377	767
2019	2.279	2.788	2.908	2.456	1.250	1.555
2020	1.876	2.326	2.586	2.076	176	476
2021	2.160	2.483	2.748	2.340	83	483
2022	3.278	3.708	4.028	3.528	823	1.658
30.06.2023	3.320	3.198	3.607	4.795	1.611	2.025

Kaynak: Mega Metal, <https://www.indexmundi.com>,

* : London Metal Exchange

Analiz dönemlerinde ortalama %59 oranında ihracat/ciro oranına sahip olan Şirket’in yurt içi ve yurt dışı satış fiyatları karşılaştırıldığında Bükülü Tel ve Çok Telli ürünlerin yurt dışı piyasada daha yüksek fiyatlarla satışa sunulduğu görülmektedir. Filmaşın satışları ağırlıklı olarak iç piyasaya yapılırken, Bobin ve Mono ürünlerinin ortalama satış fiyatları yurt içinde daha yüksek seyretmektedir.

Mega Metal'in ürün grubu bazında cirosunun dağılımı incelendiğinde, Firmanın başlıca ürün grupları olan Bükülü Tel, Çok Telli Ürünler, Bobin Aktarma ve Mono Tel ürünlerinin 30.06.2023 tarihli finansal raporlama döneminde cirodan %98,1 oranında pay aldığı görülmektedir.

Sipariş bazlı satış gerçekleştiren Mega Metal'in ciro dağılımı müşteri talebine bağlı olarak dönemsel değişkenlik gösterebilmektedir. 2020-2022 yılları arasındaki üç yıllık analiz döneminde üretim süreçlerinde hammadde ve yarı mamul olarak yer alan Filmaşın cirodan bu dönemde tonaj olarak ortalama %7,5 oranında pay almıştır. Üretim süreçlerinde Filmaşın'den sonraki aşamada üretilen ara ürünler olan Kalın - Orta tel ürünlerinin cirodan aldığı payın da ilgili dönemde 4 puan kadar gerileyerek %7,7'den %3,4'e düştüğü görülmektedir. Firmanın temel iş stratejisini ürün portföyündeki en kalın telin 0,05 – 2,60 mm tek tel çap aralığında üretilebilen katma değeri ve karlılığı yüksek Mono Tel olması yönünde belirlemesi ve bu plana yönelik adımlar atması, ortalama satış fiyatlarında düşüşlerin olduğu yıllarda dahi (örneğin 2020 yılında), satış hacimlerin tonaj olarak artış göstermesi sayesinde cirodaki artış trendinin devam etmesine olanak sağlamıştır. Yurtdışı piyasalarda bakır fiyatlarının yüksek seyrettiği dönemlerde ise fiyatların yüksekliğine rağmen Mega Metal, portföyündeki niş ürünler sayesinde müşterileriyle ileri vadeli sipariş sözleşmeleri yapma kabiliyetine eriştiğinden talep artışını muhafaza ederek cirosundaki artış trendini sürdürebilmiştir.

8.3.2.3 Üretim ve Kapasite Kullanım Gelişmeleri

Mega Metal 2016 yılında 10.000 ton/yıl kapasiteli bir adet Upcast (Outokumpu) üretim hattını, yeni Outokumpu makine ile değiştirerek yıllık kapasite 24.000 ton/yıl düzeyine çıkarttı. 2018 yılında aynı kapasitede yeni bir Outokumpu makinesi daha satın alan Mega Metal yıllık üretim kapasitesini 24.000 ton/yıl düzeyinden 48.000 ton/yıl düzeyine yükseltmiştir. Kayseri Sanayi Odası tarafından Mart 2023'de hazırlanan Kapasite Raporu'nda, %67-100 arasında değişen randımanla 300 iş gününde 8 saat ve tek vardiya üretim yapıldığı varsayımı altında Şirket'in üretim kapasitesi "üretim üniteleri" bazında aşağıda yer alan tablodaki gibi gösterilmiştir.

Tablo 11 Üretim Üniteleri Bazında Kapasitesi		
Ürün Üniteleri	Birim	Kapasite
Kalay Kaplama Ünitesi	Ton/Yıl	8.809
Gümüş Kaplama Ünitesi	Ton/Yıl	1.248
Bakır Orta Tel Çekim Ünitesi	Ton/Yıl	10.003
Bakır İnce Tel Çekim Ünitesi	Ton/Yıl	16.616
Büküm Ünitesi	Ton/Yıl	8.668
Bobin Tel Ünitesi	Ton/Yıl	3.038
Toplam	Ton/Yıl	48.382

Kaynak : Kayseri Sanayi Odası Kapasite Raporu

 **A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No: 270188
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Ayrıca, Şirket yönetimi mevcut makine ve ekipmanlarının büyük bir kısmının son 5 yıl içinde yenilenmiş olması sayesinde üretim hattının daha etkin çalışmasıyla 56.000-58.000 ton/yıl kapasiteye ulaşılabilceğini belirtmiştir. Şirket'in bu yöndeki beyanatı tarafımızdan değerlendirilmiş, ancak Mega Metal'in üretim kapasitesi mevcut durumda 300 iş gününde 8 saat ve tek vardiya üretim varsayımı altında 48.000 ton/yıl olarak dikkate alınmıştır.

Mega Metal'in üretim sürecinde ortalama %2,9 hurda oranı⁸ olduğundan kapasite kullanım oranı hesaplanırken satışların tonaj hacmi değil, üretimdeki tonaj hacmi dikkate alınmıştır. Buna göre, toplam üretim hacmi tonaj bazında 2019 yılında 2018 yılına göre %6,7 oranında artış gösterirken, 2020 yılında %20,1, 2021 yılında %13,7 oranında artış sağlanmıştır. 2022 yılında %3,2 oranında artarak 44.697 tona ulaşan toplam üretim⁹ miktarı 2019-2022 yılları arasında YBBO %10,8 oranında büyüme kaydetmiştir. Söz konusu üretim miktarının 40.362 tonu mamul ürünlerden oluşurken, geri kalan 4.335 tonu ise Şirket'in müşterilerine yarı mamul ve hammadde olarak satmak üzere ürettiği Filmaşın (2.774 ton) ve Kalın-Orta Tel (1.561 ton) ürünlerinden meydana gelmiştir. Ocak – Haziran 2023 döneminde mamul üretim 2022 yılının aynı dönemine göre %9,8 oranında artarak 21.878 ton düzeyine ulaşırken, Filmaşın ve Kalın – Orta tel ürün grubundaki yüksek oranlı daralmadan dolayı toplam üretim 2023 yılının ilk yarısında %1 oranında azalarak 22.194 ton düzeyinde gerçekleşmiştir.

Üretim (Ton/Yıl)	Üretim Gelişimi Ocak – Haziran		
	2022	2023	Değişim
Toplam Üretim	22.428	22.194	-1,0%
Mamul	19.933	21.878	9,8%
Bükülü Tel	11.180	11.788	5,4%
Çok Telli Ürünler	3.791	4.923	29,9%
Bobin Aktarma	3.298	3.268	-0,9%
Mono Tel	1.663	1.899	14,2%
Yarı Mamul & Hammadde*	2.496	316	-87,3%
Filmaşın	1.495	14	-99,1%
Kalın- Orta Tel	1.000	302	-69,8%

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

* : Yarı Mamul ve Hammadde üretimi mamul üretimde kullanılmaktadır

⁸ Şirket yönetiminin beyanı

⁹ Mamul, yarı mamul ve hammadde toplamını göstermektedir

Tablo 12-b

Üretim	Üretim Gelişimi									
	2019		2020		2021		2022		2019-2022	
	Ton/Yıl	Değişim	Ton/Yıl	Değişim	Ton/Yıl	Değişim	Ton/Yıl	Değişim	YBBO*	
Toplam Üretim	31.698	6,7%	38.076	20,1%	43.304	13,7%	44.697	3,2%	10,8%	
Mamul	29.608	0,4%	31.779	7,3%	38.230	20,3%	40.362	5,6%	8,2%	
Bükülü Tel	15.533	12,9%	17.614	13,4%	20.317	15,3%	22.616	11,3%	13,2%	
Çok Telli Ürünler	7.151	1,0%	7.068	-1,2%	8.682	22,8%	8.025	-7,6%	3,2%	
Bobin Aktarma	4.486	3,9%	4.943	10,2%	6.464	30,8%	6.556	1,4%	11,0%	
Mono Tel	2.438	-43,7%	2.154	-11,6%	2.767	28,5%	3.165	14,4%	-7,6%	
Yarı Mamul & Hammadde**	2.091	882,0%	6.297	201,2%	5.074	-19,4%	4.335	-14,6%	112,4%	
Filmaşın	189	215,2%	3.319	1657,7%	3.493	5,2%	2.774	-20,6%	160,9%	
Kalın- Orta Tel	1.902	1143,1%	2.978	56,6%	1.581	-46,9%	1.561	-1,3%	78,7%	

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

* : Yıllık Bileşik Büyüme Oranı (YBBO)

** : Yarı Mamul ve Hammadde üretimi mamul üretimde kullanılmaktadır

Kapasite Kullanım Oranının (KKO) hesaplanmasında Mega Metal'in işbu Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.2 numaralı bölümünde yer alan üretim süreçleri dikkate alınmıştır. Bahsi geçen Şekil'de de izlendiği gibi, Şirket üretim sürecinin ilk fazında hammadde olarak satın aldığı katot bakırdan, süper ince bakır tel üretiminin ana hammaddesi olan Filmaşın imalatını gerçekleştirmektedir. Filmaşınların bir kısmını yarı mamul olarak müşterilerine satmak üzere ayıran Şirket, ürettiği Filmaşın'ın büyük kısmını Kalın - Orta Tel imalatında kullanmak üzere üretim sürecinin ikinci fazına dahil etmektedir. Kalın - Orta Tel üretiminin yine küçük bir kısmını Filmaşın'da olduğu gibi yarı mamul olarak müşteri siparişlerine ayıran Mega Metal, Kalın - Orta Tel ürünlerinin büyük kısmını Bükülü Tel, Çok Telli Ürünler, Mono Tel ve Bobin imalatını gerçekleştirmek üzere üretimin üçüncü fazında yarı mamul ve hammadde olarak kullanılmaktadır. Yukarıda anlatılan üretim sürecinde Mega Metal hammadde olarak tedarik ettiği katot bakırdan teorik olarak ilk fazda üç vardiya çalışarak 48.000 ton Filmaşın üretme kapasitesinde olup, ikinci fazda ilk fazda ürettiği Filmaşın'den de teorik olarak aynı tonajda (48.000 ton) Kalın - Orta Tel üretimi gerçekleştirebilme imkanına sahiptir.

Ancak katma değeri ve karlılığı yüksek süper ince bakır tel ürünlerine odaklanan Şirket, ürettiği Kalın - Orta Telleri üçüncü fazda kalaylama ve gümüş kaplama işlemlerinden geçirdikten sonra Bükülü Tel, Çok Telli Ürünler, Bobin ve Mono Tel üretimine ağırlık vermektedir. Şirket'in, ulaşabileceği maksimum yıllık üretim kapasitesi mamul ürün segmenti bazında Bükülü Tel'de 26.400 ton, Çok Telli Ürünlerde 9.000 ton, Bobin'de 8.400 ton Mono Tel'de ise 4.200 ton düzeyindedir..

Mega Metal 2022 yılında katot bakırdan ürettiği Filmaşın'ın 2.774 tonluk kısmını müşteri siparişlerine ayırıp (Tablo 13) 2.691 ton tutarında yarı mamul olarak Filmaşın satışı yapmıştır (Tablo 15). Filmaşın'ını kalan kısmından ikinci fazda ürettiği Kalın-Orta Tel'in 1.561 tonluk kısmını yine müşteri siparişlerine ayırıp 1.514 ton tutarında satış gerçekleştirmiştir. Üretim sürecinin üçüncü fazında ise Mega Metal Kalın - Orta Tellerden 22.616 ton Bükülü Tel, 8.025 Çok Telli ürün, 6.556 ton Bobin, 3.165 ton da Mono Tel imalatı gerçekleştirerek üretim sürecinin sonunda bu dört üründe toplam 40.362 tonluk üretim miktarına ulaşmıştır. Bu şekilde, Şirket'in Kapasite Kullanım Oranı Bükülü Tel'de %85,7, Çok Telli ürünlerde %89,2,

Bobinde %78,0 ve Mono Tel'de %75,4 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Bu dört ürün grubunda toplam kapasite kullanım oranı 2022 sonu itibarı ile %84,1 olmuştur. 2019-2022 yılları arasındaki segment bazındaki üretim tonajları ve kapasite kullanım oranları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Ocak – Haziran 2023 döneminde Kalın – Orta Tellerden 11.788 ton Bükülü Tel, 4.923 Çok Telli ürün, 3.268 ton Bobin, 1.899 ton da Mono Tel imalatı gerçekleştirilerek bu dört üründe toplam 21.878 tonluk üretim miktarına ulaşılmıştır. Söz konusu mamul üretim düzeyi tonaj olarak 2022 yılının aynı dönemine göre %9,8 oranında bir yıllık artışa işaret etmektedir.

Tablo 13-a	Üretim (Ton/Yıl) ve Kapasite Kullanım Oranı (KKO; %)											
	2019			2020			2021			2022		
	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO	Üretim	Kapasite	KKO
Mamul	29.608	48.000	61,7%	31.779	48.000	66,2%	38.230	48.000	79,6%	40.362	48.000	84,1%
Bükülü Tel	15.533	26.400	58,8%	17.614	26.400	66,7%	20.317	26.400	77,0%	22.616	26.400	85,7%
Çok Telli Ürünler	7.151	9.000	79,5%	7.068	9.000	78,5%	8.682	9.000	96,5%	8.025	9.000	89,2%
Bobin Aktarma	4.486	8.400	53,4%	4.943	8.400	58,8%	6.464	8.400	77,0%	6.556	8.400	78,0%
Mono Tel	2.438	4.200	58,0%	2.154	4.200	51,3%	2.767	4.200	65,9%	3.165	4.200	75,4%
Yarı Mamul/Hammadde*	2.091			6.297			5.074			4.335		
Filmaşın	189			3.319			3.493			2.774		
Kalın-Orta Tel	1.902			2.978			1.581			1.561		

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

* : Yarı Mamul ve Hammadde üretimi mamul üretimde kullanılmaktadır

Tablo 13 -b	Üretim (Ton/Yıl) ve Kapasite Kullanım Oranı (KKO; %)				
	Ocak - Haziran		Yıllıklandırılmış	Yıllık	KKO*
	2022	2023	Haziran 2023	Kapasite	
Mamul	19.933	21.878	42.307	48.000	88,1%
Bükülü Tel	11.180	11.788	23.224	26.400	88,0%
Çok Telli Ürünler*	3.791	4.923	9.157	9.000	101,7%
Bobin Aktarma	3.298	3.268	6.526	8.400	77,7%
Mono Tel	1.663	1.899	3.401	4.200	81,0%
Yarı Mamul/Hammadde**	2.496	316	2.155		
Filmaşın	1.495	14	1.293		
Kalın-Orta Tel	1.000	302	863		

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

* : Çok Telli Üretim son 4 çeyrek itibarı ile yıllıklandırıldığında %101,7 oranında kapasiteye ulaşmıştır. Ancak, bu oran 2023 yılının ilk yarısında bu ürün grubunda kapasitenin üzerinde üretim yapıldığı anlamına gelmemektedir.

** : Yarı Mamul ve Hammadde üretimi mamul üretimde kullanılmaktadır

Üretimin birinci ve ikinci fazında kullanılan Filmaşın ve Kalın – Orta Tel ürünleri Mega Metal'in mamul mal grubunda yer almayıp, küçük kısmı yarı mamul ve büyük kısmı ise Bükülü Tel, Çok Telli Ürünler, Mono Tel ve Bobin segmentlerinin imalatında hammadde olarak kullanıldığından kapasite kullanım oranı hesaplarına dahil edilmemiş, kapasite kullanım oranı hesabı yalnızca yukarıda belirtilen mamul ürün segmentleri bazında hesaplanmıştır. Kaldı ki Şirket, orta vadeli stratejisi doğrultusunda, Filmaşın'ın yarı mamul olarak satışını kademeli azaltarak sonlandırma ve dolayısıyla temelde diğer ürün grupları için hammadde

olarak kullanma yönünde strateji izlerken, ürün portföyündeki en kalın telin 0,05 – 2,60 mm tek tel çapı aralığında üretilebilen Mono Tel olması yönünde üretim süreçlerini yeniden düzenlemiştir. Buna göre Şirket, Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.2 numaralı bölümünde de belirtildiği üzere takip eden yıllarda ürün portföyündeki Kalın ve Orta Tel satışlarını kademeli olarak azaltmayı, buna karşılık Bükülü Tel, Çok Telli Ürünler, Bobin ve Mono Tel segmentlerindeki üretimi ise kademeli olarak artırmayı planlamaktadır.

Şirket'in çıplak ve kalaylı olarak Bükülü, Çok Telli ve Bobin Aktarma segmentlerinde ürettiği teller Haziran 2023 itibarı ile toplam üretimin %90'ını oluşturmaktadır. Bakır tel alanında niş ürün olarak değerlendirilen katma değeri ve karlılığı yüksek süper ince bakır tel üretimine ağırlık veren Mega Metal'in Mono Tel üretimi 2018 yılında toplam üretimin %14,6'sını oluştururken, 2022 yılında %7,1'ine gerilemiş, 2023 yılının ilk yarısında ise %8,6'sını oluşturmuştur. 2020 yılında toplam üretimin %7,8'ine ulaşan Kalın - Orta Tel segmentinin payı ise 2022'de ise %3,5'ine Haziran 2023'de ise %1,4'üne gerilemiştir. Ocak – Haziran 2023 döneminde Bükülü tel ve bobin aktarmanın toplam üretim içindeki paylarındaki artış trendi devam etmiştir. Ürün gruplarının üretim içindeki payları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ürün Gruplarının Toplam Üretim İçindeki Payları (%)						
Tablo 14	2018	2019	2020	2021	2022	Ocak – Haziran
						2022 2023
(%)						
Bükülü Tel	46,3%	49,0%	46,3%	46,9%	50,6%	49,9% 53,1%
Çok Telli Ürünler	23,8%	22,6%	18,6%	20,0%	18,0%	16,9% 22,2%
Bobin Aktarma	14,5%	14,2%	13,0%	14,9%	14,7%	14,7% 14,7%
Mono Tel	14,6%	7,7%	5,7%	6,4%	7,1%	7,4% 8,6%
Filmaşın	0,2%	0,6%	8,7%	8,1%	6,2%	6,7% 0,1%
Kalın-Orta Tel	0,5%	6,0%	7,8%	3,7%	3,5%	4,5% 1,4%
Toplam	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0% 100,0%

Kaynak: Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

8.3.2.4 Hasılat Gelişimi

İşbu Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.2 numaralı bölümünde belirtilen fiyatlama mekanizması sayesinde yurt dışında bakır fiyatlarında gözlenen dalgalı seyre rağmen, Mega Metal'in ciro büyümesi 2019-2022 yılları arasında istikrarlı bir şekilde devam etmiştir. Tonaj olarak bakıldığında, hurda satışlar dahil olmak üzere, 2019 yılında %4,7 oranında artan tonaj bazlı satış hacmi, 2020 yılında %19,2 oranında artarak 31.407 ton seviyesinden 37.443 ton düzeyine ulaşmıştır. 2021 yılında %14,0 oranında artarak 42.686 tona yükselen tonaj bazlı satış hacmi 2022 yılında %3,7 oranında ilave artış göstererek mamul, yarı mamul ve hammadde olarak toplam 44.249 ton düzeyine tırmanmıştır. Bu şekilde, toplam tonaj bazlı satış hacmi 2019-2022 yılları arasında YBBO %10,2 oranında büyüme kaydetmiştir. Mamul ürünlerde ise tonaj bazlı satış hacmi 2019-2022 yılları arasında YBBO %8,6 oranında büyüme kaydederek 2022 sonu itibarı ile 39.435 ton seviyesinde gerçekleşmiştir. 2023 yılının ilk yarısında da gerek satış hacmindeki artış trendi devam etmiştir. Ocak – Haziran 2023 döneminde toplam satış hacmi %2,5 mamul satış hacmi de tonaj olarak 2022 yılının aynı dönemine göre %12,8 oranında

büyümüştür.

