

ÇAĞDAŞ CAM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

10 Aralık 2024

İÇİNDEKİLER

1 HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER		2
2 ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER		2
3 FİNANSAL BİLGİLER		3
4 DEĞERLEME		5
5 DEĞERLEME SONUCU		6
6 GÖRÜŞ		7



1. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Tablo 1 – Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

İhraççı	Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş.
İhraççı Borsa Kodu	CGCAM
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	137.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	168.000.000 TL
Ek Pay Satışı	-
Toplam Halka Arz Edilecek Pay	31.000.000 TL Sermaye Artırımı
	11.000.000 TL Ortak Satışı
	TOPLAM 42.000.000 TL
Halka Arz Satış Fiyatı	20,00 TL
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Talep Toplama Tarihleri	11-12 Aralık 2024
Halka Arz Büyüklüğü	840.000.000 TL
Tahsisat Grupları	Yoktur

Kaynak: Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 2 – Ortaklık Yapısı

Pay Sahibi	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutarı (TL)	Oranı (%)	Tutarı (TL)	Oranı (%)
Ömer Seyfettin Piriñ	A	10.960.000	8,00	10.960.000	6,52
	B	43.840.000	32,00	32.840.000	26,07
Serdar Raşit Piriñ	A	5.480.000	4,00	5.480.000	3,26
	B	21.920.000	16,00	21.920.000	13,04
Raşit Piriñ	A	5.480.000	4,00	5.480.000	3,26
	B	21.920.000	16,00	21.920.000	13,04
Betül Piriñ Yıldız	A	5.480.000	4,00	5.480.000	3,26
	B	21.920.000	16,00	21.920.000	13,04
Halka Açık	B	-	-	42.000.000	25,00
TOPLAM		137.000.000	100,00	168.000.000	100,00

Kaynak: Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

2. Şirket Hakkında Bilgiler

2.1. Faaliyet Konusu

Şirket 1994 yılında Aydın'da kurulmuştur. Her türlü mamül ya da yarı mamül cam, ısı cam, sertleştirilmiş emniyet camı, temperli düz cam imalatı ve cam ürünlerinin imalatı, işlenmesi, ticareti ile ithalat ve ihracatının yapılması ile ilgili tüm ticari ve endüstriyel faaliyetlerin gerçekleştirilmesi ile ilgilenmektedir. Ana faaliyet alanı cam işlemesi ve cam ticaretidir. Şişecam başta olmak üzere çeşitli tedarikçilerden cam olarak almış olduğu ürünleri işleyerek ev ve ticari beyaz eşya grubu camları ile enerji camlar imal etmektedir.

Şirket'in mevcut durumda üretim gerçekleştirdiği 3 tesisi bulunmaktadır. Bunlar; 1995 yılında Aydın/Kuyucak'ta kurulan 17.344 m² kapalı olmak üzere toplamda 40.442 m² alana kurulu Kuyucak Tesisi, 2019 yılında Manisa/Nazilli OSB'de kurulan 7.086 m² kapalı olmak üzere toplamda 9.999 m² alana sahip Nazilli OSB Tesisi ve 2021 yılında ise Manisa OSB'de kurulan

26.410 m² kapalı alana sahip toplamda ise 40.912 m² olan Manisa OSB Tesisi'dir. Bunların yanı sıra Manisa OSB 6. Kısımda 30 bin m² alana sahip yeni tesis Aralık 2024 tarihinde faaliyete alınacaktır.

Şirket'in bu tesislerdeki üretim faaliyetleri; Kuyucak Tesisi'nde ev ve ticari beyaz eşya grubu camlar ve enerji camları işleme faaliyetleri, Nazilli OSB Tesisi'nde ticari camlar ana ürün grubunda yer alan ürünlere yönelik cam ticareti, dağıtımı ve GES aracılığıyla enerji üretimi ve Manisa OSB Tesisi'nde ise enerji camları işleme faaliyetleri ve GES aracılığıyla enerji üretimi gerçekleştirilmektedir.

