

Finansman Gelirleri

Şirket'in finansman gelirleri; 2023, 2024, 2025 yılları ile 30.06.2025 ve 30.06.2026 tarihlerinde sona eren dönemler itibarıyla sırasıyla 2.105.444 TL, 7.426.417 TL, 8.028.382 TL, 8.892.220 TL ve 984.620 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in finansman gelirleri ağırlıklı olarak vadeli mevduat faiz gelirlerinden oluşmaktadır.

Tablo 47: Finansman Gelirleri TL

Finansman Gelirleri TL	01.01- 31.12.2023	01.01- 31.12.2024	01.01- 31.12.2025	01.01. – 30.06.2025	01.01. – 30.06.2026
Vadeli mevduat faiz gelirleri	2.105.444	7.426.417	7.030.354	1.420.724	984.620
Adat geliri	0	0	998.028	0	0
Banka kredilerinden kaynaklanan kur farkı gelirleri	0	0	0	7.471.496	0
Toplam	2.105.444	7.426.417	8.028.382	8.892.220	984.620

Finansman Giderleri

Şirket'in finansman giderleri 2023 ve 2024 yıllarında sırasıyla 222.450.982 TL ve 253.677.545 TL olarak gerçekleşmiştir. Finansman giderleri 31.12.2024 tarihleri itibarıyla bir önceki yılın aynı dönemine göre %14 oranında artış göstermiş olup söz konusu artıştaki en büyük etki, kredi faiz giderlerindeki artış olmuştur. 31.12.2025 tarihinde sona eren dönemde ise finansman giderleri bir önceki yıla göre %61 oranında artış göstererek 407.720.243 TL, 30.06.2026 tarihinde sona eren dönemde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %23 oranında artış göstererek 200.105.310 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu artışta kredi faiz giderleri yanı sıra uygun maliyetli olduğu için ağırlıklı olarak hammadde alımında kullanılan ve 31.12.2025 tarihi itibarıyla 6.487.202 ABD Doları ve 30.06.2026 tarihi itibarıyla 8.935.993 ABD Doları tutarındaki döviz bazlı alınan kredinin yansıtılan kur farkları etkili olmuştur.

Tablo 48: Finansman Giderleri TL

Finansman Giderleri	01.01- 31.12.2023	01.01- 31.12.2024	01.01- 31.12.2025	01.01. – 30.06.2025	01.01. – 30.06.2026
Kredi faiz giderleri	-195.938.267	-241.348.296	-363.839.512	-140.355.935	-173.899.561
Banka kredilerinden kaynaklanan kur farkı	0	0	-36.946.409	-19.437.042	-16.907.334
Banka komisyonu giderleri	-4.176.854	-1.591.702	-4.989.093	-858.726	-7.618.079
Teminat mektubu komisyon giderleri	-21.667.463	-10.018.651	-1.084.628	-589.608	-389.708
Diğer finansman giderleri	-668.398	-718.896	-860.601	-1.081.335	-1.290.628
Toplam	-222.450.982	-253.677.545	-407.720.243	-162.322.646	-200.105.310

Parasal Kayıp/Kazanç

31.12.2023 tarihinde sona eren finansal dönem itibarıyla, Şirket'in finansallarında enflasyon düzeltilmesi sebebiyle 68.247.671 TL parasal kazanç yaşanırken, 31.12.2024 tarihi itibarıyla 57.473.049 TL tutarında parasal kayıp meydana gelmiştir. 31.12.2025 tarihlerinde sona eren dönemde ise parasal kayıp 89.761.371 TL olarak gerçekleşmiştir. 30.06.2026 tarihinde sona eren dönemde ise gelir tablosu kaynaklı enflasyon farkı nedeniyle 25.277.709 TL parasal kazanç oluşmuştur.