Tablo 15 -a

Tablo 15 -a		Satış Hacmi Gelişimi							
	2019		2020		2021		2022		2019-2022
Satış Hacmi (Ton/Yıl)	Ton/Yıl	Değişim	Ton/Yıl	Değişim	Ton/Yıl	Değişim	Ton/Yıl	Değişim	YBBO*
Toplam Satış Hacmi	31.407	4,7%	37.443	19,2%	42.686	14,0%	44.249	3,7%	10,2%
Mamul Mal	28.502	0,5%	30.779	8,0%	37.186	20,8%	39.435	6,0%	8,6%
Bükülü Tel	15.031	13,6%	17.059	13,5%	19.762	15,8%	21.937	11,0%	13,5%
Çok Tellî Ürünler	6.877	1,0%	6.846	-0,5%	8.445	23,4%	8.069	-4,5%	4,3%
Bobin Aktarma	4.273	3,0%	4.787	12,0%	6.287	31,3%	6.359	1,1%	11,3%
Mono Tel	2.322	-44,3%	2.087	-10,1%	2.691	29,0%	3.070	14,1%	-7,4%
Yarı Mamul/Hammadde	1.977	931,7%	6.099	208,5%	4.936	-19,1%	4.205	-14,8%	116,4%
Filmaşın	180	212,2%	3.215	1687,7%	3.398	5,7%	2.691	-20,8%	161,4%
Kalın-Orta Tel	1.797	1241,0%	2.884	60,5%	1.538	-46,7%	1.514	-1,5%	83,3%
Hurda	928	-36,0%	566	-39,0%	565	-0,1%	609	7,7%	-19,5%

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

* : Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

Tablo 15 -b

Satış Hacmi (Ton/Yıl)	Satış Hacmi Gelişimi		
	Ocak – Haziran		
	2022	2023	Değişim
Toplam Satış Hacmi	21.501	22.029	2,5%
Mamul Mal	18.904	21.330	12,8%
Bükülü Tel	10.604	11.685	10,2%
Çok Tellî Ürünler	3.595	4.854	35,0%
Bobin Aktarma	3.128	3.271	4,6%
Mono Tel	1.577	1.519	-3,7%
Yarı Mamul/Hammadde	2.368	388	-83,6%
Filmaşın	1.418	25	-98,3%
Kalın-Orta Tel	950	364	-61,7%
Hurda	229	311	35,8%

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

İşbu Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.3 numaralı bölümünde belirtildiği üzere, satış hacmi üretim miktarının 2019-2022 yılları arasında ortalama %1,3 oranında altında kalmış olup söz konusu fark üretimde kullanılan hammaddenin cüz-i orandaki kısmının hurdaya dönüşmesinden ileri gelmiştir. 2023 yılının ilk yarısında ise satış hacmi üretimin %0,7 oranında altında gerçekleştirmiştir. Satış hacminin gelişimi Tablo 15’de yer almaktadır:

İşbu Fiyat Tespit Raporu’nun 8.3.2.2 numaralı bölümünde belirtildiği üzere, Mega Metal satışını gerçekleştirdiği ürünlerin fiyatını “LME + Prim” şeklinde belirlemektedir. Rapora konu olan yıllar itibarı ile yıllık ortalama bakır fiyatları ve Mega Metal’in ana ürün gruplarına uyguladığı yıllık ortalama prim (fiyat spread) tutarları 8.3.2.2 numaralı bölümde yer alan Tablo 10’daki gibi oluşmuştur. Aynı bölümde yer alan LME katot bakır fiyatlarında gözlenen dalgalı seyre rağmen, Mega Metal’in ciro büyümesi 2019-2022 yılları arasında istikrarlı bir şekilde devam etmiştir. 2019 yılında ABD doları bazında %8,2 oranında artan ciro, 2020’de %13,1 oranında, 2021’de %63,1 oranında, 2022’de ise yüksek baz etkisine rağmen %10,0 oranında artış göstererek hurda dahil 533,1 Milyon ABD doları düzeyine ulaşmıştır. Bu şekilde, 2019-

2022 yıllarını kapsayan 4 yıllık dönemde cirodaki yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) artış oranı %21,7 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Tablo 16 - a		Hasılat Gelişimi							
Satış Hasılatı (000 \$)	2019		2020		2021		2022		2019-2022 YBBO (%)
	Tutar	Değişim	Tutar	Değişim	Tutar	Değişim	Tutar	Değişim	
Hasılat Toplamı	262.894	8,2%	297.220	13,1%	484.649	63,1%	533.152	10,0%	21,7%
Bükülü Tel	124.600	17,2%	137.324	10,2%	226.804	65,2%	265.438	17,0%	25,7%
Çok Telli Ürünler	60.510	4,0%	58.187	-3,8%	99.652	71,3%	101.105	1,5%	14,8%
Bobin Aktarma	38.105	6,9%	41.933	10,0%	75.856	80,9%	81.713	7,7%	23,0%
Mono Tel	19.655	-39,9%	17.214	-12,4%	31.372	82,2%	37.915	20,9%	3,8%
Filmaşın	1.306	228,2%	20.414	1463,5%	31.941	56,5%	25.955	-18,7%	184,2%
Kalın-Orta Tel	13.595	1290,5%	19.177	41,1%	15.069	-21,4%	15.867	5,3%	100,7%
Hurda	5.122	-41,7%	2.971	-42,0%	3.955	33,1%	5.160	30,5%	-12,4%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

* : Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

Tablo 16 -b		Hasılat Gelişimi		
		Ocak – Haziran		
Satış Hasılatı (000 \$)	2022	2023	Değişim	
Hasılat Toplamı	293.183	264.154	-9,9%	
Bükülü Tel	140.098	140.551	0,3%	
Çok Telli Ürünler	54.957	57.804	5,2%	
Bobin Aktarma	42.381	40.289	-4,9%	
Mono Tel	28.858	20.516	-28,9%	
Filmaşın	15.468	254	-98,4%	
Kalın-Orta Tel	11.360	3.905	-65,6%	
Hurda	61	836	1264,0%	

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

Mamul ana ürün segmentlerine bakıldığında ise aynı dönemde YBBO artış oranı cironun yaklaşık yarısını oluşturan Bükülü Tel grubunda %25,7, Çok Telli Ürünler grubunda %14,8, Bobin Aktarma grubunda %23,0, Mono Tel grubunda %3,8, Filmaşın ve Kalın - Orta Tel grubunda ise sırasıyla %184,2 ve %100,7 oranında gerçekleşmiştir. Şirketin hurda satışları ise aynı dönemde YBBO %12,4 oranında daralmıştır. Ocak – Haziran 2023 döneminde ise LME Katot bakır fiyatlarının yıllık bazda uluslararası piyasalarda düşmesi (Ocak 2023'te %7,6; Şubat 2023'te %10,1; Mart 2023'te %13,4; Nisan 2023'te %13,3; Mayıs 2023'te %12,4 ve Haziran 2023'te %7,0 oranlarında düşüş gerçekleşmiştir) sonucunda Şirket'in satış hasılatı 2022 yılının aynı dönemine göre %9,9 oranında gerilemiştir. Şirket'in LME fiyatlarının üzerine prim uygulaması, satış gelirlerindeki düşüşü bir miktar sınırlayabilmiştir.

8.3.2.5 Sipariş gelişimi ve projeksiyonlar

İşbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.1 numaralı bölümünde vurguladığımız gibi Şirket'in satış projeksiyonları "tüme varım" yaklaşımıyla iki ana grupta detaylandırılmıştır. Buna göre,

- 2022 ve önceki yıllardan devralınan ve halihazırda devam eden işler (bakiye siparişler)
- 2023 yılında sözleşmesi imzalanmış kesinleşmiş siparişler

Şirket'in önümüzdeki döneme ilişkin üretim, kapasite kullanımı ve satış hasılatına ilişkin yapılacak varsayım ve projeksiyonlara temel teşkil etmektedir. İşbu Fiyat Tespit Raporu itibarıyla Şirket'in 2022 yılından gelen bakiye siparişi bulunmamaktadır. İşbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla, sözleşmesi 2023 yılında imzalanan toplam 6.322 ton düzeyinde yurt içi ve yurt dışı müşterilerden gelen açık siparişi mevcuttur.

Tablo 17	Açık Siparişler
(Ton)	Eylül 2023
Açık Siparişler	6.322
- Sözleşmesi 2023'de İmzalanmış Siparişler	6.322
Yurt İçi Müşteriler	2.807
Yurt Dışı Müşteriler	3.514

Kaynak : Şirket (21 Eylül 2023 itibarı ile)

Mega Metal 2023 yılının kalan bölümünde de siparişlerin devam etmesini beklemektedir. Mevcut pazarların yanı sıra, şirketin gümüş kaplı bakır tel satışı için özellikle Avrupa ve ABD'de müşteri arayışları sürmektedir.

8.3.2.6 Üretim ve kapasite kullanım varsayım ve projeksiyonları

2017-2021 yılları arasında Türkiye'nin ilk 500 sanayi kuruluşu arasında yer alan Mega Metal, Türkiye'nin ihtiyaç duyduğu oksijensiz elektrolitik süper ince bakır tel üretiminin yaklaşık yarısını tek başına gerçekleştirmektedir. Yurtdışında karbon salınımını azaltma hedefi doğrultusunda süper ince bakır tel ürün grubuna olan talep her yıl artarak devam etmekte ve bu da Mega Metal'in bu ürün grubundaki ihracat potansiyelini artırmaktadır. Upcast üretim hattında 0.05 mm çapına kadar inceltilebilen katma değeri ve karlılığı yüksek süper ince bakır tel ürünlerine özellikle yenilenebilir enerji sektörü, elektrikli araçlar, elektrik depolanma alanları gibi çevre dostu yüksek teknoloji kullanan sektörlerden yoğun talep gelmektedir. Özellikle yeşil enerji yatırımlarının hızla artması ve küresel ölçekte sürekli olarak yenilenebilir enerji kaynaklarından faydalanmak için yeni yatırımların artarak devam etmesi, bu ürünlere olan talebi artırmaktadır.

Uluslararası Yatırım Bankası Goldman Sachs tarafından 2021 yılında hazırlanan ve Anadolu Ajansı'nın (AA) internet sitesinde özet olarak yayınlanan bir rapora¹⁰ göre temiz enerji dönüşümünden kaynaklanan bakır talebinin 2030'da %600 artışla 5,4 milyon tona yükselmesi beklenmektedir. Elektrikli araçlar, rüzgar, güneş ve jeotermal enerji gibi yeşil enerji teknolojilerinin büyüme hızına bağlı olarak bakır talebinin toplamda %900 artışla 8,7 milyon tona ulaşabileceği belirtilmektedir. AA tarafından yayınlanan aynı raporda, temiz enerji dönüşümünün merkezinde yer alan güneş enerjisi teknolojileri, 2030'da bakır talebindeki artışın 1,6 milyon tonunu oluşturabilecektir. Ayrıca, karasal rüzgar enerjisi santrallerinin bakır

¹⁰ <https://www.aa.com.tr/tr/ekonomi/bakir-yesil-enerji-donusumuyle-altin-cagini-yasayacak/2127763>

talebindeki büyümedeki payı ise 1,3 milyon ton (%20) seviyesinde gerçekleşebilecektir. Deniz üstü rüzgar enerjisi kapasitesinin artmasıyla, bakır talebinde rüzgar teknolojilerinin payının da artması beklenmektedir.

Bunun yanı sıra, ülkelerin karbon salınımı azaltma hedefleri doğrultusunda elektrikli araç kullanımının fosil yakıtlı araçların yerini alarak önemli oranlarda artarak sürmesi, bakır ürünlerine olan talebi oldukça artırmaktadır. Bu talep artışının önümüzdeki dönemlerde de sürmesi, yenilenebilir enerji ve karbon salınımını azaltmaya yönelik yatırımlar için temel hammadde olan bakır ve bakır tel ürünlerine ihtiyacın artarak süreceği görüşü küresel ölçekte kabul görmektedir. Özetle, elektrikli araç üretiminin bakır tel üretimi için itici güç olacağı aşıkardır. Nitekim, Uluslararası Enerji Ajansının (IEA) Küresel Elektrikli Araç Görünümü raporuna¹¹ göre dünyada geçen yıl elektrikli araç satışları 2021'e göre rekor kırarak %55 artmış ve 10 milyonu aşmıştır. Elektrikli araçların toplam araç satışları içindeki payı %14'e yükselmiştir. Bu oran 2020 ve 2021'de sırasıyla %4 ve %9 seviyesinde bulunuyordu. Avrupa'da ise elektrikli araç satış sayısı 2022'de bir önceki yıla göre %15 artışla 2,7 milyon düzeyine ulaşmıştır. Avrupa'da elektrikli araçların toplam araç satışlarındaki payı 2021'deki %18'den 2022'de %21'e yükselmiştir. Bu şekilde, küresel elektrikli araç satışları 2017'deki 1 milyon seviyesinden 2022'de 10 milyona ulaşmıştır. Bu rakamın 2030'da 31,5 milyona yükselmesi ve yaklaşık 30 milyon elektrikli araç şarj ünitesinin kurulması beklenmektedir. Böylece, elektrikli araç sektörü kaynaklı bakır talebinin 2030'a kadar 2,4 milyon ton artması tahmin edilmektedir.

Elektrikli araçların en önemli bileşenlerinden biri olan yüksek teknolojili bakır teller, yüksek iletkenlikleri nedeniyle bu araçlarda yoğun olarak kullanılmaktadır. Uluslararası Bakır Birliği (ICA) için danışmanlık kuruluşu IDTechEx tarafından yapılan son araştırmaya göre, halihazırda otomotivde kullanım alanına göre birinci sırada yer alan içten yanmalı motorlarda ortalama 23 kilogramlık bakır kullanılırken, bu rakam hibrid araçlarda 40 kilografa, yüzde 100 elektrikli araçlarda ise 83 kilografa çıkmaktadır. Yani elektrikli araçlarda kullanılan bakır miktarı, içten yanmalı motorların yaklaşık 4 katına ulaşmaktadır. Bu şekilde, elektrikli araçların 2030'da bakır talebindeki toplam büyümenin %40'ını oluşturması beklenmektedir. Araştırmaya göre, yaygınlaşan elektrikli araçlarla birlikte, günümüzde sadece bu araçlar için toplam 185 bin ton olan bakır talebinin 2027 yılında yaklaşık 9 katlık bir artışla 1,74 milyon tona çıkması öngörülmektedir. Bu rakam sadece araçların üretiminde kullanılacak bakırı kapsamaktadır. Bunun dışında da bakırın yoğun olarak kullanılacağı diğer bir yer de şarj istasyonlarıdır. Aynı araştırmaya göre, standart bir istasyonda 700 gram olan bakır kullanımı, hızlı şarj istasyonlarında ise 8 kilografa kadar çıkabilmektedir.

Tüm bunların neticesinde, önümüzdeki 10 yılda küresel ölçekte süper ince bakır pazarının YBBO %6'nın üzerinde büyüme¹² göstermesi beklenmektedir. Bu nedenlerden ötürü Mega

¹¹ <https://temizenerji.org/2023/04/26/iea-bu-yil-dunyada-satilan-her-5-aractan-biri-elektrikli-olacak/>

¹² Kaynak: Global Super Fine and Fine Copper WireMarket, Research Report, 2020-2031

Metal'in ana hedefi oksijensiz elektrolitik süper ince bakır tel üretiminin ağırlığını artırmaktadır. Türkiye'nin süper ince bakır tel üretiminin yarısından fazlasını karşılar duruma gelen¹³ Mega Metal halihazırda ulaştığı niş ürün kategorileri ile başta Avrupa Birliği ülkeleri olmak üzere tüm dünyada 30'dan fazla ülkeye ihracat yaparak 2022 sonu itibarı ile cirosunun %59,3'ünü yurtdışı satışlardan elde eder duruma gelmiştir. Avrupa'da halihazırda saç telinin standart çapı 0.10 mm iken Mega Metal, elektroteknik, güneş ve yenilenebilir enerji, savunma ve elektrikli otomobil üretim sektörlerinden talep edilen 0.05 mm süper ince bakır tel teli üretmektedir.

İşbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarı ile gerek 24 Şubat 2022'de başlayan Ukrayna-Rusya savaşının devam ediyor olması ve gerekse faiz artırımlarının hem ABD hem de Avrupa Merkez bankaları tarafından sürdürülüyor olması nedeniyle 2023 yılı için görece ihtiyatlı varsayımlarda bulunduk. Buna göre, 2020-2022 yılları arasındaki 3 yıllık dönemde Bükülü Tel, Çok Telli, Bobin ve Mono Tel'den oluşan mamul ürünlerde YBBO %10,9 oranında tonaj büyümesi gerçekleştiren Mega Metal'in UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesi ile uyumlu olarak 2023 yılında mamul üretiminin tonaj bazında %1,8 oranında artacağı varsayılmıştır. 2022 ve 2023 yıllarında mamul (Bükülü Tel, Çok Telli, Bobin ve Mono Tel) üretim artışında yaşanan yavaşlamanın ardından 2024 yılında ivmelenme varsayılrsa da tonaj bazlı büyüme oranı 2024 yılında, bozulan Pazar yapısı varsayımı altında, 2020-2022 dönemindeki büyüme hızının yaklaşık 4,3 puan kadar altında %6,6 seviyesinde varsayılmıştır. Mamul üretim artış hızının 2025 yılında %6,2'e yavaşlayıp, 2026, 2027 ve 2028 yıllarında ise sırası ile %5,7, %5,2 ve %4,7 oranlarında büyüme göstereceği öngörülmüştür. Bu şekilde, 2023-2028 yılları arasında Şirket'in mamul üretiminin tonaj bazında YBBO %5,0'luk artışla, 2020-2022 döneminde YBBO %10,9'luk büyüme oranından 5,9 puan düşük gerçekleşeceği yönünde ihtiyatlı bir öngöründe bulunulmuştur. Aşağıda yer alan Tablo 18'de ana ürün gruplarına göre üretim miktarına ilişkin projeksiyonlar yer almaktadır.

Tablo 18		Mamul Üretim Projeksiyonu								
(Ton/Yıl)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2023-2028 YBBO %
Mamul Üretim	31.779	38.230	40.362	41.089	43.820	46.519	49.159	51.709	54.139	
Büyüme - %	7,3%	20,3%	5,6%	1,8%	6,6%	6,2%	5,7%	5,2%	4,7%	5,0%
Bükülü Tel	17.614	20.317	22.616	23.023	24.635	26.236	27.810	29.340	30.807	
Büyüme - %	13,4%	15,3%	11,3%	1,8%	7,0%	6,5%	6,0%	5,5%	5,0%	5,3%
Çok Telli Ürünler	7.068	8.682	8.025	8.169	8.741	9.309	9.868	10.411	10.931	
Büyüme - %	-1,2%	22,8%	-7,6%	1,8%	7,0%	6,5%	6,0%	5,5%	5,0%	5,3%
Bobin Aktarma	4.943	6.464	6.556	6.674	7.141	7.605	8.062	8.505	8.930	
Büyüme - %	10,2%	30,8%	1,4%	1,8%	7,0%	6,5%	6,0%	5,5%	5,0%	5,3%
Mono Tel	2.154	2.767	3.165	3.222	3.303	3.369	3.419	3.453	3.471	
Büyüme - %	-11,6%	28,5%	14,4%	1,8%	2,5%	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	1,5%

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli/Beşiktaş/İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270189
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

¹³ Kaynak: T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı Sektörel Üretim Raporu ve TİM Sektörel İhracat Raporu

Şirket'in kapasite kullanımına ilişkin detaylı açıklama işbu Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.3 numaralı bölümünde yapılmıştır. Buna göre, üretimin sürecinin birinci fazında dışarıdan tedarik edilen katot bakırdan yarı mamul olarak imal edilen Filmaşın ve sonrasında yine yarı mamul olarak üretilen Kalın – Orta Tel, üretim sürecinin üçüncü fazında Bükülü Tel, Çok Telli Ürünler, Mono Tel ve Bobin ürünlerinin imalatında hammadde olarak kullanıldığından kapasite kullanım oranı hesaplarına dahil edilmemiştir. Raporun 8.3.2.3 numaralı bölümünde yer alan Tablo 13'de gösterildiği gibi mamul ürün imalatında kapasite kullanım oranı 2022 sonu itibarı ile %84,1 oranında hesaplanmıştır. Mamul ürün segmentlerine bakıldığında 2022 yılında kapasite kullanım oranının Bükülü Tel'de %85,7, Çok Telli Ürünler'de %89,2, Bobin'de %78,0 ve Mono Tel'de %75,4 olarak belirlenmiştir.

Bu yaklaşım altında mamul ürün imalatında toplam kapasite kullanım oranının 2023 herhangi kapasite artırımı yatırımının gerçekleşmeyeceği varsayımı altında söz konusu üretim tonajları altında %85,6 seviyesine yükselmesi tahmin edilmiştir. Kapasite kullanım oranı 2024 yılında %85,9'a yükseldikten sonra, takip eden yıllarda kademeli düşüşle, 2025 yılında %85,6'ya, 2026 yılında %85,3'e, 2027 ve 2028 yıllarında ise %85,0'e gerileceği ve terminal dönemde de bu seviyede sabit kalacağı öngörülmüştür. 2023-2028 projeksiyon döneminde mamul üretimde öngörülen tonaj seviyeleri altında kapasite kullanım oranlarının yukarıda belirtilen oranlarda gerçekleşmesini sağlamak için Mega Metal'in mamul üretim kapasitesini 2024'te 3.020 ton, 2025'te 3.333 ton, 2026'da 3.286 ton, 2027'de 3.204 ton ve 2028 yılında da 2.859 ton miktarında artırarak mamul üretim kapasitesini 2028 sonu itibarı ile 63.702 tona yükselteceği öngörülmüştür. Bu varsayım ve öngörüler altında mamul üretim kapasiteleri Tablo 19'da gösterilmektedir.

Tablo 19 (Ton/Yıl)	Üretim Kapasitesi Projeksiyonları								
	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Mamul Üretim Kapasitesi	48.000	48.000	48.000	48.000	51.020	54.353	57.639	60.843	63.702
Kapasite Artırımı	0	0	0	0	3.020	3.333	3.286	3.204	2.859
Bükülü Tel	26.400	26.400	26.400	26.400	28.061	29.894	31.702	33.464	35.036
Çok Telli Ürünler	9.000	9.000	9.000	9.000	9.566	10.191	10.807	11.408	11.944
Bobin	8.400	8.400	8.400	8.400	8.928	9.512	10.087	10.648	11.148
Mono Tel	4.200	4.200	4.200	4.200	4.464	4.756	5.043	5.324	5.574

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Mamul ürün imalatındaki kapasite artırımı miktarları 2023-2028 dönemi itibarıyla tonaj olarak aşağıdaki Tabloda gösterilmiştir.

Tablo 20 (Ton/Yıl)	Mamul Ürün İmalatında Kapasite Artırımlarının Kırılımı						
	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Kapasite Artırımı	0	0	3.020	3.333	3.286	3.204	2.859
Bükülü Tel	0	0	1.661	1.833	1.807	1.762	1.573
Çok Telli Ürünler	0	0	566	625	616	601	536
Bobin	0	0	528	583	575	561	500
Mono Tel	0	0	264	292	288	280	250

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Yukarıda belirtilen üretim ve kapasite artırım varsayımları altında, KKO 2024 yılında %85,9 seviyesine kadar yükseldikten sona 2023-2028 projeksiyon döneminin kalan döneminde kademli olarak gerileyerek %85,0 seviyesine ineceği öngörülmüşken, alt mamul ürün gruplarında ise kapasite kullanım oranları üretim kompozisyonundan kaynaklanan bir miktar farklılaşma göstermektedir. Mamul üretimde KKO'nun %85,9 seviyesinden %85,0 seviyesine çekecek kapasite artırımları, değerlendirme çalışmasında dikkate alınmış olup yatırım harcamaları olarak Mega Metal'in serbest nakit akım projeksiyonundan düşülmüştür. 2023 yılı için öngörülen ve izahnamenin 28.2. numaralı bölümünde yer alan halka arz gelirinin %20'si tutarında makine parkurunda planlanan yenileme ve yeni makine ve ekipman yatırımlarının ilerleyen yıllarda hasılatı sağlayacağı katkı işbu Fiyat Tespit Raporundaki değerlendirme çalışmasına yansıtılmamıştır.