3. Finansal Bilgiler

Tablo 3 – Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş. Karşılaştırmalı Bilançosu

Finansal Durum Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Bağımsız Denetimden Geçmiş	Bağımsız Denetimden Geçmiş
VARLIKLAR	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Nakit ve Nakit Benzeri	237.124.187	212.749.801	29.626.314	846.681.804
Finansal Yatırımlar	1.488.590	6.728.356	221.905.967	58.875.029
Ticari Alacaklar	207.406.385	436.607.178	384.788.890	378.711.841
Diğer Alacaklar	11.224.998	9.661.988	4.715.257	6.228.943
Stoklar	97.047.764	198.802.920	204.586.894	286.626.872
Peşin Ödenmiş Giderler	15.651.417	41.015.759	6.612.777	21.339.786
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	13.395.253	13.956.720	31.954.018	12.229.172
Toplam Dönen Varlıklar	583.338.594	919.522.722	884.190.117	846.681.804
Finansal Yatırımlar	12.243.303	12.243.303	-	-
Diğer Alacaklar	11.120	6.770	4.108	3.024
Kullanım Hakkı Varlıkları	21.219.277	22.117.498	8.965.026	40.588.918
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	18.320.156	17.861.179	80.580.106	81.751.647
Maddi Durak Varlıklar	566.638.906	994.682.694	2.149.725.978	2.244.901.806
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	22.317.777	31.134.339	46.673.898	62.087.007
Peşin Ödenmiş Giderler	1.532.115	31.359.356	3.792.877	13.730.703
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.843.830	3.690.931	3.392.540	4.103.824
Toplam Duran Varlıklar	644.126.484	1.113.096.070	2.293.134.533	2.447.166.929
TOPLAM VARLIKLAR	1.227.465.078	2.032.618.792	3.177.324.650	3.293.848.733
Kısa Vadeli Borçlanmalar	4.134.117	9.726.382	115.687.275	42.225.385
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	101.179.204	79.779.862	58.224.145	59.420.407
Ticari Borçlar	71.357.347	124.754.581	152.481.145	212.129.906
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4.250.498	6.514.862	11.354.002	10.592.376
Diğer Borçlar	43.246.557	108.943.154	41.952.480	39.328.523
Ertelenmiş Gelirler	59.482.402	199.594.661	53.454.862	45.669.800
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	28.963.602	50.344.475	52.823.739	22.573.545
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.191.265	725.187	440.113	323.946

Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	313.804.992	580.383.164	486.417.761	432.263.888
Uzun Vadeli Borçlanmalar	290.173.422	136.634.712	62.070.590	53.864.697
Diğer Borçlar	-	173.356.877	71.594.787	37.213.440
Uzun Vadeli Karşılıklar	3.961.116	4.974.710	6.375.669	10.581.214
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	56.990.535	12.619.673	288.712.891	317.155.965
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	351.125.073	327.585.972	428.753.937	418.815.316
Toplam Yükümlülükler	664.930.065	907.969.136	915.171.698	851.079.204
Ödenmiş Sermaye	4.500.000	4.500.000	137.000.000	137.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	71.078.188	71.078.188	186.224.437	186.224.437
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-1.092.984	-1.019.296	812.216.266	839.729.003
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	20.014.894	20.014.894	20.014.894	20.014.894
Ortak Kontrole Tabii Teşebbüs ve İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	81.533.207	81.533.207	-	-
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	135.667.284	386.501.708	782.429.625	1.106.697.358
Net Dönem Kar veya Zararı	250.834.424	562.040.959	324.267.733	154.103.947
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	-	-	-
Toplam Özkaynaklar	562.535.013	1.124.649.656	2.262.152.954	2.443.769.631
TOPLAM KAYNAKLAR	1.227.465.078	2.032.618.792	3.177.324.650	3.293.848.835

Kaynak: Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 4 – Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş. Karşılaştırmalı Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş				
	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2023 31.12.2023	01.01.2023 30.09.2023	01.01.2024 30.09.2024
Hasılat	1.159.626.936	2.326.194.614	2.180.439.820	1.821.354.569	1.534.936.523
Satışların Maliyeti	-864.998.598	-1.695.788.354	-1.674.472.999	-1.454.182.955	-1.112.447.724
Brüt Kar	294.628.338	630.406.260	505.966.821	367.171.614	422.488.799
Genel Yönetim Giderleri	-45.384.506	-41.037.390	-66.406.753	-53.494.657	-92.923.601
Pazarlama Giderleri	-38.972.962	-71.816.008	-76.653.093	-70.166.000	-91.648.900
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	105.242.899	58.743.203	96.871.246	76.472.044	49.063.989
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-28.300.527	-35.311.828	-25.330.738	-46.363.428	-12.011.591
Faaliyet Karı	287.213.242	540.984.237	434.447.483	273.619.573	274.968.696
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	17.580.684	23.859.634	120.022.934	57.582.654	45.877.760
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-565.956	-193.188	-9.209.777	-8.087.003	-2.361.829
Finansman Gelir/Gider Öncesi Faaliyet Karı	304.227.970	564.650.683	545.260.640	323.115.224	318.484.627
Finansman Gelirleri	-	-	-	1.867.826	3.315.632
Finansman Giderleri	-7.718.915	-70.464.812	-50.150.195	-37.555.823	-59.657.481
Parasal Pozisyon Kazançları/Kayıpları	12.980.520	71.957.040	-112.705.886	5.097.319	-66.904.412
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar/Zarar	309.489.575	566.142.911	382.404.559	292.524.546	195.238.366