Dönem Karı / Zararı

2023 ve 2024 yıllarında net dönem karı sırasıyla 482.988.295 TL ve 276.434.352 TL olarak gerçekleşmiştir. Net kâr marjı ise 2023 yılında %14,9, 2024 yılında %13,5 ve 2025 yılında artan finansman giderlerinin de etkisi ile %6 olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk altı ayında ise ertelenmiş vergi geliri nedeniyle net kar 19.031.355 TL olarak gerçekleşmiş olup net kar marjı da %1,8 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 49: Dönem Karı/Zararı

	01.01- 31.12.2023	01.01- 31.12.2024	01.01- 31.12.2025	01.01. – 30.06.2025	01.01. – 30.06.2026
Vergi öncesi kar	412.521.522	271.685.126	9.578.169	33.616.132	44.796.742
Dönem vergi (gideri)	(16.758.396)	(6.973.314)	(2.102.756)	(2.080.770)	(628.656)
Ertelenmiş vergi geliri	87.225.169	11.722.540	122.602.772	92.196.423	(25.136.731)
Dönem karı	482.988.295	276.434.352	130.078.185	123.731.785	19.031.355

Kar/Zarar Tablosu Oran Analizleri

Şirket'in fiyat tespit raporunda yer alan finansal dönemler itibarıyla kârlılığın ilişkin mali oranları aşağıdaki tabloda verilmektedir. Şirket'in satışlarında düşüş yaşanmış olsa da 2024 yılında brüt kâr marjı %31,3 oranında gerçekleşmiştir. Bu artışın etkisi ile Şirket'in esas faaliyet kâr marjı ve net kâr marjı da artarak Şirket'in kârlılığına katkıda bulunmuştur. Satışlarda düşüşün nedeni 2024 yılı pazarda oluşan genel tahsilat güçlüğünü bertaraf etmek amacıyla satışlarda tahsilat kolaylığı ve kar marjı gözetilerek seçici davranılmasıdır. 31.12.2025 tarihinde sona eren dönemde ise Şirket'in maliyetlerindeki artış nedeniyle brüt kar marjında sınırlı bir daralma gözlemlenmiş, bu dönemde finansal borçların artışından kaynaklanan finansman giderlerindeki artış nedeniyle de net kar marjında daralma gözlenmiş ve bu dönemde net kar marjı %6 olarak gerçekleşmiştir. 2026 yılının ilk altı ayında ise hammadde maliyetlerine bağlı olarak brüt kar marjında daralma devam etmiş, esas faaliyet kar marjı %18,2'ye net kar marjı da %1,8'e gerilemiştir.

Şirket'in operasyonel karlılığını gösteren önemli bir gösterge olan FAVÖK, brüt kar tutarından faaliyet giderleri düşüldükten sonra amortisman gideri ve itfa payları ile dönem içerisinde ödenen izin yükümlülüklerinin düşülmesi ve izin karşılığı gideri ile kıdem tazminatı karşılığı gideri ilave edilerek hesaplanmıştır. Şirket'in FAVÖK marjı 2023 yılında %19,9 seviyesinde gerçekleşirken değişen satış politikalarının etkisi ile 2024 yılında artarak %32,6 seviyesinde gerçekleşmiştir. 31.12.2025 tarihinde sona eren dönemde ise düşen brüt karlılığa rağmen %28,2

seviyesinde seyrederken, 2026 yılının ilk altı ayında brüt karlılıktaki daralmanın etkisi ile %24 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 50: Karlılık Oranları

Karlılık Oranları	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	30.06.2025	30.06.2026
Brüt Kar (TL)	614.996.525	641.279.074	618.747.436	259.947.166	234.059.984
Brüt Kar Marjı	19,0%	31,3%	28,7%	29,2%	22,7%
Esas Faaliyet Karı (TL)	563.584.809	577.974.166	504.159.794	213.952.221	187.776.949
Esas Faaliyet Kar Marjı	17,4%	28,0%	23,4%	24,0%	18,2%
Net Kar (TL)	482.988.295	276.434.352	130.078.185	123.731.785	19.031.355
Net Kar Marjı	14,9%	13,5%	6,0%	13,9%	1,8%
FVÖK (TL)	534.801.150	572.075.865	501.018.332	222.271.172	198.850.633
FVÖK Marjı	16,5%	27,9%	23,2%	25,0%	19,3%
FAVÖK (TL)	649.321.650	680.343.403	607.805.009	275.302.028	246.876.134
FAVÖK Marjı	19,9%	32,6%	28,2%	30,9%	24,0%

5. KULLANILAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun hazırlanması kapsamında Net Global'in mevcut faaliyetleri ile yeni yatırım alanı olan vagon üretim faaliyetleri ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Bu çerçevede Net Global'in mevcut faaliyetleri için UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinde belirtilen değerleme yaklaşımları olan Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri incelenmiş ve mevcut faaliyetlerin değerlemesi kapsamında söz konusu operasyonların nakit üreten nitelikte olması, benzer operasyonlarda bulunan halka açık şirketlerin bulunuyor olması gibi nedenlerden dolayı Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yönteminin kullanılması uygun bulunmuştur.