Tablo 21 (%)	Kapasite Kullanım Projeksiyonları								
	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Mamul Üretim Kapasitesi	66,2%	79,6%	84,1%	85,6%	85,9%	85,6%	85,3%	85,0%	85,0%
Bükülü Tel	66,7%	77,0%	85,7%	87,2%	87,8%	87,8%	87,7%	87,7%	87,9%
Çok Telli Ürünler	78,5%	96,5%	89,2%	90,8%	91,4%	91,3%	91,3%	91,3%	91,5%
Bobin	58,8%	77,0%	78,0%	79,5%	80,0%	80,0%	79,9%	79,9%	80,1%
Mono Tel	51,3%	65,9%	75,4%	76,7%	74,0%	70,8%	67,8%	64,9%	62,3%

Kaynak : Şirket, AI Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

8.3.2.7 Ana Ürün Grupları Bazında Hasılat Dağılımı

Şirket ürün fiyatlarını işbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.5 numaralı bölümünde belirtildiği üzere, sözleşmelerin sevk ve/veya ödemelerin vade tarihindeki USD/TL kuru üzerinden satışlarını faturalandırmaktadır. Öte yandan, döviz kurlarına ilişkin tahmin zorluğu ve uluslararası piyasalarda hammadde ve emtia fiyatlarındaki dalgalanmalardan dolayı projeksiyon dönemi boyunca USD/TL üzerinden ürün birim fiyatlarına yönelik sağlıklı bir tahmin yapılması mümkün görünmemektedir. Bu nedenle, tüm ürün ve hizmet segmentlerinde aynı yaklaşım kullanılarak USD olarak ciro tahminleri yapılmıştır.

İşbu Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.2 numaralı bölümünde belirtildiği üzere LME + Prim şeklinde uygulanan birim satış fiyatlara baz teşkil eden LME katot bakır fiyatları, 2018-2022 yıllarını kapsayan dönemde dalgalı bir seyir izlemiştir. 2018 yılında %5,8 oranında artarak yıllık ortalama 6.530 \$/ton seviyesine ulaşan LME katot bakır fiyatları, 2019 yılında %8,0 oranında düşerek yıllık ortalama 6.010 \$/ton değerine gerilemiştir. 2020 yılında etkisini gösteren COVID-19 pandemisinin küresel ekonomide yol açtığı durgunluğa rağmen LME katot bakır fiyatları 2019 yılı ortalamasına göre %2,7 oranında artarak 6.174 \$/ton seviyesine yükselmiştir. COVID-19 pandemisi küresel ölçekte hammadde, yarı mamul ve mamul üretiminde düşüş ve gecikmelere yol açarak tedarik zincirinde kırılmalara ve dolayısıyla anahtar teslim projelerde önemli aksamalara yol açsa da katot bakır fiyatlarının böyle bir ortamda artış göstermesi, diğer emtia fiyatları ile karşılaştırıldığında bakırda arz-talep koşullarının görece istikrarlı olduğunu teyit etmektedir.

2021 yılında küresel düzeyde gerçekleşen emtia fiyatlarındaki artışa paralel, LME katot bakır fiyatı %50,9 oranında artışla 9.317 \$/ton düzeyinde yıllık ortalama fiyat seviyesine yükselmiştir. 2022 yılında ise LME katot bakır fiyatı %5,3 oranında gerileyerek 8.822 \$/ton seviyesine gerilemiştir. Raporun 8.3.2.2 numaralı bölümünde açıklandığı üzere Mega Metal uyguladığı prim stratejisi ile LME katot bakır fiyatlarındaki yüksek dalga boylu inişli-çıkışlı seyri yumuşatıp, küresel emtia piyasalarındaki dalgalanmaların ciro üzerinde istikrarsız bir etki yaratmasına engel olarak dolar bazında büyüme trendinin devam etmesini sağlamıştır. Böylece, Mega Metal'in ürünlerine uyguladığı ağırlıklı ortalama satış fiyatı sadece 2020 yılında %5,2 oranında gerileme göstererek 7.938 \$/ton seviyesine gerilemiştir. Analize konu olan diğer yıllarda ise artış sağlanmıştır.

Tablo 22

Makroekonomik Varsayımlar

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
GSYİH Büyüme (y/y)**	1,9%	11,4%	5,6%	2,7%	3,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
TÜFE (Yıl Sonu)*	14,60%	36,08%	64,27%	67,22%	38,37%	24,53%	15,69%	10,03%	8,50%
USD/TL (Yıllık Ortalama)	7,01	8,83	16,54	24,42	35,49	45,34	53,18	58,66	62,86
USD/TL (Yıl Sonu)*	7,34	12,98	18,70	30,14	40,84	49,83	56,53	60,79	64,93
ABD TÜFE (Yıl Sonu)**	1,57%	7,40%	6,63%	3,05%	2,12%	2,06%	1,98%	2,31%	1,59%

Kaynak : TÜİK, TCMB

P: Projeksiyon

* :Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası EVDS Veri Dağıtım Sistemi Piyasa Katılımcıları Anketi, Eylül 2023

** : <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2022/October/select-country-group>

Şirketin uyguladığı etkin fiyatlama mekanizmasına rağmen, küresel emtia fiyatlarındaki belirsizlikten dolayı 2023-2028 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde, Mega Metal'in ürün satış fiyatlarının Uluslararası Para Fonu IMF tarafından tahmin edilen ABD TÜFE enflasyonu¹⁴ kadar değişim göstereceği varsayılmıştır. Projeksiyonlarda kullanılan makro ekonomik göstergelere ilişkin tahminler Tablo 22'de gösterilmiştir. Şirket'in 2023-2028 dönemine ilişkin ciro projeksiyonu bu varsayım altında tahmin edilen birim satış fiyatları ve Şirket tarafından sağlanan ve tarafımızca değerlendirilen tonaj bazlı satış hacmi ölçüsünde gerçekleştirilmiştir. Şirket'in satış hacmine ilişkin 2023-2028 dönemi projeksiyonu UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca bozulan bir yapıda gerçekleştirilmiştir.

Şirket'in yarı mamul - hammadde kapsamında gerçekleştirmekte olduğu Filmaşin satışlarını 2024 yılından itibaren sonlandıracağı varsayımı altında satış hacmi projeksiyonu Tablo 23'de yer almaktadır. 2024-2028 yılları arasındaki projeksiyonlarda filmaşin satışlarının sonlandırılmasına rağmen, bu durumun hasılat performansında yol açacağı negatif ve dolayısıyla değerlemeyi düşürücü etkiyi telafi edecek herhangi bir ürün grubunda üretim ve satış artışına gidilmediği de varsayılarak ihtiyatlılık ilkesi kuvvetlendirilmiştir.

A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Eskişehir Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 272100
 Mersis : 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

¹⁴ Kaynak: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2022/October/select-country-group>

Tablo 23		Satış Hacmi Projeksiyonu								2023-2028 YBBO %
(Ton/Yıl)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	
Toplam Satış Hacmi	37.443	42.686	44.249	42.266	44.928	47.609	50.230	52.763	55.177	
<i>Büyüme - %</i>	<i>19,2%</i>	<i>14,0%</i>	<i>3,7%</i>	<i>-4,5%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,0%</i>	<i>4,6%</i>	<i>3,7%</i>
Mamul Satış Hacmi	30.779	37.186	39.435	40.145	42.814	45.453	48.033	50.526	52.901	
<i>Büyüme</i>	<i>8,0%</i>	<i>20,8%</i>	<i>6,0%</i>	<i>1,8%</i>	<i>6,6%</i>	<i>6,2%</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,2%</i>	<i>4,7%</i>	<i>5,0%</i>
Bükülü Tel	17.059	19.762	21.937	22.332	23.895	25.448	26.975	28.459	29.882	
<i>Büyüme - %</i>	<i>13,5%</i>	<i>15,8%</i>	<i>11,0%</i>	<i>1,8%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,3%</i>
Çok Telli Ürünler	6.846	8.445	8.069	8.214	8.789	9.361	9.922	10.468	10.991	
<i>Büyüme - %</i>	<i>-0,5%</i>	<i>23,4%</i>	<i>-4,5%</i>	<i>1,8%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,3%</i>
Bobin Aktarma	4.787	6.287	6.359	6.473	6.927	7.377	7.819	8.250	8.662	
<i>Büyüme - %</i>	<i>12,0%</i>	<i>31,3%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,8%</i>	<i>7,0%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,3%</i>
Mono Tel	2.087	2.691	3.070	3.125	3.203	3.267	3.316	3.350	3.366	
<i>Büyüme - %</i>	<i>-10,1%</i>	<i>29,0%</i>	<i>14,1%</i>	<i>1,8%</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,0%</i>	<i>0,5%</i>	<i>1,5%</i>
Filmaşın	3.215	3.398	2.691	50	0	0	0	0	0	
<i>Büyüme - %</i>	<i>1687,7%</i>	<i>5,7%</i>	<i>-20,8%</i>	<i>-98,1%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
Kalın-Orta Tel	2.884	1.538	1.514	1.529	1.537	1.544	1.552	1.560	1.568	
<i>Büyüme - %</i>	<i>60,5%</i>	<i>-46,7%</i>	<i>-1,5%</i>	<i>1,0%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,6%</i>
Hurda	566	565	609	542	577	611	645	677	708	
<i>Büyüme - %</i>	<i>-39,0%</i>	<i>-0,1%</i>	<i>7,7%</i>	<i>-10,9%</i>	<i>6,3%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,0%</i>	<i>4,6%</i>	<i>2,6%</i>

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

Ana ürün gruplarında birim satış fiyatlarına ilişkin 2023-2028 dönemi projeksiyonu ise Tablo 24'te yer almaktadır. Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 finansal tablo dönemleri itibarıyla satış gelirlerinin ana kategoriler bazında ve "yurt içi, yurt dışı" şeklinde sınıflandırılmış hali Tablo 25'te sunulmuştur. Söz konusu tutarlardan indirim ve iadeler düşüldükten sonra net hasılat tutarına ulaşılmıştır.

Tablo 24		Birim Satış Fiyatı Projeksiyonu								2023-2028 YBBO %
(000 \$/Ton)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	
Ortalama Birim Fiyat	7,94	11,35	12,05	12,57	12,83	13,09	13,34	13,65	13,86	
<i>Artış - %</i>	<i>-5,2%</i>	<i>43,0%</i>	<i>6,1%</i>	<i>4,3%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,9%</i>	<i>2,3%</i>	<i>1,6%</i>	<i>2,4%</i>
Bükülü Tel	8,05	11,48	12,10	12,47	12,73	13,00	13,25	13,56	13,77	
<i>Artış - %</i>	<i>-2,9%</i>	<i>42,6%</i>	<i>5,4%</i>	<i>3,0%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,3%</i>	<i>1,6%</i>	<i>2,2%</i>
Çok Telli Ürünler	8,50	11,80	12,53	12,91	13,19	13,46	13,72	14,04	14,26	
<i>Artış - %</i>	<i>-3,4%</i>	<i>38,8%</i>	<i>6,2%</i>	<i>3,0%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,3%</i>	<i>1,6%</i>	<i>2,2%</i>
Bobin Aktarma	8,76	12,06	12,85	13,24	13,52	13,80	14,07	14,40	14,63	
<i>Artış - %</i>	<i>-1,8%</i>	<i>37,7%</i>	<i>6,5%</i>	<i>3,0%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,3%</i>	<i>1,6%</i>	<i>2,2%</i>
Mono Tel	8,25	11,66	12,35	12,73	13,00	13,26	13,53	13,84	14,06	
<i>Artış - %</i>	<i>-2,6%</i>	<i>41,3%</i>	<i>5,9%</i>	<i>3,0%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,3%</i>	<i>1,6%</i>	<i>2,2%</i>
Filmaşın	6,35	9,40	9,65	-	-	-	-	-	-	
<i>Artış - %</i>	<i>-12,5%</i>	<i>48,0%</i>	<i>2,6%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>0,0%</i>
Kalın-Orta Tel	6,65	9,80	10,48	10,48	10,48	10,48	10,48	10,48	10,48	
<i>Artış - %</i>	<i>-12,1%</i>	<i>47,4%</i>	<i>6,9%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
Hurda	5,25	7,00	8,48	8,48	8,48	8,48	8,48	8,48	8,48	
<i>Artış - %</i>	<i>-4,9%</i>	<i>33,3%</i>	<i>21,1%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / Beşiktaş
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 27
Mersis : 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 25	Yurtiçi – Yurtdışı Satış Hasılatı Projeksiyonu								
(000)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Hasılat (TL)	2.081.551	4.291.957	8.840.193						
Ortalama USD/TL*	7,0034	8,8558	16,5810						
Hasılat	297.220	484.649	533.152	531.114	576.437	623.193	670.317	720.108	764.865
-Yurtiçi (\$)	132.881	199.436	243.554	253.336	274.666	296.475	318.478	341.725	362.685
-Yurtdışı(\$)	164.339	285.213	289.598	277.778	301.771	326.718	351.839	378.383	402.180
Bükülü Tel	137.324	226.804	265.438	278.452	304.257	330.712	357.499	385.886	411.610
-Yurtiçi (\$)	91.405	150.553	183.943	192.962	210.844	229.177	247.740	267.411	285.238
-Yurtdışı (\$)	45.919	76.251	81.495	85.490	93.413	101.535	109.760	118.475	126.373
Çok Telli Ürünler	58.187	99.652	101.105	106.062	115.891	125.967	136.171	146.983	156.781
-Yurtiçi (\$)	7.248	10.301	11.097	11.641	12.720	13.826	14.946	16.132	17.208
-Yurtdışı (\$)	50.939	89.351	90.008	94.421	103.171	112.142	121.225	130.850	139.573
Bobin	41.933	75.856	81.713	85.720	93.663	101.807	110.054	118.792	126.711
-Yurtiçi (\$)	6.298	10.971	14.364	15.068	16.464	17.896	19.345	20.881	22.274
-Yurtdışı (\$)	35.635	64.885	67.350	70.652	77.199	83.912	90.708	97.911	104.438
Mono Tel	17.214	31.372	37.915	39.773	41.632	43.339	44.861	46.358	47.329
-Yurtiçi (\$)	5.887	8.868	12.594	13.211	13.829	14.396	14.901	15.398	15.721
-Yurtdışı (\$)	11.327	22.504	25.321	26.562	27.803	28.944	29.960	30.959	31.608
Filmaşın	20.414	31.941	25.955	483	0	0	0	0	0
-Yurtiçi (\$)	1	0	711	13	0	0	0	0	0
-Yurtdışı (\$)	20.413	31.941	25.244	470	0	0	0	0	0
Kalın - Orta Tel	19.177	15.069	15.867	16.025	16.106	16.186	16.267	16.348	16.430
-Yurtiçi (\$)	19.072	14.788	15.685	15.841	15.921	16.000	16.080	16.161	16.241
-Yurtdışı (\$)	106	281	182	184	185	186	187	188	189
Hurda	2.971	3.955	5.160	4.599	4.888	5.180	5.465	5.741	6.004
-Yurtiçi (\$)	2.971	3.955	5.160	4.599	4.888	5.180	5.465	5.741	6.004
-Yurtdışı (\$)	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

* :Özel Bağımsız Denetim Raporu

Üretim hacmi, kapasite kullanımı ve birim satış fiyatlarına yönelik olarak yaptığımız varsayım ve öngörüler altında, Şirketin 2023 - 2028 yılları arasındaki hasılat projeksiyonları ana ürün kategorileri bazında Tablo 25'deki gibi tahmin edilmiştir. Buna göre, Özel Bağımsız Denetimden geçmiş finansal tablolarda 2020-2022 yıllarını kapsayan 3 yıllık dönemde Yıllık Bileşik Büyüme Oranı (YBBO) olarak %26,6 oranında büyüme gösteren toplam net satış hasılatı UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca bozulan bir seyir izleyerek 2023 yılında %0,4 oranında daraldıktan sonra 2024 yılında %8,5 oranında büyüme gösterip 2025 yılında yeniden yavaşlayıp %8,1, 2026 yılında %7,6, 2027 yılında %7,4 ve 2028 yılında ise %6,2 oranında büyüme göstermesi beklenmektedir. 2024 yılından itibaren filmaşın satışlarının sonlandırılacağı varsayımı altında, 2023 – 2028 projeksiyon yılında net hasılatın YBBO %6,2 büyüme ile projeksiyon dönemi öncesi 2020 – 2022 yıllarını kapsayan üç yıllık dönemde kaydedilen YBBO %26,6'lık büyüme oranının 20,4 puan altında kalmaktadır. Bu noktada, Şirket'in halihazırda sözleşmesi yapılan siparişler ile potansiyel siparişlerden elde etmesi beklenen gelire dair muhafazakar varsayımlar, projeksiyon dönemine ilişkin yapılan net hasılat büyüme tahmin ortalamasının önceki 3 yıllık döneme göre düşük kalmasını sağlamıştır.

 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29/S/1
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tlx. No: 270 639
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 26	Satış Hasılatının Tonaj ve Birim Fiyat Bazında Projeksiyonu								
(000)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Hasılat (TL)*	2.081.551	4.291.957	8.840.193						
Ortalama USD/TL	7,0034	8,8558	16,5810						
Toplam Hasılat (\$)	297.220	484.649	533.152	531.114	576.437	623.193	670.317	720.108	764.865
Büyüme - %	13,1%	63,1%	10,0%	-0,4%	8,5%	8,1%	7,6%	7,4%	6,2%
- Tonaj (Ton/Yıl)	37.443	42.686	44.249	42.266	44.928	47.609	50.230	52.763	55.177
- Birim Fiyat (\$)	7,94	11,35	12,05	12,57	12,83	13,09	13,34	13,65	13,86
Bükülü Tel (\$)	137.324	226.804	265.438	278.452	304.257	330.712	357.499	385.886	411.610
- Tonaj (Ton/Yıl)	17.059	19.762	21.937	22.332	23.895	25.448	26.975	28.459	29.882
- Birim Fiyat (\$)	8,05	11,48	12,10	12,47	12,73	13,00	13,25	13,56	13,77
Çok Telli Ürünler (\$)	58.187	99.652	101.105	106.062	115.891	125.967	136.171	146.983	156.781
- Tonaj (Ton/Yıl)	6.846	8.445	8.069	8.214	8.789	9.361	9.922	10.468	10.991
- Birim Fiyat (\$)	8,50	11,80	12,53	12,91	13,19	13,46	13,72	14,04	14,26
Bobin (\$)	41.933	75.856	81.713	85.720	93.663	101.807	110.054	118.792	126.711
- Tonaj (Ton/Yıl)	4.787	6.287	6.359	6.473	6.927	7.377	7.819	8.250	8.662
- Birim Fiyat (\$)	8,76	12,06	12,85	13,24	13,52	13,80	14,07	14,40	14,63
Mono Tel (\$)	17.214	31.372	37.915	39.773	41.632	43.339	44.861	46.358	47.329
- Tonaj (Ton/Yıl)	2.087	2.691	3.070	3.125	3.203	3.267	3.316	3.350	3.366
- Birim Fiyat (\$)	8,25	11,66	12,35	12,73	13,00	13,26	13,53	13,84	14,06
Filmaşın (\$)	20.414	31.941	25.955	483	0	0	0	0	0
- Tonaj (Ton/Yıl)	3.215	3.398	2.691	50	0	0	0	0	0
- Birim Fiyat (\$)	6,35	9,40	9,65	9,65	9,65	9,65	9,65	9,65	9,65
Kalın - Orta Tel (\$)	19.177	15.069	15.867	16.025	16.106	16.186	16.267	16.348	16.430
- Tonaj (Ton/Yıl)	2.884	1.538	1.514	1.529	1.537	1.544	1.552	1.560	1.568
- Birim Fiyat (\$)	6,65	9,80	10,48	10,48	10,48	10,48	10,48	10,48	10,48
Hurda (\$)	2.971	3.955	5.160	4.599	4.888	5.180	5.465	5.741	6.004
- Tonaj (Ton/Yıl)	566	565	609	542	577	611	645	677	708
- Birim Fiyat (\$)	5,25	7,00	8,48	8,48	8,48	8,48	8,48	8,48	8,48

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

P: Projeksiyon

* :Özel Bağımsız Denetim Raporu

8.3.2.8 Gider Varsayımları ve Projeksiyonlar

Satışların Maliyeti: İşbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.1 numaralı bölümünde belirtilen “tüme varım” yaklaşımıyla hazırlanan projeksiyonlarda, her bir grubun maliyetleri gerçekleştirmeler ve ileriye dönük beklentiler ile uyumlu olacak şekilde tahmin edilmiştir. Satışların maliyeti ağırlıklı olarak (%92-%93 oranında) mamul maliyetinden oluşmaktadır. Geriye kalan %7-8’lik oran ise ticari mal maliyetinden kaynaklanmaktadır. Mega Metal’in doğrudan herhangi bir mal ticareti bulunmamaktadır. Ancak, Mega Metal’in 6 büyük müşterisinin, satın aldığı ürünlere dair nakit ve stok işlemleri daha efektif gerçekleştirebilmek için uluslararası bakır piyasalarında fiyatlama ve teslimat işlemlerinde koruma (hedging) sağlayan Almanya merkezli Südkupfer Firması¹⁵ ile gerçekleştirdiği ticari işlemler, Mega Metal’in finansal tablolarına ticari mal maliyeti olarak yansımaktadır. İşbu Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.2. bölümünde açıklandığı üzere, Mega Metal satışlarını LME + Prim şekilde fiyatlarlarken, bahsi geçen 6 müşteri faturalandırılan tutarın sadece Prim kısmını ödeyip LME tutara karşılık gelen tonajda katot bakırı Südkupfer Firması’na teslim ederek Mega Metal ile olan işlemi kapatmaktadır. Mega Metal ise Südkupfer Firması’ndan katot bakırı fiziksel olarak almak yerine nakit tahsilat yapmaktadır. Neticede, faturanın LME tutarına karşılık gelen tonajda katot bakır tutarı

¹⁵ <https://www.suedkupfer.de/en/about-us/the-company/>

satışların maliyetine ticari mal maliyeti olarak yansırken, Südkupfer Firmasının LME borsasında nakte çevirip Mega Metal'e ödediği tutar ise satışı gerçekleştirilen ürün grubuna hasılat olarak yazılır. Bu işlemler, Mega Metal'in doğrudan yaptığı bir ticari faaliyet olmayıp, müşterinin nakit ve stok yönetim politikasının bir sonucu olarak gerçekleştirildiğinden ve ayrıca LME borsasındaki işlem fiyatı farkı dışında Şirket'in brüt karına herhangi bir etkisi olmadığından, değerlendirme modelinde mal ticareti adı altında ayrı bir gelir-gider kalemi oluşturulmamıştır.