Döner Vergi Geliri/Gideri	-28.963.602	-50.344.476	-52.823.739	-6.007.683	-22.573.545
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	-29.691.539	46.242.524	-5.313.087	-8.735.966	-18.560.874
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Kar/Zarar	250.834.434	562.040.959	324.267.733	283.788.580	154.103.947
Dönem Karı	250.834.434	562.040.959	324.267.733	283.788.580	154.103.947

Kaynak: Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

4. Değerleme

Deniz Yatırım, Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin halka arz fiyatının tespitinde piyasa yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemlerini birlikte kullanmıştır. Nihai değer tespiti aşamasında piyasa yaklaşımı çerçevesinde benzer şirket çarpanlarına göre hesaplanan değer ile İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizine göre tespit edilen değer %80-%20 şeklinde ağırlıklandırılmıştır.

4.1. Piyasa Çarpanları Analizi

Yurt içi benzer şirketler olarak Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren veya Şirket'in ürünlerini kullandığı değerlendirilen benzer şirketlerin son 12 aylık verileri üzerinden hesaplanan 26.11.2024 tarihli güncel çarpanları dikkate alınmıştır. Çağdaş Cam'ın birebir benzeri bulunmamaktadır. Fakat Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında benzerlik taşıyanları bulunmaktadır. Bu kapsamda BIST Sınai Endeksi (XUSIN) şirketleri dikkate alınmıştır. Bu şirketlerin her bir çarpan için kullanılan piyasa değeri, net borç, firma değeri, FAVÖK, net kar, FD/FAVÖK ve F/K değerleri hesaplanmıştır. Uç değer hesaplamasında 12 aylık döneme ait FAVÖK ve net kar tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25'ten ve F/K değeri 35'ten büyük şirketlerle piyasa değeri 20 milyar TL'yi aşan şirketler değerlendirme dışında tutulmuştur.

Değerleme için uygun olduğu değerlendirilen temel çarpanlardan olan Firma Değeri/Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları uç değerler elimine edilerek sırası ile %50,00 - %50,00 olarak ağırlıklandırılarak dikkate alınmıştır. Buna göre hesaplanan piyasa değeri yurt içi benzer şirketler çarpanlarına göre **3.302 mn TL**'dir.

4.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Deniz Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş. İNA analizinde uygulanan varsayımlar aşağıdaki gibidir:

- ✓ İNA yönteminde gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin beklentileri ve Deniz Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2024/4Ç-2030 yılları için projekte edilmiştir.
- ✓ Çağdaş Cam, buzdolabı raf camı, fırın camı, mobilya camı, duşakabin camı ve sera camı gibi alternatif cam ürünlerini de daha önceki dönemlerde üretmiş ve mevcut durum itibarıyla yapabilecek durumdadır. Bunun yanı sıra şirketin stratejik hedeflerine göre pazar hakimiyeti, fiyat ve kar beklentilerini göz önünde bulundurarak odak noktasını ticari soğutucu ve solar enerji camlarında tutmayı tercih etmiştir. Bundan dolayı projeksiyonlarda sadece ev ve ticari beyaz eşya grubu camlar kategorisinde ticari soğutucu camlarına ve enerji camları kategorisinde ise solar camlar kullanılmıştır.
- ✓ Solar Enerji cam ürünleri ve ticari soğutucu camları döviz üzerinden fiyatlanmaktadır. 2022 ve 2023 yıllarında meydana gelen fiyat artışları daha ılımlı seyredererek 2024/3Ç

fiyatları üzerinde etkili olmuştur. 2026 yılından itibaren fiyatların olağan seviyelerde gerçekleşeceği varsayılmıştır.