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. UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar Madde 70.1'de de belirtildiği üzere Maliyet Yaklaşımı işletmelerin değerlemesinde nadiren uygulanmaktadır. Net Global özelinde ise Şirket'in mevcut operasyonlarının halen faaliyette bulunuyor olması, Şirket'in adil değerini yansıtmada konusunda diğer yöntemlere kıyasla geride kalması nedeniyle Maliyet Yaklaşımının Şirket'in mevcut faaliyetlerinin değerleme çalışmasında kullanılması tercih edilmemiştir.

Net Global'in bünyesinde önümüzdeki dönemde faaliyet göstermesi planlanan yeni yatırım alanı olan vagon üretim faaliyetinin değerlendirilmesi için de UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinde belirtilen değerlendirme yaklaşımları olan Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri incelenmiştir. Vagon üretim faaliyetleri henüz yatırım aşamasında olması ve henüz bir geliri olmaması nedeniyle Pazar Yaklaşımının kullanılması uygun bulunmamıştır.

Bununla birlikte UDS 105 Değerleme Standartları ve Yöntemleri Madde 40.3 d bendine "değerleme konusu varlığın gelir yaratmaya henüz başlamaması, ancak başlamasının planlanmış olması" halinde gelir yaklaşımının uygulanabileceği ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilebileceği" belirtilmektedir. Bu madde çerçevesinde Söz konusu yatırımın değerlemeye katkısını öngörebilmek için Uluslararası Değerleme Standartları çerçevesinde Gelir Yaklaşımı ve yine UDS 105 Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri 60.1 maddesinde tanımlanan Maliyet Yaklaşımı kullanılarak değerlendirme yapılması uygun bulunmuştur.

5.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi

5.1.2. Genel Değerlendirme

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemi, bir şirketin gelecekte yaratacağı serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi esasına dayanmaktadır. Bu metotta şirketin uzun vadeli potansiyelinin analiz edilmesi ve şirketin faaliyetlerinin içsel değerini belirlenmesi hedeflenmektedir. Bu İNA Analizi Şirket'in gelecekte kaydedeceği satış büyümesi, karlılık, net işletme sermayesi yönetimi ve yatırım harcamaları varsayımlarına önemli ölçüde bağlıdır.

İNA Analizi'nde önemli rol oynayan bir diğer faktör ise şirketin gelecekte kaydedeceği serbest nakit akımlarının net bugünkü değerinin hesaplanmasıdır. Net Bugünkü Değer hesaplamasında kullanılacak nakit akışı indirgeme oranı, şirkete borç veren gerekse şirketin sermayedarlarının getiri beklentilerini karşılayacak seviyede olmalıdır. Şirketin fonlama yapısı ve borç verenlerin ve sermayedarların beklentileri göz önünde bulundurularak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") kullanılmalıdır. AOSM formülü aşağıda belirtilmiştir.

$$AOSM = R_d (1-t) (D/D+E) + R_e E/(D+E)$$

R_d = Borçlanma maliyeti (Ortalama Borçlanma Maliyeti + Borçlanma Primi)

R_e = Öz Sermaye maliyeti

D = Sermaye yapısında borç oranı

E = Sermaye yapısında özsermaye oranı

t = Kurumlar Vergisi oranı

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti yaklaşımı ile Şirket'in özsermaye maliyeti ve vergi sonrası borçlanma maliyeti borç ve sermayenin Şirket'in sermaye yapısına bağlı olarak ağırlıklandırılmaktadır. Bu hesaplama içinde kullanılan Özsermaye Maliyeti aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

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

R_f = Risksiz Getiri Oranı

R_m = Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi

$R_m - R_f$ = Piyasa Risk Primi

β = Beta = ilgili hissenin piyasa hareketleri ile ilgili olan ilişkisi

Borçlanma Maliyeti ise genellikle Şirket'in uzun vadeli mevcut borçlanma maliyetini ifade etmekte olup, eğer söz konusu oran mevcut değilse piyasanın ortalama faiz oranının, şirkete ilişkin risk primi eklenmesi ile oluşmaktadır. Aşağıda kullanılan formül verilmiştir.