İşbu Fiyat Tespit Raporunda satışların maliyeti büyük oranda hammadde maliyeti üzerine modellenmiştir. 2020-2022 yılları arasında hammadde maliyetinin, toplam satış maliyeti içindeki oranı ortalama %91,8 seviyesinde gerçekleşirken, 2019-2022 yılları arasında ise hammadde maliyetinin toplam satış maliyetine oranı %89,3 düzeyinde gerçekleşmiştir. 2022 yılında söz konusu oranda meydana gelen 8,7 puanlık düşüş hariç tutulduğunda ise hammadde maliyetinin, toplam satış maliyeti oranı ortalama olarak %90,1 seviyesinde hesaplanmıştır. Şirket'in makine parkurunda yaptığı yenileme yatırımlarını ve kapasite artırımlarının sağladığı ölçek ekonomisini dikkate almaksızın, hammadde maliyetinin toplam satış maliyetine oranı 2023-2028 projeksiyon dönemi boyunca %90,1 seviyesinde sabit varsayılmıştır.

30.06.2023 tarihli finansal tablolara göre hammadde maliyetinin satışların maliyetine oranı %83,6 seviyesinde gerçekleşmiş olup, söz konusu oran projeksiyon döneminde öngörülen %90,1 oranındaki varsayımın altında kalmıştır. Satışların maliyeti içinde gösterilen amortisman tutarı, Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.8. numaralı bölümünde açıklandığı gibi devam eden faaliyetler ve öngörülen kapasite artırımlarının gerektirdiği yeni sabit sermaye yatırımları baz alınarak tahmin edilmiştir. 2020-2022 döneminde cironun ortalama %5,9'unu oluşturan diğer maliyetlerin ise 2023-2028 yılları arasında ihtiyatlı bir varsayımla hasılatın ortalama %8,0'i seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. Özetle, satışların maliyetinin %90'ından fazlasını meydana getiren hammadde maliyeti ile amortisman gideri projeksiyonları halihazırdaki mevcut maliyet yapısı baz alınarak hesaplanırken, diğer maliyetlerin projeksiyonu geçmiş yılların ortalamalarında varsayılmıştır.

 **A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:27189
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 27-a		Satışların Maliyeti	
(000; %)		30.06.2022	30.06.2023
Satışların Maliyeti (TL)		3.942.027	4.761.545
Ortalama USD/TL*		14,8332	19,8170
Satışların Maliyeti (\$)		265.757	240.276
	/Ciro - %	90,6%	91,0%
Hammadde (\$)		230.458	200.958
	/Ciro - %	78,6%	76,1%
	/SM - %	86,7%	83,6%
Amortisman (\$)		3.014	4.146
	/Ciro - %	1,0%	1,6%
Diğer (\$)		32.286	35.172
	/Ciro - %	11,0%	13,3%

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

* : Ortalama TCMB ABD Dolar Kuru

2022 yılında %92,3 olan satışların maliyetinin hasılatlara oranı 30.06.2023 tarihli finansal raporda %91,0 seviyesine gerilemiştir. Yukarıda açıkladığımız varsayım ve projeksiyonlar doğrultusunda satışların maliyetinin hasılatlara oranının 2023 yılında %92,2 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. Projeksiyonun döneminin takip eden yıllarında ise satışlarının maliyetinin hasılatlara oranının kademeli düşüşle 2024 yılında %90,9'a, 2025 yılında %89,9'a, 2026 yılında %89,0'a, 2027 yılında %88,2'ye ve 2028 yılında ise %87,6 seviyesine gerileyeceği varsayılmıştır.

Tablo 27-b		Satışların Maliyeti Projeksiyonu								
(000; %)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	
Satışların Maliyeti (TL)	1.893.712	3.935.499	8.159.088							
Ortalama USD/TL*	7,0034	8,8558	16,5810							
Satışların Maliyeti (\$)	270.399	444.398	492.075	489.560	524.153	560.305	596.788	635.449	669.777	
/Ciro - %	91,0%	91,7%	92,3%	92,2%	90,9%	89,9%	89,0%	88,2%	87,6%	
Hammadde (\$)	249.511	426.023	428.914	441.048	472.260	504.877	537.788	572.661	603.626	
/Ciro - %	83,9%	87,9%	80,4%	83,1%	82,0%	81,0%	80,3%	79,5%	78,9%	
/SM - %	92,3%	95,9%	87,2%	90,1%	90,1%	90,1%	90,1%	90,1%	90,1%	
Amortisman (\$)	6.523	7.155	6.559	6.023	5.778	5.573	5.374	5.179	4.962	
/Ciro - %	2,2%	1,5%	1,2%	1,1%	1,0%	0,9%	0,8%	0,7%	0,6%	
Diğer (\$)	14.365	11.219	56.602	42.489	46.115	49.855	53.625	57.609	61.189	
/Ciro - %	4,8%	2,3%	10,6%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

* : Özel Bağımsız Denetim Raporu

P: Projeksiyon

Bu varsayım ve öngörüler altında 2022 yılında %10,7'lik artışla 492,1 Milyon ABD Doları ulaşan satışların maliyetinin ürün grubu bazında 2023-2028 dönemi projeksiyonları Tablo 28'de gösterilmiştir. Hasılat ve satışların maliyetine ilişkin oluşturulan projeksiyonlar altında Mega Metal'in Brüt Kar Marjı projeksiyonları da Tablo 29'daki gibi oluşmuştur.

Ocak - Haziran 2022'de 27,4 milyon ABD Doları seviyesinde gerçekleşen brüt kar, Ocak - Haziran 2023'de 23,9 milyon ABD Doları seviyesinde gerçekleşirken, brüt kar marjı oranı da %9,04 olmuştur. 2022 yılı ilk çeyreğinden sonra enerji, fiyatları, lojistik fiyatlar ve sonrasında yılın kalanında yüksek enflasyon nedeniyle asgari ücrette iki kez yapılan yüksek oranlı zamlar

ve bunun imalat sanayine yansması 2022 yılının geri kalanında üretim ve operasyonel maliyetleri bütçelenen seviyelerin üzerine taşıyarak 2022 sonu itibarı ile brüt kar marjının %7,70'e gerilemesine yol açmıştır. Halihazırda yukarıda bahsedilen maliyet unsurlarının brüt karı baskılayıcı etkisi devam ediyor olsa da Şirket'in LME + prim bazlı fiyatlama mekanizmasında prim tutarını esnek bir şekilde belirleyebiliyor olması kar marjındaki daralmayı yumuşatmaktadır. Ayrıca ABD Doları TL karşısında değer kazandıkça TL ödenen elektrik, faaliyet ve üretim giderlerinin dolar karşılığı düştüğünden brüt kar marj da olumlu etkilenmektedir. Tüm bu gelişmeler, Şirket'in 2023 yılında brüt kar marjını destekleyecektir. Bu nedenle, Ocak – Haziran 2023'de %9,04 seviyesinde gerçekleşen brüt kar marjında 2023 yılı için %7,82 seviyesinde tahmin edilen projeksiyonun ulaşılabilir olduğunu görülmektedir. Ayrıca, 2022 yılının ikinci yarısında ortalama 7.891 ABD Doları düzeyinde gerçekleşen LME katot bakır fiyatlarının Ocak – Haziran 2023 döneminde 8.709 ABD Doları düzeyinde gerçekleşmesi, Şirket'in ciro projeksiyonlarına ulaşması açısından olumlu bir görüntü ortaya koymaktadır.

Tablo 28	Ürün Grupları Bazında Satışların Maliyeti Projeksiyonu								
(000)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Satışların Maliyeti (TL)	2.081.551	4.291.957	8.840.193						
<i>Ortalama USD/TL*</i>	<i>7,0034</i>	<i>8,8558</i>	<i>16,5810</i>						
Satışların Maliyeti (\$)	270.399	444.398	492.075	489.560	524.153	560.305	596.788	635.449	669.777
- Tonaj (Ton/Yıl)	37.443	42.686	44.249	42.266	44.928	47.609	50.230	52.763	55.177
- Birim Maliyet (\$)	7,22	10,41	11,12	11,58	11,67	11,77	11,88	12,04	12,14
Bükülü Tel	124.932	207.968	244.987	243.735	260.958	278.957	297.120	316.368	333.459
- Tonaj (Ton/Yıl)	17.059	19.762	21.937	22.332	23.895	25.448	26.975	28.459	29.882
- Birim Maliyet (\$)	7,32	10,52	11,17	10,91	10,92	10,96	11,01	11,12	11,16
Çok Telli Ürünler	52.936	91.376	93.315	92.838	99.398	106.254	113.172	120.504	127.014
- Tonaj (Ton/Yıl)	6.846	8.445	8.069	8.214	8.789	9.361	9.922	10.468	10.991
- Birim Maliyet (\$)	7,73	10,82	11,56	11,30	11,31	11,35	11,41	11,51	11,56
Bobin	38.149	69.556	75.418	75.032	80.334	85.875	91.466	97.392	102.653
- Tonaj (Ton/Yıl)	4.787	6.287	6.359	6.473	6.927	7.377	7.819	8.250	8.662
- Birim Maliyet (\$)	7,97	11,06	11,86	11,59	11,60	11,64	11,70	11,81	11,85
Mono Tel	15.661	28.767	34.993	34.815	37.275	39.846	42.440	45.189	47.630
- Tonaj (Ton/Yıl)	2.087	2.691	3.070	3.125	3.203	3.267	3.316	3.350	3.366
- Birim Maliyet (\$)	7,51	10,69	11,40	11,14	11,64	12,19	12,80	13,49	14,15
Filmaşın	18.572	29.288	23.955	23.833	25.517	27.277	29.053	30.935	32.606
- Tonaj (Ton/Yıl)	3.215	3.398	2.691	50	0	0	0	0	0
- Birim Maliyet (\$)	5,78	8,62	8,90	476,15	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Orta - Kalın Tel	17.447	13.817	14.644	14.569	15.599	16.675	17.761	18.911	19.933
- Tonaj (Ton/Yıl)	2.884	1.538	1.514	1.529	1.537	1.544	1.552	1.560	1.568
- Birim Maliyet (\$)	6,05	8,99	9,67	9,53	10,15	10,80	11,44	12,12	12,71
Hurda	2.703	3.626	4.762	4.738	5.073	5.423	5.776	6.150	6.482
- Tonaj (Ton/Yıl)	566	565	609	542	577	611	645	677	708
- Birim Maliyet (\$)	4,78	6,42	7,83	8,74	8,80	8,88	8,96	9,08	9,15

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

* :Özel Bağımsız Denetim Raporu

P: Projeksiyon

 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli - Beşiktaş/İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 270139
 Mersis : 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 29	Ürün Grupları Bazında Brüt Kar Projeksiyonu								
(000 ABD Doları)	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Brüt Kar	26.821	40.251	41.077	41.554	52.284	62.887	73.529	84.659	95.088
-Brüt Kar Marjı	9,0%	8,3%	7,7%	7,8%	9,1%	10,1%	11,0%	11,8%	12,4%
Bükülü Tel	12.392	18.837	20.451	34.717	43.300	51.755	60.379	69.518	78.151
-Brüt Kar Marjı	9,0%	8,3%	7,7%	12,5%	14,2%	15,6%	16,9%	18,0%	19,0%
Çok Telli Ürünler	5.251	8.276	7.790	13.224	16.493	19.714	22.998	26.479	29.768
-Brüt Kar Marjı	9,0%	8,3%	7,7%	12,5%	14,2%	15,6%	16,9%	18,0%	19,0%
Bobin	3.784	6.300	6.296	10.687	13.329	15.933	18.587	21.401	24.058
-Brüt Kar Marjı	9,0%	8,3%	7,7%	12,5%	14,2%	15,6%	16,9%	18,0%	19,0%
Mono Tel	1.553	2.606	2.921	4.959	4.357	3.494	2.421	1.168	-302
-Brüt Kar Marjı	9,0%	8,3%	7,7%	12,5%	10,5%	8,1%	5,4%	2,5%	-0,6%
Filmaşın	1.842	2.653	2.000	-23.350	-25.517	-27.277	-29.053	-30.935	-32.606
-Brüt Kar Marjı	9,0%	8,3%	7,7%	-4836,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Orta - Kalın Tel	1.731	1.251	1.222	1.456	507	-489	-1.494	-2.563	-3.503
-Brüt Kar Marjı	9,0%	8,3%	7,7%	9,1%	3,1%	-3,0%	-9,2%	-15,7%	-21,3%
Hurda	268	328	398	-139	-184	-243	-311	-409	-479
-Brüt Kar Marjı	9,0%	8,3%	7,7%	-3,0%	-3,8%	-4,7%	-5,7%	-7,1%	-8,0%

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

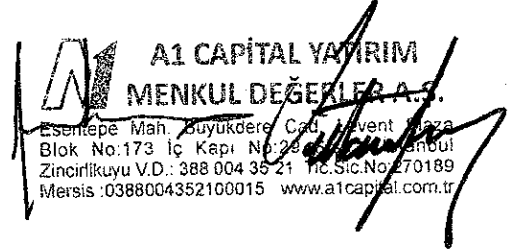
P: Projeksiyon

2024 yılı itibarıyla filmaşın satışlarının sonlandırılacağı varsayımı altında gerçekleştirilen Brüt Kar projeksiyonun alt kırılımlarında filmaşın satışlarının durdurulmasından dolayı zarar hesaplanmıştır. Diğer ürün gruplarının üretim ve satışlarında bu zararı telafi edecek herhangi bir artışa gidilmediği için 2024-2028 yılları arasında filmaşın üretiminden gelen brüt zarar değerlemeyi düşürücü yönde etki yaratarak projeksiyonlardaki ihtiyatlılık ilkesini kuvvetlendirmiştir.

Faaliyet Giderleri: Faaliyet gideri içindeki en büyük payı pazarlama ve satış giderleri almaktadır. Alt kırılımlara bakıldığında nakliye ve ihracat giderleri pazarlama ve satış giderleri içinde en büyük payı alırken, personel giderleri genel yönetim giderlerinin ana kalemini oluşturmaktadır. 2020’de cironun %0,5’ini oluşturan genel yönetim personel giderlerinin ciro içindeki payının 2021 ve 2022 yıllarında %0,3 seviyesinde gerçekleştiği görülmektedir. Buna bağlı olarak da 2020 yılında amortisman dahil 3,1 Milyon ABD doları ile ciroya oranı %1,0 olan amortisman dahil genel yönetim giderleri 2021 yılına 3,4 Milyon ABD dolarına 2022 yılında ise 3,5 Milyon ABD dolarına ulaşırken, ciroya oranı 2021 ve 2022’de %0,7 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Tonaj bazında artan satış hacmi ve cironun etkisiyle sağlanan ölçek ekonomisi sayesinde genel yönetim giderlerinin hasılate oranının 2022 yılında %1,0’in altına getirerek %0,7’e gerilediği görülmektedir.

Pazarlama, Satış ve Dağıtım giderleri 2020’de amortisman dahil 7,5 Milyon ABD doları olarak cironun %2,5’i seviyesinde gerçekleşirken, aynı dönemde 6,0 Milyon ABD doları ile cironun %2,0’si düzeyine ulaşan Nakliye ve İhracat Giderleri yukarıda belirtildiği üzere bu gider grubunda en yüksek payı almıştır. Nakliye ve İhracat Giderleri 2022 yılında 9,4 Milyon ABD dolarına yükselirken ciroya oranı ölçek ekonomisinin süregelen olumlu etkisiyle %1,8’e gerilemiştir.

2022 yılının ilk yarısında amortisman hariç 1,16 Milyon ABD Doları ile hasılatın %0,4'ü seviyesinde gerçekleşen genel yönetim giderleri, 2022 yılı ilk yarısından sonra yılın kalanında yüksek enflasyon nedeniyle asgari ücrette iki kez yapılan yüksek oranlı zamların personel giderlerine yansması neticesinde 2023 yılının ilk yarısında 3,61 milyon ABD Doları ile hasılatın %1,4'üne tırmanmıştır. 2023 yılında enerji fiyatlarına bağlı olarak lojistik maliyetlerin hızla artması neticesinde, 2022 yılının ilk yarısında 3,76 Milyon ABD Doları ile cironun %1,3'ü seviyesinde olan nakliye ve ihracat giderleri, 2023 yılının ilk yarısında 4,32 Milyon ABD doları ile hasılatın %1,6'sına yükselmiştir. Tüm bu gelişmelerin neticesinde, amortisman ve esas faaliyetlerden diğer gelir/giderler hariç olmak üzere faaliyet giderlerinin hasılatı oranı 9,81 Milyon ABD doları ile %3,7 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2022 yılının aynı döneminde ise amortisman ve esas faaliyetlerden diğer gelir/giderler hariç faaliyet giderleri 6,03 Milyon ABD doları ile toplam hasılatın %2,1'i düzeyinde kalmıştı. 2023 yılında faaliyet giderlerinin toplam hasılatı oranı %4,0 seviyesinde varsayılmıştır. Amortisman dahil faaliyet giderlerine ilişkin projeksiyonlar Tablo 30'da gösterilmiştir.



**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Akent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:28 Kat:10 Beşiktaş/İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270189
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 30 (000)	Amortisman Dahil Faaliyet Giderleri Projeksiyonu								
	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Faaliyet Giderleri (TL)	74.310	119.656	233.477						
Genel Yönetim (TL)	21.645	29.777	58.785						
Pazarlama ve Satış (TL)	52.665	89.880	174.693						
Ortalama USD/TL*	7,0034	8,8558	16,5810						
Faaliyet Giderleri (\$)	10.611	13.512	14.081	21.375	23.164	25.035	26.172	27.808	29.521
Büyüme - %	-1,4%	27,3%	4,2%	51,8%	8,4%	8,1%	4,5%	6,2%	6,2%
Ciro Oranı - %	3,6%	2,8%	2,6%	4,0%	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%	3,9%
Genel Yönetim (\$)	3.091	3.362	3.545	8.794	9.447	9.897	10.283	10.290	10.952
Büyüme - %	11,9%	8,8%	5,4%	148,0%	7,4%	4,8%	3,9%	0,1%	6,4%
Ciroya Oranı - %	1,0%	0,7%	0,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%
Personel Giderleri (\$)	1.462	1.535	1.833	6.108	6.917	7.167	7.373	7.273	7.687
Büyüme - %	11,2%	5,0%	19,4%	233,1%	13,3%	3,6%	2,9%	-1,4%	5,7%
Ciroya Oranı - %	0,5%	0,3%	0,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%
Danışmanlık Giderleri (\$)	166	269	251	287	231	187	168	166	176
Büyüme - %	-50,4%	62,5%	-6,9%	14,3%	-19,6%	-18,9%	-10,4%	-1,2%	6,2%
Ciroya Oranı - %	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Amortisman (\$)	900	1.056	646	594	570	549	530	510	489
Büyüme - %	67,8%	17,3%	-38,8%	-8,2%	-4,1%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-4,2%
Ciroya Oranı - %	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Diğer (\$)	563	502	815	1.806	1.729	1.994	2.212	2.340	2.601
Büyüme - %	-2,5%	-10,8%	62,3%	121,7%	-4,2%	15,3%	10,9%	5,8%	11,1%
Ciro Oranı (%)	0,2%	0,1%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Pazarlama ve Satış (\$)	7.520	10.149	10.536	12.581	13.717	15.138	15.889	17.518	18.568
Büyüme - %	-5,9%	35,0%	3,8%	19,4%	9,0%	10,4%	5,0%	10,3%	6,0%
Ciroya Oranı - %	2,5%	2,1%	2,0%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Nakliye&İhracat Gideri (\$)	5.966	8.533	9.363	9.401	10.088	11.217	11.731	12.962	13.768
Büyüme - %	-5,9%	43,0%	9,7%	0,4%	7,3%	11,2%	4,6%	10,5%	6,2%
Ciroya Oranı - %	2,0%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Personel Giderleri (\$)	495	535	459	1.806	1.960	2.057	2.011	2.304	2.486
Büyüme - %	-9,3%	8,1%	-14,3%	293,7%	8,5%	4,9%	-2,2%	14,6%	7,9%
Ciroya Oranı - %	0,2%	0,1%	0,1%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Gümrük Giderleri (\$)	398	511	172	637	576	623	670	720	765
Büyüme - %	4,1%	28,3%	-66,4%	271,6%	-9,6%	8,1%	7,6%	7,4%	6,2%
Ciroya Oranı - %	0,1%	0,1%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
İthalat Giderleri (\$)	142	141	128	159	173	187	268	324	344
Büyüme - %	-4,7%	-0,4%	-9,4%	24,6%	8,5%	8,1%	43,4%	20,9%	6,2%
Ciroya Oranı - %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Amortisman (\$)	21	73	51	47	45	43	42	40	39
Büyüme - %	54,6%	249,4%	-30,0%	-8,2%	-4,1%	-3,6%	-3,6%	-3,6%	-4,2%
Ciroya Oranı - %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Diğer (\$)	498	356	364	531	875	1.011	1.167	1.167	1.167
Büyüme - %	-11,5%	-28,5%	2,2%	46,0%	64,8%	15,5%	15,5%	0,0%	0,0%
Ciroya Oranı - %	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

Kaynak : Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

* :Özel Bağımsız Denetim Raporu

P: Projeksiyon

Yatırım harcamaları: Mega Metal'in yatırım harcamaları projeksiyonu mamul mal kapasite kullanım oranına dayandırılmıştır. Mega Metal'in kapasite kullanımına ilişkin detaylı açıklama işbu Fiyat Tespit Raporunun 8.3.2.3 numaralı bölümünde yapılmıştır. Buna göre, üretimin sürecinin birinci fazında yarı mamul olarak imal edilen Filmaşın ve üretimin ikinci fazında Filmaşın'den yarı mamul olarak üretilen Kalın – Orta Tel ürünler, üçüncü fazda Bükülü Tel, Çok Telli Ürünler, Mono Tel ve Bobin ürünlerinin imalatında hammadde olarak

kullanıldığından kapasite kullanım oranı hesaplarına dahil edilmemiştir. Raporun 8.3.2.3 numaralı bölümünde yer alan Tablo 13’de gösterildiği gibi mamul ürün imalatında kapasite kullanım oranı 2022 sonu itibarı ile %84,1 oranında hesaplanmıştır.