- ✓ Brüt kar marjının 2024/3Ç-2030 yılları arasında %32,93 olacağı varsayılmıştır.
- ✓ FAVÖK marjlarının, 2025 ve sonrasındaki yıllarda satış fiyatlarında beklenen normalleşme, üretim miktarındaki artışlar ve yapılan yatırımların etkisiyle birlikte %22,7'den %25,8'e çıkacağı varsayılmıştır.
- ✓ Şirket'in 2021-2024/09 dönemleri incelendiğinde net ticari işletme sermayesinin net satışlara oranı ortalama %16 seviyesindedir. Bu bağlamda projeksiyon döneminde de %16 olarak korunacağı varsayılmıştır.
- ✓ Şirket'in Manisa OSB 6. kısımda yeni üretime alacağı fabrikanın ölçek ekonomisi dikkate alındığında yüksek bir potansiyel yaratacağı değerlendirilmektedir.
- ✓ Şirket'in devam eden değer büyüme oranı muhafazakar bir yaklaşımla %5 olarak belirlenmiştir.
- ✓ Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında Tüketici Fiyatları Endeksi baz alınarak bir projeksiyon dönemi varsayılmıştır. Risksiz Getiri oranı belirlenirken, her yıl için öngörülen TÜFE üzerinden hesaplanan %10 seviyesinde ek getiri(Reel Faiz) ön görüşünde bulunulmuştur. Pay piyasası risk primi olarak %5,5 kullanılmıştır. Böylelikle Şirket'in ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti 2024 yılında %52,24 tahmin edilmiş, ilerleyen yıllarda projeksiyon dönemi boyunca gerileyeceği öngörüsü ile 2029 yılında AOSM %15,72 olarak hesaplanmıştır.

Şirket'e ait toplam serbest nakit akışlar ve uç değer, yukarıda izah edilen AOSM ile değerlendirilmesine indirgenmiş ve net finansal borç düşülerek özsermaye değeri **5.768 TL** olarak hesaplanmıştır.

5. Değerleme Sonucu

Deniz Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında, piyasa çarpanları analizi kapsamında yurt içi benzer şirketler ile indirgenmiş nakit akımları metotları incelenmiştir. Nihai aşamada piyasa çarpanları ve indirgenmiş nakit akımlarına göre hesaplanan değer %80-%20 şeklinde ağırlıklandırılarak şirket değeri tespit edilmiştir. **Bu analiz sonucunda Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş. için ulaşılan piyasa değeri 3.795 milyon TL olup tespit edilen değere %27,80 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır. Halka arz iskontosu sonrası pay başına fiyat 20,00 TL olarak belirlenmiştir.**

Tablo 5 – Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş. Değerleme Sonuç Tablosu

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Özkaynak Değeri (Milyon TL)	Birim Pay Değeri(TL)
İndirgenmiş Nakit akımları	%20	5.768	42,10
Piyasa Yaklaşımı – Piyasa Çarpanları	%80	3.302	24,10
FD/FAVÖK	%50	3.966	28,95
F/K	%50	2.638	19,25

Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri	%100	3.795	27,70
Halka Arz İskontosu		%27,80	
Halka Arz İskontosu Sonrası Şirket Değeri		2.740	
Halka Arz İskontosu Sonrası Pay Değeri			20,00

Kaynak: Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

6. Görüş

- ✓ Fiyat Tespit Raporu'nda, Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- ✓ Değerleme yöntemi olarak piyasa çarpanları ve indirgenmiş nakit akımları analizlerinin birlikte kullanılmış olmasını ve piyasa çarpanları kapsamında BIST Sınai Endeksi'nde yer alan şirketler kullanarak endeks oluşturulmasını ve piyasa değeri, net borç, firma değeri, FAVÖK, net kar, FD/FAVÖK ve F/K değerleri ağırlıklandırılarak endeks çarpanlarının hesaplanmış olmasını şirket değerinin tespit edilmesinde tatmin edici bulmaktayız.
- ✓ Piyasa çarpanlarında FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının uç değerler elimine edilerek sırası ile %50,00 - %50,00 şeklinde ağırlıklandırılmalarının makul olduğu görüşündeyiz.
- ✓ Nihai değer tespit edilmesi aşamasında piyasa çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları'nın %80 - %20 şeklinde ağırlıklandırılmasını makul buluyoruz.
- ✓ İndirgenmiş nakit akımları kapsamında kullanılan varsayım ve tahminler ile bunlara yönelik yapılan açıklamaların anlaşılır ve makul olduğu görüşündeyiz.
- ✓ **Sonuç olarak, yapılan incelemeler neticesinde ve İzahnamede yer alan riskler de saklı kalmak kaydıyla, Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş. için %27,80 halka arz iskontosunun ve iskonto sonrası 20,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatini taşıyoruz.**

Yasal Çekinceler

Burada yer alan bilgiler INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, SPK tarafından yetkilendirilmiş yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak sözleşme imzalanmak suretiyle kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm veriler, INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan kurum çalışanları ile INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sorumlu değildir.