R_d = Ortalama Piyasa Borçlanma Maliyeti + Borçlanma Primi

İndirgenmiş Nakit Akımları analizi yönteminde şirketin belirsiz bir süre boyunca faaliyette olacağı kabul edilerek serbest nakit akışlarının bugünkü değeri iki farklı bileşenin toplamı olarak hesaplanmaktadır.

a) Projeksiyon Döneminden Gelen Değer:

Projeksiyon Dönemi olarak adlandırılan yatırım döneminde şirketin bütün operasyonları ve gelir kalemleri detaylı varsayımlarla tahmin edilerek şirkete olan toplam serbest nakit akışları hesaplanmaktadır. Bu nakit akışları net bugünkü değer formülü ile bugüne indirgenmektedir. Net Bugünkü Değer formülü aşağıda belirtilmiştir.

$$NBD = \sum \text{Serbest Nakit Akışları}_{(N)} / (1+r)^{(N-n)}$$

$\text{Serbest Nakit Akışlar}_{(N)}$ = N dönemindeki serbest nakit akışları

r = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

N = Projekte Edilen Dönem

b) Projeksiyon Dönemi Sonrasında Gelen Değer ("Artık Değer", "Uç Değer"):

Projeksiyon dönemi bitişinden sonra şirketin faaliyet sona ermediği için şirketin bu dönemin sonundan sonsuz olarak kabul edilen belirsiz bir süre sonrasına kadar olan nakit akımlarını da tahmin etmek gerekecektir. Bunu tahmin etmek için şirketin baz yıl olarak kabul edilen sonsuz büyüme yılındaki serbest nakit akımlarının, değişmeyen belirli bir büyüme oranı ile sonsuza

kadar devam edeceği kabulü ile bir Artık Değer hesaplaması yapılmaktadır. Sonrasında da söz konusu Artık Değer'in ilgili yıldaki iskonto oranı ile indirilmesi yapılarak Net Bugünkü Değerine ulaşılmaktadır.

Toplam Firma Değeri (FD) = Projeksiyon Dönemi Nakit Akımlarının Net Bugünkü Değeri + Artık Değer

Bu iki değerın toplanması ile Toplam Firma Değerine ulaşılmaktadır. Ancak bu değer hem borç verenlere hem de hissedarlar aittir ve hissedarlara olan değere ulaşabilmek için birtakım düzeltmeler yapılması gerekmektedir. Toplam Firma Değerine, değerleme dönemi itibarıyla şirket içinde bulunan nakit eklenir ve söz konusu dönemde varsa ortaklara borçlar düşülür. Buradan çıkan değerın üstüne eğer varsa şirketin değerlemesi yapılan mevcut faaliyetleri için kullanılmayan dolayısıyla INA değerlemesine konu olmayan ancak alım satım söz konusu olduğunda bir değer içeren veya varsa diğer faaliyetlere ilişkin varlıklar eklenerek nihai değere ulaşılır.

5.1.3. İndirgenmiş Nakit Akım Varsayımlarında Kullanılan Varsayımlar

5.1.4. AOSM ve Makro Varsayımlar

Net Global'in mevcut faaliyetleri çerçevesinde yapılan indirgenmiş nakit akımlarında kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplaması aşağıdaki tabloda verilmektedir. Bu tabloda risksiz faiz oranı olarak 5 yıllık gösterge tahvil faizinin (TRT021030T18) değerleme tarihindeki kapanış fiyatları 2026 yılının ikinci yarısı için baz olarak alınmıştır. Sonrasında söz konusu baz faiz oranının beklenen ortalama enflasyon oranı ile paralel hareket ettiği dikkate alınarak, projeksiyon dönemi boyunca mevcut durumda uygulanmakta olan makro ekonomik programa ve gerçekleşmesi öngörülen enflasyon oranındaki düşüşe bağlı olarak, risksiz faiz oranının da paralel şekilde düşeceği varsayılmıştır.