Bu yaklaşım altında mamul ürün imalatında toplam kapasite kullanım oranı 2023 yılında herhangi bir kapasite artırımını olmayacağı varsayımı altında %85,6 seviyesinde tahmin edilirken, işbu Fiyat Tespit Raporu’nun 8.3.2.6 numaralı bölümünde belirtildiği üzere, 2024 yılında %85,9 seviyesine tırmandıktan sonra 2023-2028 projeksiyon döneminin ilerleyen yıllarında kapasite kullanım oranının kademeli düşüşle 2025 yılında %85,6’ya, 2026 yılında %85,3’e, 2027 yılında %85,0’e gerileyip 2028 yılında da %85,0 seviyesinde sabit kalacağı varsayılmıştır. 2023-2028 projeksiyon döneminde mamul üretimde öngörülen tonaj seviyeleri altında kapasite kullanımının yukarıda belirtilen oranlarda gerçekleşmesini sağlamak için Mega Metal’in mamul üretim kapasitesini 2024’te 3.020 ton, 2025’te 3.333 ton, 2026’da 3.286 ton, 2027’de 3.204 ton ve 2028 yılında da 2.859 ton miktarında artırarak mamul üretim kapasitesini 2028 sonu itibarı ile yıllık 63.702 tona yükselteceği öngörülmüştür. Özetle, 2023 yılında kapasite artırımını öngörülmezken 2024-2028 yılları arasında yıllık ortalama 3.140 ton düzeyinde kapasite artırımını öngörülmüş ve tonaj başına yeni kapasite yatırım maliyeti 1,03 Milyon ABD doları olarak varsayılmıştır. Mamul mal üretim kapasitenin söz konusu seviyeye yükselmesini sağlayacak ilave yatırım harcamaları, bu varsayımlar altında, yıllar itibarı ile Tablo 31’de yer almaktadır.

Tablo 31 (000 ABD Doları)	Yatırım Harcamaları Projeksiyonu								
	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Sabit Kıymet Yatırımları	6.144	454	8.774	1.328	4.548	4.987	5.056	5.096	4.854
Ciro Oranı (%)	2,1%	0,1%	1,6%	0,3%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,6%
Üretim Kapasite Yatırımı	4.412	1.501	8.559	0	3.107	3.429	3.380	3.296	2.941
Ciro Oranı (%)	1,5%	0,3%	1,6%	0,0%	0,5%	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%
Hacim (ton)				0	3.020	3.333	3.286	3.204	2.859
Birim Kapasite Yatırım Maliyeti	876	870	1.029	1.029	1.029	1.029	1.029	1.029	1.029
Yenileme Yatırımı	1.732	-1.048	215	1.328	1.441	1.558	1.676	1.800	1.912
Ciro Oranı (%)	0,6%	-0,2%	0,0%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%

Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamalar

P: Projeksiyon

2023 yılı için öngörülen ve izahnamenin 28.2 numaralı bölümünde yer alan makine parkur yenilenmesine yönelik yapılacak yatırım harcamasının ise halka arzdan elde edilecek gelirden finanse edilmesi öngörülmüş olup işbu fiyat tespit raporundaki değerlendirme çalışmasına yansıtılmamıştır. Ayrıca, 2023-2028 yılları arasındaki projeksiyon döneminde, Şirket’in demirbaş ve taşıt envanterinde yenileme yatırımları yapacağı varsayılmıştır. Bu konuda Şirket tarafından sağlanan yenileme yatırım projeksiyonları tarafımızca değerlendirilmiş ve 2023-2028 yılları arasında demirbaş ve taşıt envanterinde yıllık ortalama net hasılatın %0,3’ü oranında yenileme yatırımı öngörülmüştür. Söz konusu yenileme yatırımlarının üretim kapasitesini artırıcı yönde etkisi olmayıp, değerlendirme çalışmasına dahil edilerek özsermaye değerini düşürücü yönde etkilemiştir.

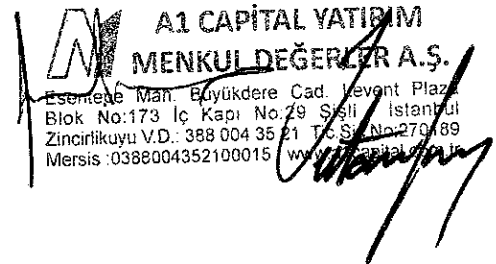
Yukarıda yatırım harcamalarına yönelik projeksiyonlar işbu fiyat tespit raporunun 8.3.2.12 numaralı bölümünde yer alan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizi üzerinden Şirket'in özsermaye değerine yansıtılmıştır.

Amortisman Giderleri: 30.06.2023 hesap dönemine ait Özel Bağımsız Denetim Raporu'nun 2 numaralı dip notlarında belirtilen amortisman politikası uygulanmıştır. Bu yaklaşım altında amortisman giderinin hasılate oranı 2020'de %2,5 ve 2021 yılında %1,7 düzeyinde gerçekleştikten sonra 2022 yılında hasılate oranı %1,4 ile yaklaşık 7,26 Milyon ABD doları seviyesinde gerçekleşmiştir. 2023-2028 projeksiyon döneminde öngörülen üretim kapasitesi artırımları ile demirbaş ve taşıt yenileme yatırımlarında ekonomik ömür 10 olarak varsayılmıştır. 2023 yılında önceki yıllardan edinimi gerçekleşen maddi duran varlıklardan kaynaklanan amortisman da projeksiyon çalışmasına eklenmiştir. Bu şekilde 2023-2028 projeksiyon dönemindeki amortisman öngörülleri Tablo 32'deki gibi oluşmuş ve FAVÖK hesapları üzerinden değerlendirilmesine dahil edilmiştir.

Tablo 32 (000 ABD Doları)	Amortisman Gideri								
	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Amortisman Gideri (a+c)	7.444	8.284	7.256	6.663	6.393	6.166	5.946	5.730	5.489
Ciro Oranı (%)	2,5%	1,7%	1,4%	1,3%	1,1%	1,0%	0,9%	0,8%	0,7%
a) Devam Eden Faaliyetin Amortismanı	7.444	8.284	7.256	6.531	5.805	5.079	4.354	3.628	2.902
Satışların Maliyeti	6.523	7.155	6.559	5.903	5.247	4.591	3.935	3.279	2.623
Faaliyet Gideri	921	1.129	698	628	558	488	419	349	279
b) Sabit Sermaye Yatırımları	6.144	454	8.774	1.328	4.548	4.987	5.056	5.096	4.854
Ekonomik Ömür (Yıl)				10	10	10	10	10	10
c) Yeni Yatırımların Amortismanı				133	588	1.086	1.592	2.101	2.587
Yatırım-2023				133	133	133	133	133	133
Yatırım-2024					455	455	455	455	455
Yatırım-2025						499	499	499	499
Yatırım-2026							506	506	506
Yatırım-2027								510	510
Yatırım-2028									485

Kaynak: A1 Capital Yatırım Hesaplamalar

P: Projeksiyon



8.3.2.9 FAVÖK Gelişimi

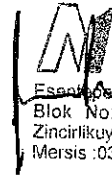
İşbu Fiyat Tespit Raporunda, ticari kur farkı gelir ve giderlerinin kaydedildiği “Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Gider” kalemleri dışarıda tutularak FAVÖK¹⁶ düzeltilmiştir. Düzeltilmiş FAVÖK rakamı, İNA ve Çarpan Analizinde kullanılarak özsermaye değerine ulaşılmıştır. Yukarıda anlatılan yöntem altında Mega Metal’in “düzeltilmiş” FAVÖK tutarı 2022 yılında FAVÖK tutarı 34.253 Bin ABD doları olup, net satışlara oranı %6,4 olarak hesaplanmaktadır. Ocak – Haziran 2022 ve Ocak – Haziran 2023 “düzeltilmiş” FAVÖK gerçekleştirmeleri ile 30.06.2023 itibarı ile “düzeltilmiş” FAVÖK’ün yıllıklandırılmış tutarı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 33		FAVÖK Gerçekleşmeleri		Yıllıklandırılmış
(000 ABD Doları)		Dönem Sonu		30.06.2023
		30.06.2022	30.06.2023	
Net Satışlar		293.183	264.154	504.122
	Büyüme - %		-9,9%	
Satışların Maliyeti*		265.757	240.276	466.593
	SMM*/Net Satışları	90,6%	91,0%	92,6%
BRÜT SATIŞ KARI		27.426	23.878	37.529
	Brüt Kar/Marjı	9,4%	9,0%	7,4%
Faaliyet Giderleri		6.494	10.217	17.804
Pazarlama Satış Giderleri		4.865	6.202	11.821
	/ Net Satışlar	1,7%	2,3%	2,7%
Genel Yönetim Giderleri		1.164	3.612	5.346
	/ Net Satışlar	0,4%	1,4%	1,5%
Amortisman		464	403	636
	/ Net Satışlar	0,2%	0,2%	0,1%
Vergi Faiz Öncesi Kar (VFÖK)		20.932	13.661	19.726
	VFÖK Marjı	7,1%	5,2%	3,1%
Amortisman Gideri		3.478	4.549	8.327
	Amortisman/Net Satışlar	1,2%	1,7%	1,9%
Faiz Vergi Öncesi Faaliyet Karı (FAVÖK)		24.410	18.210	28.052
	FAVÖK Marjı	8,3%	6,9%	5,0%

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamalar

* : Amortisman Dahil

“Düzeltilmiş” FAVÖK tutarının 2023 – 2028 yıllarına ilişkin projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

 **A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli - İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 270903
 Mersis : 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

¹⁶ Ticari kur farklarının kaydedildiği “Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Gider” kalemleri dışarıda tutularak FAVÖK düzeltilmiştir.

Tablo 34 (000 ABD Doları)		FAVÖK Projeksiyonları								
		2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Net Satışlar		297.220	484.649	533.152	531.114	576.437	623.193	670.317	720.108	764.865
	Büyüme - %	13,1%	63,1%	10,0%	-0,4%	8,5%	8,1%	7,6%	7,4%	6,2%
Satışların Maliyeti*		270.399	444.398	492.075	489.560	524.153	560.305	596.788	635.449	669.777
	SMM*/Net Satışları	91,0%	91,7%	92,3%	92,2%	90,9%	89,9%	89,0%	88,2%	87,6%
BRÜT SATIŞ KARI		26.821	40.251	41.077	41.554	52.284	62.887	73.529	84.659	95.088
	Brüt Kar/Marjı	9,0%	8,3%	7,7%	7,8%	9,1%	10,1%	11,0%	11,8%	12,4%
Faaliyet Giderleri		10.611	13.512	14.081	21.375	23.164	25.035	26.172	27.808	29.521
Pazarlama Satış Giderleri		7.499	10.076	10.485	12.534	13.672	15.095	15.847	17.478	18.530
	/ Net Satışlar	2,5%	2,1%	2,0%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Genel Yönetim Giderleri		2.190	2.307	2.899	8.200	8.877	9.348	9.753	9.779	10.463
	/ Net Satışlar	0,7%	0,5%	0,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%
Amortisman		921	1.129	698	641	615	593	572	551	528
	/ Net Satışlar	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Vergi Faiz Öncesi Kar (VFÖK)		16.211	26.740	26.996	20.178	29.121	37.852	47.358	56.852	65.567
	VFÖK Marjı	5,5%	5,5%	5,1%	3,8%	5,1%	6,1%	7,1%	7,9%	8,6%
Amortisman Gideri		7.444	8.284	7.256	6.663	6.393	6.166	5.946	5.730	5.489
	Amortisman/Net Satışlar	2,5%	1,7%	1,4%	1,3%	1,1%	1,0%	0,9%	0,8%	0,7%
Faiz Vergi Öncesi Faaliyet Karı (FAVÖK)		23.654	35.024	34.253	26.842	35.513	44.018	53.303	62.581	71.057
	FAVÖK Marjı	8,0%	7,2%	6,4%	5,1%	6,2%	7,1%	8,0%	8,7%	9,3%

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamalar

P: Projeksiyon

* : Amortisman Dahil

FAVÖK projeksiyonları işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 8.3.2.12. bölümünde yer alan İndirgenmiş Nakit Akımları Projeksiyonuna baz teşkil etmiştir.

8.3.2.10 Ticari İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Ticari İşletme Sermayesi, projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilirken Şirket'in özel bağımsız denetim raporunun bilanço ve gelir tablosu tutarlarına göre 2020, 2021 ve 2022 yıllarına ait finansallarında gerçekleşen ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma, ortalama borç ödeme süreleri, tedarikçilere verilen sipariş avansları ve müşterilerden alınan sipariş avansları incelenmiştir.

Mega Metal, çeşitli satış kanalları ile müşterilerine doğrudan satış gerçekleştirmektedir. Yurt içi satış yapılan müşterilerden sipariş miktarlarına ve ticari geçmişine göre değişen koşullarda teminat veya ön ödeme alınmaktadır, düzenli satış geçmişi ve iş ilişkisi bulunan yurt dışı müşterilerden ise teminat almadan alacaklarını belli limitler dahilinde prim bedellerini kendisi tarafından ödemek üzere COFACE'tan sigortalatmakta, faktoring kuruluşları ile gayri kabulü rücu veya Eximbank alacak sigortası ile tüm vadeli satışlarını gerçekleştirmektedir. Öte yandan, Şirket hammadde alımlarının önemli bir kısmını yurt dışından ve döviz bazlı peşin, vadeli akreditif veya mal mukabili ödeme karşılığında gerçekleştirmektedir. Bu yöntemlerle Şirket'in Ticari İşletme Sermayesi ihtiyacı, 2020 yılında 51,8 Milyon ABD doları, 2021 yılında 41,6 Milyon ABD doları ve 2022 yılında da 35,7 Milyon ABD doları düzeyinde kademeli olarak iyileşerek 2022 yılında net hasılatının %6,7'sine gerilemiştir. Nakit çevirme gün sayısı da 2020'deki 60 gün seviyesinde 2022'deki 26 gün seviyesine gerilemiştir.

Tablo 35	Ticari İşletme Sermayesi		
(000 ABD Doları)	2020	2021	2022
Net Satışlar	297.220	484.649	533.152
Satışların Maliyeti (SMM)	270.399	444.398	492.075
Ticari İşletme Sermayesi	51.849	42.885	35.664
<i>Ticari İşletme Sermayesi Değişim</i>	<i>11.974</i>	<i>-8.964</i>	<i>-7.222</i>
<i>Ticari İşletme Sermayesi/Satışlar</i>	<i>17,4%</i>	<i>8,8%</i>	<i>6,7%</i>
Ticari Alacaklar	39.603	41.603	33.103
Ortalama Ticari Alacaklar Tahsil Süresi (Gün)	41	31	26
Ortalama Ticari Alacak Devir Hızı	8,82	11,94	14,27
Ticari Alacaklar / Net Satışlar	13,3%	8,6%	6,2%
Ticari Borçlar	33.826	50.221	37.956
Ortalama Borç Ödeme Süresi (Gün)	35	34	34
Ortalama Borç Devir Hızı	10,35	10,75	10,85
Ticari Borçlar / SMM	12,5%	11,3%	7,7%
Stoklar	46.194	53.630	39.892
Ortalama Stok Tutma Süresi (Gün)	53	41	35
Ortalama Stok Devir Hızı	6,88	8,90	10,52
Stoklar / SMM	17,1%	12,1%	8,1%
Müşterilerden Alınan Avanslar	454	2.526	3.637
Ortalama Alınan Avans Süresi (Gün)	0	1	2
Alınan Avans / Net Satışlar	0,2%	0,5%	0,7%
Tedarikçilere Verilen Avanslar	332	401	4.262
Ortalama Verilen Avans Süresi (Gün)	1	0	2
Verilen Avans / SMM	0,1%	0,1%	0,9%
Nakit Çevirme Süresi (Gün)	60	37	26

Kaynak : Özel Bağımsız Denetim Raporu, Şirket, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

Şirket'in alacak tahsil gün süresi 2020'de 41 gün, 2021'de 31 gün, 2022'de ise 26 gün olarak hesaplanırken, 2023-2027 projeksiyon dönemi boyunca 2020-2022 dönemindeki ortalama düzeyinde gerçekleşeceği ve bu şekilde 2023-2027 yıllarında 33 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Şirket'in stok tutma gün süresi 2020'de 53 gün, 2021'de 41 gün, 2022 yılında 35 gün olarak hesaplanmıştır. 2023-2027 projeksiyon dönemi boyunca 2020-2022 dönemindeki ortalama düzeyinde gerçekleşeceği ve bu şekilde 2023-2027 yılları arasında 43 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Şirket'in ticari borç ödeme süresi 2020'de 35 gün, 2021 ve 2022'de 34 gün olarak belirlenmiştir. 2023-2027 projeksiyon dönemi boyunca 2020-2022 dönemindeki ortalama düzeyinde gerçekleşeceği ve bu şekilde söz konusu projeksiyon yılları arasında 34 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Şirketin müşterilerden aldığı avans gün süresi 2022'de 2 gün olarak hesaplanmış olup 2023-2027 projeksiyon dönemi boyunca son 1 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür. Tedarikçilere verilen avans gün süresi de 2022'de ortalama 2 gün hesaplanmış olup, 2023-

2027 projeksiyon dönemi boyunca 1 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür. Bu varsayımlar altında Net İşletme Sermayesi projeksiyonu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 36		Ticari İşletme Sermayesi Gelişimi ve Projeksiyonlar								
(000 ABD Doları)		2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Ticari İşletme Sermayesi		51.849	42.885	35.664	58.534	60.646	65.691	70.671	75.814	80.607
	/Hasılat	17,4%	8,8%	6,7%	11,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Ticari İşletme Sermayesi Değişimi		11.974	-8.964	-7.222	22.871	2.112	5.044	4.980	5.143	4.793
	/Hasılat	4,0%	-1,8%	-1,4%	4,3%	0,4%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%
Ticari Alacaklar		39.603	41.603	33.103	47.388	49.181	53.416	57.596	61.911	65.940
	Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	41	31	26	33	33	33	33	33	33
Ticari Borçlar		33.826	50.221	37.956	46.096	47.473	50.925	54.336	57.864	61.125
	Ort. Ödeme Süresi (Gün)	35	34	34	34	34	34	34	34	34
Stoklar		46.194	53.630	39.892	57.685	59.407	63.727	67.996	72.411	76.491
	Stok Çevirme (Gün)	53	41	35	43	43	43	43	43	43
Müşteri Avansları		454	2.526	3.637	1.728	1.793	1.948	2.100	2.258	2.404
	Alınan Avans Süresi (Gün)	0	1	2	1	1	1	1	1	1
Tedarikçi Avansları		332	401	4.262	1.286	1.324	1.420	1.515	1.614	1.705
	Verilen Avans Süresi (Gün)	1	0	2	1	1	1	1	1	1

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

8.3.2.11 İndirgeme Oranı

İndirgenmiş Nakit Akımları yaklaşımına göre Şirket değeri, faaliyette bulunduğu sürece yaratılması beklenen nakit akımları toplamının bugünkü değeridir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.29 maddesi uyarınca tahmini nakit akışlarını indirgemek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtmaları gereklidir. Değerleme kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.30 maddesinin (b) bendinde belirtildiği üzere, işletme değerlemelerinde yaygın olarak “Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)” yöntemi kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin özkaynak ve borç maliyetlerinin hesaplanarak, ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasına dayanmaktadır.

AOSM = Özsermaye Maliyeti * (1 – Finansal Borçluluk Oranı) + Vergi sonrası borçlanma maliyeti * Finansal Borçluluk Oranı

Özsermaye Maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$R_e = R_f + [\beta \times (R_m - R_f)]$$

R_e = Özsermaye Maliyeti

R_f = Risksiz Getiri Oranı

R_m = Piyasada Beklenen Getiri Oranı

Risk Primi = Piyasada Beklenen Getiri ile Risksiz Faiz Oranı Farkı ($R_m - R_f$)

β (Beta) = İşlem gören menkul kıymetlerin işlem gördükleri piyasaya göre risk seviyesi

 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esenyol Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / Beşiktaş / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No: 272100
Mersis : 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Özel Bağımsız Denetim Raporu'nun 2.a numaralı dip notunda belirtildiği üzere, Şirket'in fonksiyonel para birimi ABD Dolarıdır ("ABD Doları"). Şirketin finansal durumu ve faaliyet sonuçları, geçerli para birimi olan ABD Doları cinsinden sunulmuştur. Şirket siparişleri sözleşmelerin sevk ve/veya ödeme vadesindeki tarihte USD/TL kuru üzerinden faturalandırdığından, değerlendirme çalışması ABD doları olarak yapılmıştır. Buna bağlı olarak, İndirgeme Oranı olarak kullanılan Özsermaye Maliyeti'nin hesaplanmasında;

Risksiz Getiri Oranı (R_f): UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.31 maddesi (e) bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın projeksiyon dönemi ile en tutarlı risksiz getiri oranı olarak TURKEY 7 % 04/26/2029 Corp (US900123CT57 ISIN kodlu) 26.04.2029 vadeli Türkiye Cumhuriyeti Eurobond'u seçilmiştir. İşbu Fiyat Tespit Rapor tarihi olan 21.09.2023'den bir iş günü önce Eurobond'un piyasa kapanış faiz oranı %8,408 seviyesinde gerçekleşirken, 21.09.2023 tarihi itibarı ile son bir (1) yıllık bileşik faiz oranlarının ortalaması %9,11 seviyesinde hesaplanmıştır. US900123CT57 ISIN kodlu Eurobond'un bileşik faiz oranlarının rapor tarihi itibarı ile son bir yıllık ortalaması, ihtiyatlılık ilkesi gereği, AOSM'ye baz teşkil eden risksiz faiz oranı olarak hesaplamalara dahil edilmiş ve 01.07.2023-31.12.2028 projeksiyon dönemi boyunca %9,11 seviyesinde sabit varsayılmıştır.