Şirket'in piyasa hisseleri ile ne kadar paralel hareket ettiğini gösteren bir gösterge olan Beta katsayısı ise halka arz değerlemelerinde genel kabul görmüş kaldırılmaz beta seviyesi olan 1 seviyesinden hesaplamalara dahil edilmiştir. Risk primi olarak da projeksiyon dönemi boyunca genel kabul görmüş %5,5 oranı belirlenmiştir.

Şirket'in 2026 yılı borçlanma maliyeti için 30.06.2026 tarihi itibarıyla bağımsız denetim raporunda belirtilen uzun vadeli borçlanma oranı baz alınmış, sonraki yıllar için uzun vadeli borçlanma maliyeti olarak, risksiz faiz oranının 300 baz puan üzeri olacak şekilde borçlanma faiz oranı AOSM hesaplamalarına konu edilmiştir. Her ne kadar Şirket'in 2026 - 2028 yılları için sahip olduğu vergi indirimleri dikkate alınarak, asgari %10 vergi kullanılabilecek olsa da vergi mevzuatının değişkenliği ve muhafazakar kalma prensipleri çerçevesinde, 2030 yılına kadar yürürlükte olan kurumlar vergisi oranı, halka açık şirketlerin halka açıldıkları dönem dahil beş dönem vergi avantajları dikkate alınarak %23 olarak alınmış ve projeksiyon döneminin son yılında ise mevcut %25 Kurumlar Vergisi üzerinden devam edeceği kabul

edilmiştir. Şirket'in sermaye/borç ağırlığı ise 30.06.2026 tarihli bilançosu dikkate alınarak hesaplanmış ve bu oranda ileriye dönük olarak önemli bir değişiklik olmayacağı varsayılmıştır.

Tablo 51: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

AOSM Hesaplaması	20262H	2027	2028	2029	2030	2031
Risksiz Faiz Oranı	38,67%	26,09%	19,70%	14,48%	12,59%	11,57%
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Maliyeti	44,2%	31,6%	25,2%	20,0%	18,1%	17,1%
Borçlanma Faiz oranı	42,18%	29,09%	22,70%	17,48%	15,59%	14,57%
Vergi oranı	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	25,00%
Vergi Sonrası Borçlanma	32,48%	22,40%	17,48%	13,46%	12,01%	10,93%
Sermaye Ağırlığı	77,92%	77,92%	77,92%	77,92%	77,92%	77,92%
Borçlanma Ağırlığı	22,08%	22,08%	22,08%	22,08%	22,08%	22,08%
AOSM	41,59%	29,56%	23,49%	18,54%	16,75%	15,71%

Bu değerlendirme çalışmasında, kullanılan makro varsayımlar TCMB tarafından paylaşılan makro ekonomik göstergeler baz alınarak Tacirler Yatırım Araştırma bölümü tarafından hazırlanan tahminler doğrultusunda şekillenmiştir.

5.1.5. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde Kullanılan Projeksiyonlar

Net Global Endüstriyel Yatırımlar A.Ş. mevcut faaliyetleri çerçevesinde HDPE boru üretimi ve satışları, Sera faaliyetleri çerçevesinde domates üretimi ve satışı ile birlikte, lisanssız GES faaliyetleri çerçevesinde elektrik üretim ve satışları ayrı ayrı incelenerek her bir faaliyet için satış ve maliyetler projekte edilmiştir. Söz konusu faaliyetler için projeksiyon dönemi 20262H-2031 yılları arası olarak belirlenmiş olup, ileriye dönük satış projeksiyonları, bu faaliyetlerin, enflasyon muhasebesi uygulanmış bağımsız denetim raporunda gösterilen gerçekleşmiş veriler dikkate alınarak, Şirket yönetiminin paylaştığı olduğu üretim ve satış beklentilerinin, sektörün ve pazarın büyüme beklentileri kapsamında değerlendirilmesi sonucunda oluşturulmuştur.