Risk Primi ($R_m - R_f$): New York Üniversitesi Stern School of Business Prof Dr. Aswath Damodaran tarafından ülkelerin sermaye piyasaları risk prim düzeylerine yönelik olarak yapılan çalışmanın 11 Temmuz 2023'de güncellenmiş versiyonuna¹⁷ göre, Türkiye'nin CDS bazında ülke risk primi %6,55 olarak hesaplanmıştır. İndirgenme oranının belirlenmesinde ülke risk primi %6,55 seviyesinde dikkate alınmış ve bu oranda hesaplamalara dahil edilmiştir. Türkiye'nin Ülke Risk Primine ilaveten Şirket Risk Primi olarak da 1 puanlık bir Spesifik Risk Primi eklenmiştir. Bu şekilde Türk Sermaye Piyasalarının Risk Primi %7,55 olarak hesaplanmış ve 2023-2028 yılları için %7,55 seviyesinde sabit varsayılmıştır. Bu şekilde, Tablo 39'da belirlenen risksiz faiz oranına 2023-2028 projeksiyon dönemi boyunca toplamda 7,55 puan risk primi ilave edilmiş ve dolayısıyla, UDS 400 / 60.5 / b bendinde yer alan "ilave risklerle düzeltilmiş risksiz getiri oranı" ifadesi karşılanmıştır.

Beta (β): Pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki oynaklığa olan oranıdır. Bir hisse senedinin beklenen getirisi, bu hisse senedinin Beta katsayısı ile doğrudan ilişkilidir.

- Beta = 0 ise; beklenen getiri risksiz faiz oranına eşittir; risk düzeyi sıfırdır.
- Beta = 1 ise; hisse senedi piyasa ile aynı yönde ve aynı oranda değişim gösterir.
- Beta > 1 ise; beklenen getiri daha çok risklidir.
- Beta < 1 ise; beklenen getiri daha az risklidir.

Piyasa volatilitésinin Şirket değerlemesi üzerinde etki yaratmaması amacıyla Beta (β) = 1

¹⁷ <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/>

kabul edilmiştir. Yukarıda ortaya koyduğumuz yaklaşım altında, piyasa risk priminin beta katsayısı ile çarpılması sonucu elde edilen rakamın risksiz faiz oranına eklenmesi suretiyle belirlenen 2023-2028 projeksiyon döneminde Özsermaye Maliyeti

$$R_e = R_f + (\beta * Risk\ Primi) = 9,11\% + 1 * (1,00\% + 6,55\%) = 16,66\% \text{ olarak hesaplanmıştır.}$$

Borçluluk Oranı: Mega Metal'in 30.06.2023 tarihli özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosuna göre Şirket'in net finansal borcu 62,06 Milyon USD olarak hesaplanmıştır. İşbu Rapor itibarıyla Şirket'in 30.06.2023 tarihli finansal tabloları bazında finansman yapısı, borçluluk durumu ve net nakit pozisyonu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 37 (TL)	Finansal Borçluluk Durumu			
	2020	2021	2022	30.06.2023
+Kısa Vadeli Finansal Borçlar	247.570.902	559.408.427	891.672.609	1.548.558.575
Banka Kredileri	207.819.245	493.264.664	786.644.683	1.461.961.047
Kısa Vadeli Finansal Kiralama Borçları	38.855.462	65.304.449	100.220.002	75.128.422
Kiralama İşlemlerinden Kısa Vadeli Borçlar	896.195	839.314	4.807.924	11.469.106
+Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	90.029.668	161.488.339	410.720.623	184.647.504
+Uzun Vadeli Finansal Borçlar	211.169.367	239.498.751	308.629.893	463.842.161
Banka Kredileri	143.263.907	141.722.165	113.251.368	159.336.066
Kiralama İşlemlerinden Uzun Vadeli Borçlar	67.762.992	97.776.586	190.170.598	302.555.941
Finansal Kiralama İşlemlerinden Yükümlülükler	142.468	0	5.207.927	1.950.154
= Toplam Finansal Borçlar*	548.769.937	960.395.517	1.611.023.125	2.197.048.240
Eksi: Nakit Durumu	62.592.605	126.960.899	236.556.704	590.608.512
Nakit ve Nakit Benzerleri	50.048.180	113.757.378	126.220.224	388.801.864
Kur Korumalı Mevduat Hesapları	-	-	91.273.713	155.865.262
Menkul kıymet yatırımları	12.544.425	13.203.521	-	19.599.268
Eurobond	-	-	19.062.767	26.342.118
Net Finansal Borç* / Varlık	486.177.332	833.434.618	1.374.466.421	1.606.439.728
Özkaynaklar	357.282.668	583.645.064	822.930.068	1.217.190.117
Net Finansal Borç* / Özsermaye oranı	1,36	1,43	1,67	1,32
Özkaynaklar + KV ve UV Finansal Borçlar Toplamı	906.052.605	1.544.040.581	2.433.953.193	3.414.238.357
Finansal Borçluluk Oranı**	60,57%	62,20%	66,19%	64,35%

Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

*: Finansal Borçların hesaplanmasında Banka Kredileri ile birlikte Kiralama İşlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler dahil edilmiştir.

** : Finansal Borçlar toplamı, Özkaynaklar, KV ve UV Finansal Borçlar Toplamına bölünerek hesaplanmıştır.

30.06.2023 tarihi itibarıyla Şirket'in net finansal borcu 1.606 Milyon TL karşılığı 62,06 Milyon ABD dolarıdır.

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No: 270469
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 38

Net Finansal Borç Pozisyonu

	2020	2021	2022	30.06.2023
Kısa Vadeli Finansal Borçlar (TL)	247.570.902	559.408.427	891.672.609	1.548.558.575
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları (TL)	90.029.668	161.488.339	410.720.623	184.647.504
Uzun Vadeli Finansal Borçlar (TL)	211.169.367	239.498.751	308.629.893	463.842.161
= Toplam Finansal Borçlar (TL)	548.769.937	960.395.517	1.611.023.125	2.197.048.240
Eksi: Nakit Durumu (TL)	62.592.605	126.960.899	236.556.704	590.608.512
Net Finansal Borç (TL)	486.177.332	833.434.618	1.374.466.421	1.606.439.728
USD/TL TCMB Döviz Satış Kuru*	7,4327	13,3530	18,7320	25,8696
Kısa Vadeli Finansal Borçlar (\$)	33.308.340	41.893.839	47.601.570	59.860.167
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları (\$)	12.112.647	12.093.787	21.926.149	7.137.625
Uzun Vadeli Finansal Borçlar (\$)	28.410.856	17.935.951	16.476.078	17.930.009
= Toplam Finansal Borçlar (\$)	73.831.843	71.923.576	86.003.797	84.927.801
Eksi: Nakit Durumu (\$)	8.436.343	9.525.163	12.651.241	22.871.325
Net Finansal Borç (\$)	65.395.499	62.398.413	73.352.556	62.056.476

Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu*, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

Kurumlar Vergisi: Yeni Torba Kanun olarak bilinen 7456 Sayılı 6/2/2023 Tarihinde Meydana Gelen Depremlerin Yol Açtığı Ekonomik Kayıpların Telifisi için Ek Motorlu Taşıtlar Vergisi İhdası ile Bazı Kanunlarda ve 375 Sayılı Kanun Hükmünde Kararnamede Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun 15.07.2023 Tarih ve 32249 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır¹⁸. Yapılan düzenleme ile %20 olarak uygulanan kurumlar vergisi oranı %5 puanlık artışla %25 (banka ve finans kurumlar için %30) olarak belirlenmiştir. Bu oran 01.10.2023 tarihinden itibaren verilecek beyannamelerden başlamak üzere kurumların 2023 ve izleyen yıllar kazançları için geçerli olacaktır. Bununla birlikte, kurumlar vergisi oranına ilişkin yapılan bir diğer değişiklik ise ihracattan elde edilen kazançlara ilişkin uygulanan indirim oranının artırılması olmuştur. Buna göre, ihracattan elde edilen kazançlara uygulanan 1 puanlık indirim 5 puana çıkarılmıştır. Dolayısıyla ihracattan elde edilen kazançlar için %20; imalattan elde edilen kazançlar için ise %24 kurumlar vergisi oranı uygulanacaktır. Son düzenleme kapsamında kurumlar vergisi oranı %25 seviyesinde AOSM hesaplamalarında uygulanmıştır. Ayrıca, gelir tablosu ve nakit akımı projeksiyonlarında aynı kurumlar vergisi oranı (%25) kullanılmıştır. Öte yandan, ihracat yapan kurumların münhasıran ihracattan elde ettikleri kazançlarına uygulanan 5 puanlık Kurumlar Vergisi indirimi, ihtiyatlılık ilkesi gereği, İNA projeksiyonlarında dikkate alınmamıştır.

Borçlanma Maliyeti: 30.06.2023 tarihli Özel Bağımsız Denetim Raporu’nun 6 numaralı dip notunda yer alan Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlanmalara ilişkin detay bölümünde, Şirket’in kısa vadeli banka kredi tutarı 1.462 Milyon TL’dir. Uzun vadeli kredilerinin kısa vadeli kısımlarından oluşan finansal borç tutarı 185 Milyon TL olup, Şirket’in aynı zamanda 159 Milyon TL tutarında da uzun vadeli kredisi bulunmaktadır. Şirket’in 30.06.2023 itibarı ile 2.197 Milyon TL olan toplam finansal borcunun 1.806 Milyon TL tutarındaki kısmı banka kredilerinden kaynaklanmaktadır. 480 Milyon TL’ye karşılık gelen kısım %14,44 faiz ile TL

¹⁸ <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2023/07/20230715-2.pdf>

cinsinden açılmış banka kredisidir. 1.204 Milyon TL tutarındaki kredi Avro cinsinden olup ortalama %8,77 faizlidir. Şirket'in 122 Milyon TL kredisi ise ABD doları cinsinden olup %8,22 faizlidir. Bu durumda, 30.06.2023 itibarı ile Şirket'in TL ve döviz olarak sağlamış olduğu banka kredileri üzerindeki ağırlıklı ortalama etkin faiz oranı %10,24 olarak hesaplanmaktadır. TL kredileri hariç tutulduğunda 30.06.2023 itibarı ile döviz kredileri üzerindeki efektif faiz oranı %8,72 seviyesinde hesaplanmıştır.

Bu durumda, 30.06.2023 yılı Özel Bağımsız Denetimden geçmiş finansal sonuçlara göre, ortalama %8,72 seviyesinde hesaplanan Şirket'in yabancı para üzerinden borçlanma maliyeti (US900123CT57 ISIN kodlu) Eurobond faizinin son bir yıllık ortalamasının yaklaşık 0,39 puan kadar altında kalmaktadır. İşbu rapor tarihi itibarı ile %8,408 seviyesinde gerçekleşen faiz oranının ise 0,31 puan üzerindedir. Ancak, ihtiyatlılık ilkesi gereği Şirket'in döviz cinsi borçlanma maliyeti yukarıda ISIN kodu belirtilen Eurobond faizinin son bir yıllık ortalaması olan %9,11'in 1,5 puan üzerinde %10,61 seviyesinde varsayılmış ve projeksiyon dönemi boyunca bu seviyesinde sabit tutularak AOSM'ye yansıtılmıştır. Bu şekilde, Şirket'in borçlanma maliyeti, 2023-2028 projeksiyon dönemi boyunca %10,61 seviyesinde öngörülmüştür. Tüm bu varsayımların ışığında, 2023 yılı için

$$\begin{aligned}\text{Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti} &= (9,11\% + 1,50\%) * (1 - 0,20) \\ &= 7,96\%\end{aligned}$$

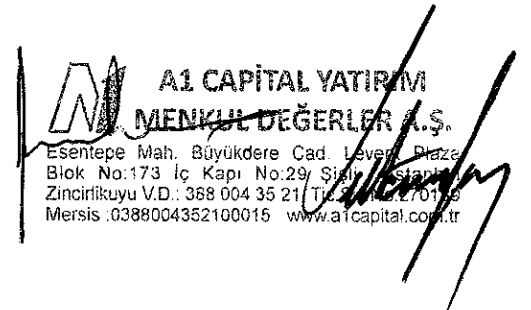
olarak hesaplanmaktadır. Netice itibarıyla, 2023 yılı için

$$\text{AOSM} = \text{Özsermaye Maliyeti} * (1 - \text{Borçluluk oranı}) + \text{Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti} * \text{Borçluluk Oranı}$$

$$\begin{aligned}&= 16,66\% * (1 - 0,6435) + 7,96\% * 0,6435 \\ &= 0,05939 + 0,05122 \\ &= 11,06\%\end{aligned}$$

olarak hesaplanmıştır.

İNA Projeksiyonlarında kullanılan AOSM yıllar itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almaktadır:



Tablo 39		Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Projeksiyonu					
AOSM Bileşenleri	Hesaplama Yöntemi	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Risksiz Faiz Oranı	F	9,11%	9,11%	9,11%	9,11%	9,11%	9,11%
Spesifik Risk Primi	S	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Türkiye Risk Primi	R	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%
Beta (β)	B	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Kurumlar Vergisi Oranı	V	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Borçlanma Maliyeti	BM	10,61%	10,61%	10,61%	10,61%	10,61%	10,61%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	VSBM = BM * (1-V)	7,96%	7,96%	7,96%	7,96%	7,96%	7,96%
Sermaye Maliyeti	SM = F + (S+R) * B	16,66%	16,66%	16,66%	16,66%	16,66%	16,66%
Finansal Borçluluk Oranı ¹	FBO = [D / (D + E)]	64,35%	64,35%	64,35%	64,35%	64,35%	64,35%
AOSM	= SM*(1-FBO)+VSBM*FBO	11,06%	11,06%	11,06%	11,06%	11,06%	11,06%

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

1: D, finansal borcu; E özkaynak tutarını göstermektedir.

Tabloya göre, mevcut varsayımlar altında, İNA projeksiyon döneminde (2023 – 2028) AOSM ortalama %11,06 oranında tahmin edilmiştir.

8.3.2.12 İNA Projeksiyonları

Mega Metal'in 01.07.2023 – 31.12.2028 döneminde elde edeceği serbest nakit akımlarının toplam değeri Şirket'in Firma Değerini ifade etmektedir. Firma Değerine 30.06.2023 tarihi itibarıyla Şirket bilançosunda yer alan 62,06 Milyon ABD Doları seviyesindeki net finansal borcun düşülmesi suretiyle Şirket Değerine ulaşılmaktadır. Projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değerin hesabında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (a) bendi uyarınca sınırsız ömürlü varlıklar için kullanılabilen sabit büyüme yöntemi kullanılmıştır. Sabit büyüme oranı ABD doları bazında %2 seviyesinde varsayılırken, Şirket'in aktifinde yer alan makina-ekipman için de herhangi bir hurda değer öngörüsünde bulunulmamıştır.

Halka arz edilecek Şirket'in tahminleri, kısmen Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Tahminlerin değişmesi durumunda farklı pay başına değer söz konusu olabilir. 01.07.2023 – 31.12.2028 tahmin dönemine ilişkin tahmin ettiğimiz "serbest nakit akışlarının toplamını" söz konusu tahmin döneminde belirlediğimiz indirgeme oranı ile bugüne indirgenmiş değeri ile Firma Değerine ulaşmaktayız. Söz konusu Firma değerinden Şirket'in net finansal borç pozisyonu çıkarılarak Şirketin Hedef Özsermaye Değerini hesaplamaktayız. ABD Doları bazında hesapladığımız Hedef Özsermaye Değerini işbu Fiyat Tespit Raporu tarihinden bir işgünü önce (20 Eylül 2023) TCMB tarafından 15:30'da açıklanan ABD Dolar Alış Kuru (26,9910) ile çarparak TL bazında Hedef Özsermaye Değerini hesaplamaktayız. TL olarak hesapladığımız özsermaye değeri de Şirketin ödenmiş sermaye tutarına oranlanarak, Şirketin halka arz öncesi Hedef Pay Fiyatına ulaşılmıştır.

Şirket'e ait 01.07.2023 – 31.12.2028 tahmin dönemine ilişkin İNA projeksiyonumuz Tablo 40'da gösterilmektedir. Şirket'in özel bağımsız denetimden geçmiş son finansal tablolarının

30.06.2023 tarihi itibarı ile hazırlanması nedeniyle firmaya ait Serbest Nakit Akımları bu tarihe indirgenerek İNA Yaklaşımına dahil edilmiştir. Her bir projeksiyon yılına ait İndirgeme Faktörü aşağıdaki yöntem ile hesaplanmıştır.

$$\text{İndirgeme Faktörü} = 1 / [(1 + \text{AOSM})^{((\text{Değerleme Rapor Tarihi} - \text{Projeksiyon Yıl Sonu}) / \text{Takvim Yılı Gün Sayısı})]$$

Projeksiyon dönemleri itibarı ile indirgeme faktörü aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır.

Tablo 40		İndirgeme Faktörü Hesabı		
Projeksiyon Dönemi	Gün Sayısı	AOSM	Hesaplama Yöntemi	İndirgeme Faktörü
20.09-31.12.2023	102	11,06%	$1 / [(1 + 0,1106)^{(102)/184}]$	0,9435
01.01-31.12.2024	468	11,06%	$1 / [(1 + 0,1106)^{(468)/366}]$	0,8744
01.01-31.12.2025	833	11,06%	$1 / [(1 + 0,1106)^{(833)/365}]$	0,7870
01.01-31.12.2026	1.198	11,06%	$1 / [(1 + 0,1106)^{(1.198)/365}]$	0,7086
01.01-31.12.2027	1.563	11,06%	$1 / [(1 + 0,1106)^{(1.563)/365}]$	0,6381
01.01-31.12.2028	1.929	11,06%	$1 / [(1 + 0,1106)^{(1.929)/366}]$	0,5752

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

Tablo 41’de yer alan İNA projeksiyonunda serbest nakit akımlarının (S.N.A) bugünkü değeri hesaplanmıştır. Net bugünkü değer hesabı, şirketin projeksiyon dönemi boyunca yıllar itibarı ile elde edeceği “Serbest Nakit Akışlarının” ilgili projeksiyon yılına ait “indirgeme oranı” ile çarpılması sonucunda elde edilen indirgenmiş serbest nakit akımlarının toplamından oluşmaktadır. Gelecekteki nakit akışları hesaplanırken, Şirketin Toplam Operasyonel Serbest Nakit Akışı aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

Faaliyet Karı * (1-Vergi) + Amortisman – İşletme Sermayesindeki Değişim – Yatırım Harcamaları

Bu yöntemle hesaplanan operasyonel Serbest Nakit Akımlarının AOSM oranı ile bugüne indirgediğimiz değerlerinin 01.07.2023 - 31.12.2028 projeksiyon dönemindeki toplamına (101,8 Milyon ABD doları), 2028 yılı sonrası için %2,0 seviyesinde varsaydığımız uç büyüme değeri ile hesapladığımız terminal nakit akımlarının bugüne indirgenen değeri (291,4 Milyon ABD doları) eklenerek Firma Değerine (393,2 Milyon ABD doları) ulaşmaktayız. Firma değerinden Şirket’in 62,06 Milyon ABD doları olan net borç pozisyonunu düştüğümüzde Şirketin Hedef Özsermaye Değeri 331,2 Milyon ABD doları olarak hesaplanmaktadır.

 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esentepe Mah. Büyükdere / Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic. Sic. No:266 83
Mersis :0388004352100019 www.a1capital.com.tr

Tablo 41

Tablo 41		İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Modeli								
		Gerçekleşme		Tahmin	İNA Projeksiyonu					
(000 ABD Doları)		2022	2023	2023T	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
		01-12	01-06	01-12	07-12	01-12	01.12	01.12	01.12	01.12
Net Satışlar		533.152	264.154	531.114	266.960	576.437	623.193	670.317	720.108	764.865
	Yıllık Büyüme	10,0%	-9,9%	-0,4%	11,2%	8,5%	8,1%	7,6%	7,4%	6,2%
SMM		492.075	240.276	489.560	249.284	524.153	560.305	596.788	635.449	669.777
	SMM /Net Satışlar	92,3%	91,0%	92,2%	93,4%	90,9%	89,9%	89,0%	88,2%	87,6%
Brüt Kar		41.077	23.878	41.554	17.676	52.284	62.887	73.529	84.659	95.088
	Brüt Kar Marjı	7,7%	9,0%	7,8%	6,6%	9,1%	10,1%	11,0%	11,8%	12,4%
Esas Faaliyet Giderleri		14.081	10.217	21.375	11.159	23.164	25.035	26.172	27.808	29.521
	/ Net Satışlar	2,6%	3,9%	4,0%	4,2%	4,0%	4,0%	3,9%	3,9%	3,9%
	Yıllık Büyüme	4,2%	57,3%	51,8%	47,1%	8,4%	8,1%	4,5%	6,2%	6,2%
Vergi Faiz Öncesi Kar (VFÖK)		26.996	13.661	20.178	6.517	29.121	37.852	47.358	56.852	65.567
	VFÖK Marjı	5,1%	5,2%	3,8%	2,4%	5,1%	6,1%	7,1%	7,9%	8,6%
Düzeltilmiş FAVÖK		34.253	18.210	26.842	8.632	35.513	44.018	53.303	62.581	71.057
	Yıllık Büyüme	-2,2%	-25,4%	-21,6%	-12,3%	32,3%	23,9%	21,1%	17,4%	13,5%
	FAVÖK Marjı	6,4%	6,9%	5,1%	3,2%	6,2%	7,1%	8,0%	8,7%	9,3%
Amortisman Gideri		7.256	4.549	6.663	2.115	6.393	6.166	5.946	5.730	5.489
	/Net Satışlar	1,4%	1,7%	1,3%	0,8%	1,1%	1,0%	0,9%	0,8%	0,7%
Ticari İşletme Sermayesi		35.664	30.548	58.534	27.986	60.646	65.691	70.671	75.814	80.607
	/Net Satışlar	6,7%	11,6%	11,0%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar		33.103	24.816	47.388	22.572	49.181	53.416	57.596	61.911	65.940
	Ort. Tahsilat Süresi (Gün)	26	33	33	33	33	33	33	33	33
Kısa Vadeli Ticari Borçlar		37.956	23.763	46.096	22.334	47.473	50.925	54.336	57.864	61.125
	Ort. Ödeme Süresi (Gün)*	34	34	34	34	34	34	34	34	34
Stoklar		39.892	29.737	57.685	27.948	59.407	63.727	67.996	72.411	76.491
	Stok Çevirme (Gün)	35	43	43	43	43	43	43	43	43
Müşterilerden Alınan Avanslar		3.637	905	1.728	823	1.793	1.948	2.100	2.258	2.404
	Alınan Avans Süresi (Gün)	2	1	1	1	1	1	1	1	1
Tedarikçilere Verilen Avanslar		4.262	663	1.286	623	1.324	1.420	1.515	1.614	1.705
	Verilen Avans Süresi (Gün)	2	1	1	1	1	1	1	1	1
İşletme Sermayesi Değişim		-7.222	7.829	22.871	15.042	2.112	5.044	4.980	5.143	4.793
	/Net Satışlar	-1,4%	3,0%	4,3%	5,6%	0,4%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%
Yatırım Harcamaları		33.122		1.328	1.328	4.548	4.987	5.056	5.096	4.854
	Yatırımlar / Net Satışlar	6,2%		0,3%	0,5%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,6%
-Kapasite Yatırımları					0	3.107	3.429	3.380	3.296	2.941
-Yenileme Yatırımları					1.328	1.441	1.558	1.676	1.800	1.912
Vergi		6.209	3.415	5.045	1.629	7.280	9.463	11.839	14.213	16.392
Serbest Nakit Akımları (S.N.A.)		2.143	6.966	-2.401	-9.367	21.574	24.523	31.427	38.129	45.018
AOSM					11,06%	11,06%	11,06%	11,06%	11,06%	11,06%
İndirgeme Oranı					0,9435	0,8744	0,7870	0,7086	0,6381	0,5752
İndirgenmiş Nakit Akımları					-8.838	18.865	19.301	22.271	24.328	25.895
Toplam İndirgenmiş S.N.A		101.822								

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamalar

*:Stoklardaki değişim SMM'ye eklenmiştir

P: Projeksiyon

T: Tahmin

 **A1 CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esenyol Mah. Büyükdere Cad. No:133 Kat:5
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / Beşiktaş / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No:270 689
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 42 İndirgenmiş Nakit Akımları Hesabı (Milyon ABD Doları)			
Özsermaye Değerleme Hesabı	Referans	Hesaplama Yöntemi	Tutar
Vergi Sonrası Terminal Yıl FAVÖK Tutarı	A	71,1-16,4	54,7
Projeksiyon Dönemi Sonrası FAVÖK	B	54,7 * (1+ 2,0%)	55,8
Projeksiyon Dönemi Sonrası Yatırım Harcamaları	C	4,9 * (1+ 2,0%)	5,0
Projeksiyon Dönemi Sonrası ΔNet İşletme Sermayesi	D	4,8 * (1+ 2,0%)	4,9
Projeksiyon Dönemi Sonrası Nakit Akımı	E	B – C – D	45,9
AOSM @2028	F	AOSM Formülü	11,06%
Terminal Büyüme Oranı	G	Varsayım	2,0%
Terminal Nakit Akımlarının Toplamı	H	$E * [1/(F - G)]$	506,6
İndirgeme Oranı@2028	I	$1/[(1+AOSM)^{(Gün Sayısı)/365}]$	0,5752
Terminal Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	J	$H * I$	291,4
01.07.2023 – 31.12.2028 İndirgenmiş SNA Toplamı	K	INA Tablosu SNA Toplamı	101,8
Firma Değeri (Değerleme Tarihi)	L	J+ K	393,2
Toplam Finansal Borç (30.06.2023)	M	Bilanço Verisi	84,9
Nakit ve Nakit Benzerleri (30.06.2023)	N	Bilanço Verisi	22,9
Özsermaye Değeri (Değerleme Tarihi)	P	L-(M-N)	331,2

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

8.3.3 Piyasa Çarpanları (Pazar) Yönetimi

8.3.3.1 Yurtiçi Sektör Çarpanları

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca, Pazar (Piyasa Çarpanları) Yaklaşımı, değerlemesi yapılacak şirketlere benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu metod etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır. Şirket'in, pazar yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle karşılaştırmaların yapıldığı Pazar yaklaşımının pratik ve güvenilir olduğu tarafımızca değerlendirilmiştir. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 20.2 maddesinin (b) bendi uyarınca değerleme konusu Şirket'e önemli ölçüde benzerlik gösteren Şirket(ler)in ilgili Borsa pazarında aktif olarak işlem görmesi zorunludur.

Mega Metal'in çarpan analizinden piyasa değeri hesaplanırken Şirket'le benzer faaliyette bulunan borsa şirketi sadece Sarkuysan Elektrolit Bakır Sanayi ve Ticaret A.Ş. (SARKY.E) ve Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş. (PRKAB.E) olarak tespit edilmiştir. Yurtiçinde Mega Metal'e benzer faaliyet gösteren başka borsa şirketi bulunmadığından, Karşılaştırılabilir Şirket Çarpanlarına ek olarak Şirket'in faaliyet gösterdiği Metal Ana Sektörü (XMANA) ile İmalat Sektörünü (İMALAT) kapsayan Yurtiçi Sektör Çarpanları da değerlendirilmiştir. Bu şekilde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.6 uyarınca her biri farklı çarpanlara sahip karşılaştırılabilir varlıklardan elde edilen Pazar Çarpanlarının kullanılması ilkesi karşılanmış olmaktadır. Sektörel bazda Fiyat Tespit Raporu tarihinden bir işgünü önce (20.09.2023) kapanışları üzerinden Firma Değeri/Faiz Amortisman

Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK), Firma Değeri / Satışlar (FD/S), Fiyat-Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) çarpanları değerlendirilmiştir.

Metal Ana Sektörü (XMANA) ile İmalat Sektörüne (İMALAT) ilişkin FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD çarpanları Finnet Elektronik Veri Tabanından rapor tarihinde çekilmiş olup, söz konusu veri setinden sağlıklı çıkarımlar yapmayı güçleştiren aykırı (outlier) değerler Aykırı Değer Analiz Yöntemi ile eliminasyona tabi tutulmuştur. Bu yöntem altında Metal Ana Sektörü ile İmalat Sektörü için Finnet Elektronik Veri Tabanından çekilen veriler dört dörttebirliklere (Kartillere) ayrılarak en alt ve en üstteki Kartil değerler uç değerler olarak veri setinden elimine edilmiştir. Uç değerler veri setinden elimine edildikten sonra geriye kalan verilerden, 3. Kartil Değeri + 1,5*Standard Sapmadan büyük veriler ile 1. Kartil Değeri - 1,5*Standard Sapmadan küçük veriler eliminasyona tabi tutularak geriye kalan değerlerin medyanı hesaplanıp Sektör Çarpan Analizi kapsamında değerlendirilmiştir.

Tablo 43

Metal Ana Sektörü (XMANA) Çarpan Analizi

Firma Adları	Borsa Kodu	Piyasa Değeri (000.000 TL)	FD/FAVÖK	Pd/DD	F/K	FD/S
Bantaş Ambalaj	BNTAS	865	10,16	1,55	9,78	1,17
BMS Birleşik Metal	BMSTL	1.680	17,58	1,90	12,18	1,70
BMS Çelik Hasır	BMSCH	640	25,90	2,09	20,07	0,59
Burçelik	BURCE	945	16,84	3,07	43,32	2,73
Burçelik Vana	BURVA	445	39,87	23,27	68,85	6,83
Çelik Halat	CELHA	1.942	56,89	113,76	0,00	1,49
Çemaş Döküm	CEMAS	3.662	34,35	1,95	7,64	3,17
Çemtaş	CEMTS	6.375	10,25	2,83	7,29	1,82
Çuhadaroğlu Metal	CUSAN	1.429	7,97	3,21	56,57	1,21
Demisaş Döküm	DMSAS	960	0,00	2,88	0,00	1,09
Döktaş Dökümcülük	DOKTA	12.814	18,47	3,58	78,39	2,19
Eminiş Ambalaj	EMNIS	373	20,15	10,77	56,47	1,90
Erbosan	ERBOS	3.046	13,34	2,70	11,04	1,35
Erciyas Çelik Boru	ERCB	9.519	25,46	3,64	54,00	1,85
İzmir Demir Çelik	IZMDC	10.455	5,88	7,99	0,00	0,78
Kardemir (A)	KRDMA	6.036	7,67	2,68	26,42	0,92
Kardemir (B)	KRDMB	2.803	7,16	2,51	24,67	0,86
Kardemir (D)	KRDMD	19.974	7,81	2,74	26,92	0,94
Kocaer Çelik	KCAER	16.124	12,24	4,48	13,43	1,74
Makina Takım	MAKTK	1.116	8,61	2,77	9,66	3,28
Panelsan Çatı Cephe Sistemleri	PNLSN	3.915	12,13	5,00	14,55	2,05
Sarkuysan	SARKY	19.520	12,53	5,79	16,15	0,76
Tuğçelik	TUCLK	2.168	23,59	4,44	33,23	3,62
Yükselen Çelik	YKSLN	1.673	18,98	4,00	31,68	1,73
Medyan		2.485	12,53	2,88	20,07	1,70

Kaynak : Finnet, 20.09.2023 tarihli piyasa kapanış verileri

Eliminasyon sonrası XMANA Sektör Çarpanları Tablo 43’de gösterilmektedir. Sektör endeksi içinde yer almasına rağmen EREGL, ISDMR ve BRSAN’a gerek faaliyet alanı ve gerekse piyasa değeri açısından bu tabloda yer verilmemiştir.

Eliminasyon sonrası İmalat Sektörü (İMALAT) ve Metal Ana Sektörü (XMANA) için hesaplanan “medyan” FD/FAVÖK, PD/DD, FD/S ve F/K çarpan değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 44		Sektör Çarpanları			
Sektörler	Kod	FD/FAVÖK	PD/DD	F/K	FD/S
Metal Ana Sanayi	XMANA	12,53	2,88	20,07	1,70
İmalat Sanayi	İMALAT	15,15	3,64	16,70	2,12
Ortalama		13.84	3.26	18.39	1.91

Kaynak : Finnet, 20.09.2023 tarihli piyasa kapanış verileri, A1 Capital Hesaplamaları

Yukarıda açıklanan Aykırı Değer Analiz Yöntemi altında XMANA ve İMALAT Sektör Endekslerinin içerdiği firmalara ait çarpanların “uç değerleri” eliminasyona tabi tutulduktan sonra, ihtiyatlık ilkesi gereği elimine edilemeyen ancak aykırı görünen diğer çarpan değerlerinin varlığından dolayı medyan yönetimi kullanılmıştır. XMANA ve İMALAT çarpanlarının medyan değerlerinin “aritmetik ortalaması” belirlenmiştir. Piyasa değeri hesaplanırken kullanılan Gelir Tablosu ve Bilanço değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 45		Sektör Çarpan Analizinde Kullanılan Parametreler
		Yıllıklandırılmış
(000 ABD doları)		30.06.2023
Düzeltilmiş FAVÖK		28.052
Net Finansal Borç		62.056
Net Satışlar		504.122
Özkaynaklar		47.051
Net Kar		9.737
Ödenmiş Sermaye (000 nominal TL)		225.000

Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu, A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

Tablo 44’de hesaplanan FD/FAVÖK çarpanlarının ortalaması ile 30.06.2023 tarihli gelir tablosunda büyük ölçüde ticari kur farkından oluşan “esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider kalemleri” düşülerek hesaplanan “düzeltilmiş” ve “yıllıklandırılmış” FAVÖK tutarının çarpımından elde edilen değerden, 30.06.2023 tarihli net finansal borç tutarı olan 62,06 Milyon ABD Doları düşülerek “hedef piyasa” değerlerine ulaşılmıştır. Tablo 44’de yer alan ortalama FD/S çarpanı ile 30.06.2023 tarihli yıllıklandırılmış Net Satış tutarının çarpımından elde edilen değerden aynı tarihli net finansal borç tutarı düşülerek FD/S çarpanı üzerinden “hedef piyasa” değerlerine ulaşılmıştır. Aynı şekilde elde edilen ortalama F/K çarpanı ile 30.06.2023 tarihli yıllıklandırılmış Net Kar tutarının çarpımı ile F/K üzerinden bir diğer hedef piyasa değeri hesaplanmış ve son olarak da ortalama PD/DD çarpanı ile 30.06.2023 tarihli bilançoda yer alan Özkaynak tutarı çarpılarak hedef özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Görece düşük kar marjı ile yüksek tutarda satış hacimlerine ulaşan Şirket'in operasyonel kar performansını en iyi açıklayan çarpanın FD/FAVÖK çarpanı olduğu tarafımızca değerlendirilmiştir. Zira, Mega Metal'in operasyonel karı tamamen üretimden yapılan satışlardan oluşmakta olup, 8.3.2.8 numaralı bölümünde açıklandığı üzere anlamlı bir ticari faaliyeti bulunmamaktadır. Ayrıca Şirket'in net faiz geliri de mevcut değildir. Öte yandan, 8.3.2.2 numaralı bölümde açıklandığı üzere, Şirket tüm iş stratejisini, verimliliği ve karlılığı yüksek olan süper ince tel üretimine dayandırmayı hedeflediğinden, 2022 ve önceki yıllara ait karlılık oranları gelecekteki karlılık potansiyelini açıklayamamaktadır. Nitekim, F/K çarpanı ile hesaplanan Şirket değeri FAVÖK'ü merkez alan İNA yönteminde hesaplanan özsermaye değeri ile karşılaştırıldığında anlamlı görünmemektedir. Bu nedenlerden dolayı F/K yaklaşımı değerlendirme çalışmasında kullanılmamıştır.

Şirket'in faaliyet gösterdiği Metal Ana Sektörü yüksek tutarda sermayeye ihtiyaç duyduğundan özellikle Covid-19 pandemisi sonrası sektör temsilcilerinin bedelli sermaye artırımları ile özkaynaklarını önemli ölçüde büyüttükleri gözlenmiştir. Mega Metal gibi halka açık olmayan ortaklıkların bu kanallardan sermaye artırma imkanları Borsa Şirketleri kadar geniş olmadığından, sektörde görece düşük olan PD/DD çarpanının değerlendirilmede kullanılması adil olmayacağı değerlendirilmiştir. Nitekim PD/DD çarpanı ile hesaplanan özsermaye değeri İNA yönetimi hesaplanan değerden ciddi ölçüde sapmaktadır. Ayrıca, gayrimenkul şirketleri veya finansal kurumlar gibi özkaynaklarının devamlı bir şekilde gerçeğe uygun değeri gösterdiği varsayılan şirketlerin aksine, Mega Metal gibi bir üretim şirketinde maliyet değeri ile izlenen birçok varlık kaleminin varlığı nedeniyle PD/DD çarpanının Şirket'in operasyonel değerini yansıtamadığı değerlendirilmiş ve çarpan analizinde kullanılmamasına karar verilmiştir. Mega Metal'in FD/Satışlar çarpanından yüksek bir piyasa değeri hesaplandığı için, Şirket'in operasyonel karlılık potansiyelini açıklamasına rağmen, çarpan analizinde yer verilmemiştir.

Sonuç olarak, yurt içi sektör çarpan analizinde sadece FD/FAVÖK kullanılmıştır. XMANA ve İMALAT sektör endekslerini kapsayan Yurt İçi Sektör Çarpan Analizinde FD/FAVÖK çarpanı kullanarak ulaşılan hedef piyasa değeri **326.182 Bin ABD Doları** olarak hesaplanmaktadır.

Yurtiçi Sektör Çarpan Analizi (000 ABD Doları)								
Çarpanlar Tanımları	Çarpan Oranı*	Düzeltilmiş FAVÖK	Net Kar	Satışlar	Özkaynak	Net Finansal Borç	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Tutarı
FD/FAVÖK	13,84	28.052				62.056	100%	326.182
FD/S	1,91			504.122		62.056	0%	0
F/K	18,39		9.737				0%	0
PD/DD	3,26				47.051		0%	0
İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri								326.182

Kaynak : Finnet, Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

*: Eliminasyon sonrası BIST Metal Ana ve İmalat Sektör aritmetik ortalaması, 20.09.2023 tarihli piyasa kapanış verileri

8.3.3.2 Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

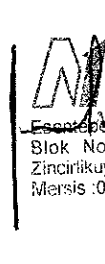
Borsa İstanbul'da Sarkuysan Elektrolit Bakır Sanayi ve Ticaret A.Ş. (SARKY.E) ve Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş. (PRKAB.E) dışında benzer şirket belirlenemediğinden, karşılaştırılabilir şirket çarpanları analizinde yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler bir arada değerlendirilmiştir. Buna göre, karşılaştırılabilir şirketler listesi aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Bu şirketler, faaliyet kriterine göre seçilmiştir.

Tablo 47 Karşılaştırılabilir Firmalar			
Firma Adları	Ülkesi	Borsa Kodu	Faaliyetine İlişkin Açıklama
1. Ningbo Jintian Copper (Group) Co.,Ltd	Çin	601609 CH	Şirket, Çin'de Zhejiang markası altında bakır teller ve çubuklar, bakır katotlar, emaye bakır teller ve manyetik malzemelerin yanı sıra bakır alaşımlı şeritler, levhalar, borular ve alaşımlı borular ve çeşitli boru bağlantı parçaları üretmektedir. Ayrıca şirket, yüksek teknoloji malzemeleri, demir dışı metal ticareti ve diğer işlerle uğraşmaktadır.
2. Hangzhou Huaguang Welding Materials Co., Ltd.	Çin	688379 CG	Şirket, dünya çapında çeşitli lehimleme alaşımları AR-GE, üretim ve satış faaliyetlerinde bulunmaktadır. Şirket ağırlıklı olarak çubuk, halka, tel, şerit, folyo, toz ve pasta formlarında gümüş ve bakır esaslı sert lehim alaşımları üretmektedir. Şirketin ürünleri soğutma, ev aletleri, elektrik motoru, medikal, elektrikli ev aletleri, otomobiller, yenilenebilir enerji ekipmanları, demiryolu sistemleri vb. sektörlerinde kullanılmaktadır.
3. Ningbo Boway Alloy Material Co., Ltd.	Çin	601137 CH	Şirket, Asya, Avrupa, Kuzey Amerika ve uluslararası düzeyde hassas kalıplar için bakır alaşımlı çubuklar ve teller üretir ve satar. Şirket ayrıca, yüksek mukavemetli yüksek iletkenliğe sahip bakır nikel kalay ve bronz şeritler sunmaktadır. Şirketin ürünleri havacılık, hızlı tren, elektronik, telekomünikasyon, otomobil, gemi, makine mühendisliği, hassas kalıplama, kurşun çerçeve ve ev aletleri sektörlerinde kullanılmaktadır.
4. Anhui Tongguan Copper Foil Group Co., Ltd	Çin	301217 CH	Anhui Tongguan Copper Foil Group Co., Ltd., Çin'de çeşitli elektronik bakır folyoların AR-GE, üretim ve satışı alanında faaliyet göstermektedir. Şirketin ürünleri arasında yüksek sıcaklık ve yüksek uzamalı bakır folyo, ters işlem görmüş bakır folyo, yüksek TG halojensiz bakır levha, çok düşük profilli bakır folyo uygulamalar bulunmaktadır. Şirket ayrıca, güç pillerinde, dijital elektronik ürünlerde, enerji depolamada ve ayrıca yeni enerji araçlarında, elektrikli bisikletlerde, 3C dijital ürünlerde, enerji depolama sistemlerinde ve diğer alanlarda kullanım için lityum pil bakır folyo üretmektedir.
5. Anhui Truchum Advanced Materials and Technology Co., Ltd.,	Çin	002171 CH	Şirket, Çin'de ve uluslararası düzeyde bakır bazlı malzemelerin ve karbon malzemelerinin araştırılması, geliştirilmesi ve üretilmesi ile uğraşmaktadır. Şirket, hassas bakır şeritler, özel çelik ürünler, bakır iletkenler ve bakır alaşımlı teller üretmektedir. Ayrıca, karbon fiber kompozit malzemelerin yanı sıra üst düzey ekipman malzemeleri ve yeni malzemeler de sağlamaktadır.
6. Anhui Xinke New Materials Co., Ltd	Çin	600255 CH	Şirket, Çin'de bakır alaşımlı şerit ürünlerinin AR-GE, üretim ve satışını yapmaktadır. Şirketin ürünleri arasında piring, demir-bakır, bronz ve bakır-nikel alaşımlı çıplak şeritler ve bunların yeniden akıtma kalaylı şeritleri, sıcak daldırılmalı kalaylı şeritler vb., ayrıca çerçeve malzemeleri, çinko beyaz bakır şeritler ve kalay fosforlu bronz kayışlar yer alır. Ayrıca Şirket yangına dayanıklı UL elektronik, güç ve ROHS çevre koruma güç kabloları ile otomobil bağlantı kabloları üretmektedir. Şirket'in ürünleri, otomotiv terminal konnektörleri, hassas konnektörler, üst düzey elektronik bileşenler, büyük ölçekli entegre devreler, iletişim ekipmanları ve 5G, akıllı terminaller ve diğer sektörlerde kullanılmaktadır.
7. Anhui Zhongyuan New Materials Co., Ltd	Çin	603527 CH	Şirket, bakır şerit folyo üretimi ve satışını yapmaktadır. İletişim ve güç kabloları, trafolar, bakır kaplı alüminyum ürünler, radyatörler, ısı eşanjörleri, enerji pilleri ve diğer iletişim, elektronik, güç, elektrikli ev aletleri ve diğer ürünler için malzeme olarak kullanılan yüksek hassasiyetli

			bakır serisi şerit ürünler sunmaktadır.
8. North Copper Co., Ltd.	Çin	000737 CH	Şirket, bakır metalinin üretimi, zenginleştirilmesi, eritilmesi ve satışı ile uğraşmaktadır. Şirket, ürünlerini enerji, ev aletleri, dökümhane, altın ve gümüş üreticileri ve mücevherat işleyicilerine sunmaktadır.
9. Nexans S.A.	Fransa	NEX FP	Fransa'da ve uluslararası alanda kablo sistemleri ve hizmetleri tasarlayıp üreten Nexans S.A., filmaşınlar ve elektrik telleri imalatını gerçekleştirmekte ve satmaktadır. Enerji dağıtım şebekeleri ve binalar için kablolama sistemleri üreten Şirket, ulaşım, otomatik cihazlar, yenilenebilir enerji, kaynaklar ve diğer sektörlerde OEM'leri ve endüstriyel altyapı proje yöneticilerini desteklemek için kablolama ve bağlantı çözümleri sağlamaktadır. Ayrıca, Şirket, müşterilerin bakır ve fiber optik altyapıları kurmaları için veri iletimi, telekom ağıları, hiper ölçekli veri merkezleri ve LAN kablolama çözümleri de sunmaktadır.
10. Huber + Suhner AG	İsviçre	HUBN SW	Huber+Suhner AG, elektrik ve optik bağlantı için ürün ve hizmetler sunmaktadır. Şirket üç segmentte faaliyet göstermektedir: Sanayi, İletişim ve Ulaşım. Şirket antenler, kablolar ve kablo düzenekleri ile fiber optik ürünler, konektörler, sinyal ve güç kabloları üretmektedir.
11. NKT A/S	Danimarka	NKT DC	NKT A/S dünya çapında kablolar, aksesuarlar ve çözümler geliştirir, üretir ve pazarlar. Şirket ayrıca trafo, düşük basınçlı kablo sistemi, rüzgar enerjisi uygulamaları gibi yüksek gerilim kablo aksesuarları da sağlamaktadır.
12. Belden Inc	ABD	BDC US	Belden Inc., ABD, Avrupa, Orta Doğu, Afrika ve Asya-Pasifik'te uçtan uca bakır ve fiber ağ sistemleri üretmektedir. Bu kapsamda Şirket, endüstriyel Ethernet kabloları, fiber optik endüstriyel Ethernet kabloları, Fieldbus kabloları ve ağ kabloları ile müşteriye özel kablolama çözümleri sunmaktadır. Şirket ayrıca, ısıyla daralan makaron ve tel yönetim ürünleri de imal etmektedir.
13. Emka AD	Bulgaristan	EMKA BU	Emka AD, kablo üretimi ve iletkenler için yalıtımlı kablo ve kordlar, Bakır sargı telleri üretmekte ve satmaktadır.
14. Jiusheng Electric Co., Ltd	Çin	301082 CH	Şirket, tel ve kabloların AR-GE üretim ve satışı ile uğraşmaktadır. Şirket mineral yalıtımlı yangına dayanıklı kablolar ile elektrikli ısıtma çubukları üretmektedir.
15. Jiangsu Tongguang Electronic Wire & Cable Co., Ltd.	Çin	300265 CH	Şirket, Çin'de ve uluslararası alanda teller ve kablolar üretir ve satar. Şirket, telekomünikasyon, mobil, radyo ve televizyon, elektrik, demiryolu, diğer iletişim ve havai iletim hatlarında kullanılabilen fiber optik kablolar, enerji nakil kabloları ve ekipman kabloları ile inşaat, şehir aydınlatması için güç kabloları sunmaktadır.
16. Sinostar Cable Co., Ltd.	Çin	300933 CH	Sinostar Cable Co., Ltd tellerin, kabloların ve kabloların ve aksesuarlarının AR-GE, üretim ve satışını yapmaktadır. Şirketin ürünleri arasında güç kabloları, elektrikli ekipman telleri ve kabloları, çıplak teller, özel kablolar ve kablo aksesuarları bulunmaktadır. Ürünleri elektrik şebekesi inşaatı, termal ve hidroelektrik üretimi, elektrikli demiryolu, kentsel demiryolu taşımacılığı, yenilenebilir enerji üretimi, petrol/petrokimya, metalurji, gemi yapımı, ev aletleri, mühendislik inşaatı ve diğer sektörlerde kullanılmaktadır.
17. Zhejiang Grandwall Electric Science&Technology Co., Ltd	Çin	603897 CH	Şirket, Çin'de ve uluslararası alanda elektromanyetik tel ürünlerini araştırır, geliştirir, üretir ve satar. Şirketin ürünleri arasında emaye alüminyum tel, kendi kendine lehimlenebilir poliüretan serisi, emaye yuvarlak bakır tel bulunmaktadır. Ürünleri, yenilenebilir enerji üretimi, otomobil, beyaz eşya, endüstriyel motorlar, elektrikli aletler, alet ve sayaçlar, aydınlatma uygulamaları gibi çeşitli sektörlerde kullanılmaktadır.
18. Yuancheng Cable Co., Ltd	Çin	002692 CH	Şirket, güç kabloları, özel kablolar, çıplak teller ve daha fazlasını üretir..
19. Walsin Lihwa Corp	Tayvan	1605 TT	Şirket, Asya, ABD, Avrupa ve uluslararası düzeyde çıplak bakır teller, teller ve kablolar ve özel çelik ürünler üretir ve satar. Şirket, kablo ve tel endüstrilerinin yanı sıra, telekomünikasyon, elektrik mühendisliği, akıllı ev aletleri, inşaat, gemi, ağır makine, yenilenebilir enerji ve elektrikli araç üretim sektörlerine ürün tedarik etmektedir. Şirketin ürünleri arasında bakır çubuklar, konektörler ve bileşenleri, filmaşınlar, düz çubuklar, soğuk ve sıcak haddelenmiş rulolar, hassas folyolar, ergitme, haddelenmiş paslanmaz çelik ve karbon çeliği ürünleri ile petrokimya ve inşaat

			kullanım için hassas alışımlı teller bulunmaktadır.
20. Jinglongyu Group Co. Ltd.	Çin	002882 CH	Şirket, Bakır tel ve kablo ürünleri üretir ve dağıtır. Şirketin ürünleri IT ve enerji sektörlerinde kullanılmaktadır.
21. Hunan Valin Wire & Cable Co. Ltd	Çin	001208 CH	Şirket, tel ve kabloların araştırma ve geliştirme, üretim ve satışı ile uğraşmaktadır. Şirket, ayrıca güç kabloları, özel kablolar, elektrik ekipmanları, yedek kablolar ve çıplak teller sağlamaktadır.
22. Sarkuysan Elektrolitik Bakır Sanayi ve Ticaret A.Ş.,	Türkiye	SARKY.TI	Sarkuysan, iştirakleri ile birlikte Türkiye'de elektrolitik bakır ürünleri, bakır borular ve baralar, emaye sargı telleri üretmekte ve ticaretini yapmaktadır. Elektrolitik bakır katot ürünleri sunar; oksijensiz ve ETP filmaşınları; DHP ve ETP bakır kütükler; çıplak, kalay kaplı ve nikel kaplı tekli bakır teller; çıplak ve kalay kaplı ve nikel kaplı çoklu teller ve örgülü bobinlerde çıplak ve kalay kaplı çoklu teller; ve çıplak, kalay kaplı ve nikel kaplı demetlenmiş iletkenler üretir. Şirket ayrıca yassı teller ve profiller ile PV şerit teller; bakır ve bakır alaşımlı kontak telleri ve çok telli bakır ve bakır alaşımlı iletkenler; bakır borular ve baralar; ve bakır külçeleri imal etmektedir. Şirketin ürünleri elektro teknik, elektronik, motor, haberleşme, elektrik üretim ve dağıtımı, güneş ve diğer yenilenebilir enerji, beyaz eşya, savunma, otomotiv, kimya ve inşaat sektörlerinde kullanılmaktadır.
23. Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş.	Türkiye	PRKAB.TI	Türk Prysmian Kablo, dünya çapında kablolar, iletkenler, makineler, aparatlar, alet ve ekipmanlar ile yedek parça ve aksesuarların üretimini, ithalatını, ihracatını ve ticaretini yapmaktadır. Yüksek ve ekstra yüksek gerilim yer altı ve denizaltı kablo sistemleri, alçak ve orta gerilim kabloları, ağ bileşenleri ve katma değerli mühendisliğin yanı sıra kamu hizmetleri ve elektrik şebekeleri için izleme ve bakım sistemleri ve hizmetleri sunar. Şirket ayrıca telekom endüstrileri için fiber optik kablolar, optik ve bakır kablolar, bağlantı bileşenleri ve aksesuarlar sağlar. Şirket ayrıca hibrit ve elektrikli otomobiller için yüksek gerilim kabloları sunmaktadır. Şirket'in ürünleri, elektronik, teknoloji, yenilenebilir enerji, petrol ve gaz, nükleer, madencilik, vinç, denizcilik, askeri, ve savunma sektörlerinde kullanılmaktadır.
Kaynak : Bloomberg			

Yurtdışı çarpan analizinde FD/FAVÖK, FD/S, PD/DD ve F/K çarpanları incelenmiştir. İşbu Fiyat Tespit Raporunun 8.3.3.1 numaralı bölümünde açıklanan eliminasyon çalışması bu veri setinde de yapılmıştır. Söz konusu eliminasyon işlemlerinin ardından, FD/FAVÖK, FD/S, F/K ve PD/DD medyan çarpan değerleri Tablo 48'deki gibi oluşmuştur.

 **A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic Sic No: 270188
 Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 48		Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi			
Benzer Firmalar	Piyasa Değeri*	FD/FAVÖK	PD/DD	F/K	FD/S
601609 CH Equity	1.368	1,59	1,29	30,05	0,19
688379 CG Equity	261	30,63	2,05	62,36	1,86
601137 CH Equity	1.535	11,86	1,75	15,69	1,07
301217 CH Equity	1.403	38,14	1,81	37,36	2,38
002171 CH Equity	1.310	14,97	1,42	17,22	0,35
600255 CH Equity	506	29,25	2,62	418,87	1,58
603527 CH Equity	480	20,65	2,20	20,48	0,59
000737 CH Equity	1.414	14,61	2,23	25,57	1,45
NEX FP Equity	3648,1	7,18	2,17	18,88	0,45
HUBN SW Equity	1.512	9,61	2,29	15,26	1,30
NKT DC Equity	2.886	13,23	2,86	27,63	1,18
BDC US Equity	4107,9	9,46	3,53	14,68	1,82
EMKA BU Equity	48	5,24	1,57	7,62	0,47
301082 CH Equity	369	23,63	2,51	33,92	1,90
300265 CH Equity	557	22,70	1,46	31,62	1,78
300933 CH Equity	502	26,80	2,33	58,64	1,77
603897 CH Equity	506	25,83	1,35	43,35	0,50
002692 CH Equity	353	25,07	2,40	43,62	1,18
1605 TT Equity	4738,8	15,13	1,08	10,40	1,06
002882 CH Equity	817	13,80	2,89	26,63	1,67
001208 CH Equity	658	45,68	3,21	56,64	1,81
SARKY TI Equity	722	13,84	5,79	16,98	0,76
PRKAB TI Equity	261	12,93	12,95	114,20	0,86
Medyan	607,4	14,97	2,23	27,63	1,24

Kaynak : Bloomberg, 20.09.2023 Yurt Dışı Piyasalarının kapanışı itibarıyla düzenlenmiştir

*: Milyon ABD Doları

Yurtdışı çarpan analizinde FD/FAVÖK, FD/S, PD/DD ve F/K çarpanları değerlendirilmiş ancak 8.3.3.1 bölümünde açıklanan gerekçelerden dolayı sadece FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Bloomberg Terminal’inden seçilen benzer şirketler örnekleme kümesinde 23 gözlem değeri bulunmaktadır. Uç değerler Aykırı Değer Analiz Yöntemi altında elimine edilerek medyan değer kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanı ile 30.06.2023 tarihi itibarı ile “düzeltilmiş” ve “yıllıklandırılmış” FAVÖK tutarı çarpılıp 30.06.2023 tarihli net finansal borç tutarı düşülerek hedef özsermaye değeri elde edilmiştir. Sonuç olarak, yurtdışı benzer firmaların FD/FAVÖK çarpanı ile ulaşılan ortalama hedef piyasa değeri **357.889 Bin ABD doları** olarak hesaplanmaktadır

 **A1 CAPITAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
 Esentepe Mah. Büyükdere Cad. Laver Plaza
 Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli / İstanbul
 Zincirlikuyu V.D.: 368 004 35 27 Tic. Sic. No: 270904
 Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Tablo 49 Piyasa (Pazar) Çarpan Analizi (000 ABD Doları)								
Çarpanlar Tanımları	Çarpan Oranı*	Düzeltilmiş FAVÖK	Net Kar	Satışlar	Özkaynak	Net Finansal Borç	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Tutarı
FD/FAVÖK	14,97	28.052				62.056	100%	357.889
FD/S	1,24			504.122		62.056	0%	0
F/K	27,63		9.737				0%	0
PD/DD	2,23				47.051		0%	0
İskontosuz Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri								357,889

Kaynak : Bloomberg, AI Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

*: 20.09.2023 Yurt Dışı Piyasaların kapanışı itibarıyla düzenlenmiştir

9. SONUÇ

UDS Uluslararası Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.3 uyarınca değerleme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin seçiminde ilgili varlığa en uygun yöntemin bulunması gerekmektedir. Bu kapsamda, Mega Metal'in gelecekteki gelirin tutarına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunmamasından dolayı Gelir Yaklaşımı kullanılmıştır. İşbu fiyat tespit raporunun 8.3.1 maddesinde belirtilen nedenlerden ötürü Maliyet (Defter Değeri) Yaklaşımı değerleme çalışmasında kullanılmamıştır. 8.3.3.1 ve 8.3.3.2 bölümlerinde belirtilen eliminasyon işlemleri gerçekleştirilmek suretiyle hesaplanan Piyasa Çarpanları Yöntemi ile Özsermaye (Piyasa) Değer tespiti yapılmıştır.

Bu şekilde, değerleme çalışmamızda İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemini ve çarpan analiz yöntemlerini incelemiş bulunuyoruz. İNA yöntemine %50 ve Piyasa Çarpanları yöntemine %50 oranlarında ağırlık verdiğimiz değerleme çalışmasında **336.613.323 ABD Doları** halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. ABD Doları bazında hesaplanan ağırlıklı ortalama Özsermaye Değeri işbu Fiyat Tespit Raporu tarihinden (21.09.2023) bir işgünü önce (20.09.2023) TCMB tarafından 15:30'da açıklanan ABD Dolar Alış Kuru ile çarpıldığında **9.085.530.193 TL** tutarında hedef özsermaye (piyasa) değerine ulaşılmıştır. Bu değer Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine (225.000.000 TL) bölünmesiyle halka arz öncesi "Pay Değeri" **40,38 TL** olarak tespit edilmiştir. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %30 halka arz iskontosu uyguladığımızda pay başına **28,30 TL**'lik halka arz fiyatına ulaşmaktayız.

 **AI CAPITAL YATIRIM**
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Eskişehir Mah. Büyükdere Cad. Kat: 11. Kat Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Şişli - İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 85 21 Tic.Sic.No:270/89
Mersis :0388004352100015 www.ai-capital.com.tr

Tablo 50 Değerleme Sonucu (ABD Doları)	Hedef	Ağırlıklandırılmış	
	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Özsermaye Değeri
1-İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi			
Firma Değeri (\$)	393.247.982		
- Net Nakit (Borç) (\$)	-62.056.476		
<i>Nakit ve Nakit Benzerleri (\$)</i>	22.871.325		
<i>Finansal Borç (\$)</i>	84.927.801		
- Özsermaye Değeri (\$)	331.191.506	50,00%	165.595.753
2-Piyasa Çarpanları Yöntemi			
Yurt İçi Sektör FD/FAVÖK Çarpanı (x)	13,84		
- Özsermaye Değeri (\$)	326.181.592	25,00%	81.545.398
<i>FAVÖK (\$)*</i>	28.052.449		
<i>Firma Değeri (\$)</i>	388.238.068		
<i>Net Nakit (Borç) (\$)</i>	-62.056.476		
Karşılaştırılabilir Firmalar FD//FAVÖK Çarpanı (x)	14,97		
- Özsermaye Değeri (\$)	357.888.687	25,00%	89.472.172
<i>FAVÖK (\$)*</i>	28.052.449		
<i>Firma Değeri (\$)</i>	419.945.163		
<i>Net Nakit (Borç) (\$)</i>	-62.056.476		
İNA Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri (\$)	331.191.506	50,00%	165.595.753
Çarpan Yöntemi ile Hesaplanan Özsermaye Değeri (\$)	342.035.140	50,00%	171.017.570
Ağırlıklandırılmış Hedef Özsermaye Değeri (\$)		100,00%	336.613.323
<i>TCMB USD/TL Döviz Alış Kuru @ 20.09.23</i>			26,9910
Ağırlıklandırılmış Hedef Özsermaye Değeri (TL)			9.085.530.193
<i>Çıkarılmış Sermaye (Nominal TL)</i>			225.000.000
<i>Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)</i>			40,38
<i>İskonto Oranı</i>			30%
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri (TL)			6.367.501.018
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)			28,30

Kaynak : A1 Capital Yatırım Hesaplamaları

*: 30.06.2023 tarihli finansal tablolardaki son dört çeyrek tutarları toplanarak yıllıklandırılmıştır.

Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin güvenilir, adil, uygun ve makul olduğunu beyan ederiz. Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması ve değerlendirme yöntemlerindeki ağırlıklandırma oranlarının değiştirilmesi durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür. Bununla birlikte, kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi/değiştirilmesi, farklı değerlendirme yöntemlerinin uygulanması durumunda işbu raporda elde edilen değerlerden daha farklı değerlere ulaşılması mümkün olabilir.

 **A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esenyol Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29/5 Kat:1 İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 85 21 Tic.Sic.No:270189
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr

Ek 1: Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞINA

Eskişehir Yolu 8.Km No: 156
06530 Ankara



Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent Plaza
Blok No: 173 İç Kapı No: 29
Şişli/İstanbul

İstanbul, 21.09.2023

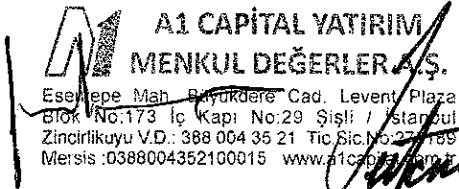
Konu : Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

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

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

Saygılarımızla,

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.



Ahmet Hulusi KONUK
Genel Müdür Yardımcısı

Sertan KARGIN
Genel Müdür Yardımcısı

Ek 2: Yetkinlik Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞINA

Eskişehir Yolu 8.Km No: 156
06530 Ankara



Esentepe Mahallesi Büyükdere Caddesi Levent Plaza
Blok No: 173 İç Kapı No: 29
Şişli/İstanbul

İstanbul, 21.09.2023

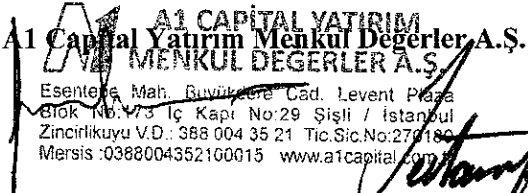
Konu : Yetkinlik Beyanı

Şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 21.09.2023 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca, gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

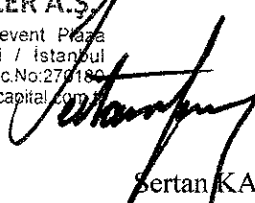
- Geniş Yetkili Aracı Kurum olarak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı veya Türev Araçlar Lisansı'na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen çalışana,
- Ayrı kurumsal finansman bölümüne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edildiği ve bu bilgilerin elde edilmesi için ilgili araştırma altyapısına

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisinin bulunmadığı ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu (III-62.1) sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Esentepe Mah. Büyükdere Cadd. Levent Plaza
Blok No: 173 İç Kapı No: 29 Şişli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic.Sic.No: 270180
Mersis : 0388004352100015 www.a1capital.com.tr

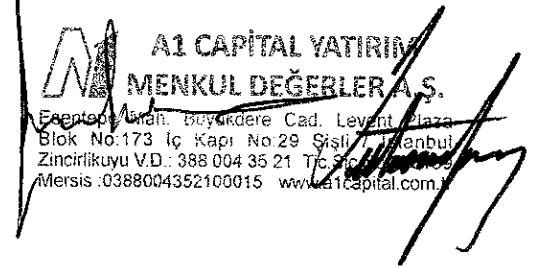
Ahmet Hulusi KONUK
Genel Müdür Yardımcısı


Sertan KARGIN
Genel Müdür Yardımcısı

Ek 3: Lisans Belgeleri

Sertan Kargın

Lisans Adı	Hak Ediş Tarihi	Basım Tarihi	Askıya Alınma Tarihi	Belge No	Lisans Durumu
 Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı	22.01.2006	1.06.2016	12.09.2026	202976	Aktif Lisans
 Türev Araçlar Lisansı	20.12.2015	20.04.2016	28.12.2024	307458	Aktif Lisans


A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Esenbey Mah. Büyükdere Cad. Levent Plaza
Blok No:173 İç Kapı No:29 Sisli / İstanbul
Zincirlikuyu V.D.: 388 004 35 21 Tic Sic No: 272800
Mersis :0388004352100015 www.a1capital.com.tr