5.1.6. Mevcut Faaliyetler Net Satış Projeksiyonları

Şirket'in mevcut faaliyetleri çerçevesinde projekte edilen satışlar aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Şirket'in gelirlerinin en büyük kısmını oluşturan HDPE 100 Boru üretim ve satışının, 2025 yılı itibarıyla gerek Devlet Su İşleri'nin gerçekleştirmekte olduğu yatırım programı çerçevesinde hedeflenen altyapı yatırımları, gerekse de Orta Doğu ve Kuzey Afrika'yı oluşturan EMEA bölgesindeki altyapı yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi sonucu 2025 yılı sonu itibarıyla satışlar ilk aşamada 20.580 tona çıkarılmıştır. Bu amaçla Şirket 2025 yılında bölge ülkelere olan satışlarını artırabilmek için bir ihracat bölümü kurmuş ve Gürcistan, Suriye, Yunanistan gibi bölge ülkeler ile temasa geçerek 8.000 ton ihracat için ön sipariş almış ve yıl sonuna kadar

da toplam 2.083 ton satış gerçekleştirmiştir. Kalan 6.000 ton siparişin de 2026 yılına kadar tamamlanması planlanmaktadır. Şirket ihracat tarafında özellikle Kuzey Irak ve Suriye pazarına olan yakınlık nedeniyle, burada gerçekleştirilecek altyapı projelerinde önemli bir pay almayı hedeflemektedir.

Yurt içinde özellikle HDPE 100 boru satışında en büyük alıcı DSİ olup, Şirket DSİ'ye dönem dönem direkt satış yapmayı tercih etse de ağırlıklı olarak dolaylı yoldan müteahhitlere tedarikçi olarak satış yapmaktadır. Şirket'in bu politikasını devam ettirmesini ve önümüzdeki dönemlerde DSİ projelerinde ağırlıklı olarak dolaylı tedarikçi olacağı varsayılmıştır. Önümüzdeki on yıllık yatırım bütçesi 2025 yılı rakamları ile 993.698,4 milyon TL olan DSİ projelerinde boru yatırımlarının da yaklaşık 500 milyon TL ve 6 milyon ton olduğu tahmin edilmektedir. Bu varsayımlar çerçevesinde Şirket'in söz konusu bütçe içerisinde kapasitesi oranında bir pay alarak 2026 ikinci yarısından itibaren 2031 yılı sonuna kadar yurt içinde 213,3 bin ton ve yurt dışında 100,4 bin ton olmak üzere toplam 313,8 bin ton satış hacmine ulaşmayı hedeflemektedir.

Koruge Boru operasyonları ise Şirket'in 2026 yılı sonunda yatırımlarını yapmaya başlayarak 2027 yılında faaliyete geçeceği bir alandır. Koruge Borular, HDPE 100 borularının aksine kanalizasyon yatırımlarında atık su deşarj faaliyetlerinde kullanılmaktadır. Şirket, 6.000 ton kapasiteli iki adet Koruge Boru hatların kurulumunun 2027 yılında tamamlanmasını ve 2027 yıl sonuna kadar yaklaşık 10.000 ton kadar satış yapmayı hedeflemektedir. Yıllar itibarıyla toplam 5 hat ile 30.000 ton kapasiteye ulaşmayı ve 2031 yılına kadar bu kapasiteyi kullanarak yıllık 15.000 tona kadar satış yapmayı hedeflemektedir.

Şirket, diğer bir faaliyet alanı olan topraksız sera faaliyeti çerçevesinde domates üretip piyasanın durumuna göre yurt içine veya yurt dışına toptan satış yapmaktadır. Sivas ili Yıldızeli ilçesi Mumcu Çiftliği Köyü 170 Ada 23 parselde 40.155 m² büyüklüğündeki alana kurulmuş olan Seranın 38.680 m² kapalı kullanım alanı bulunmaktadır. Sera jeotermal kaynaktan temin edilen su ile ısıtılmakta olup, bu şekilde kışın domates üretimine elverişli ortam yaratılmaktadır. Yılın 8 ayı üretim yapılmakta olup, domates arzına bağlı olarak ekimi yapılmaktadır. İlk defa 2023 yılında başlayan üretimde, faaliyetinin ilk yılında 813 ton ikinci yılında 1.108 ton ve üçüncü yılında ise 885 ton domates üretip satmıştır. Seranın kurulu bölgenin domates bitki fizyolojisine uygunluğu, seranın ışık miktarı, ışıklanma gün uzunluğu, sıcaklık ve nem değerlerine göre değerlendirme yapılarak Seranın üretim verimliliği yıllık 1.900.000 kg/yıl olarak tespit edilmiştir. Projeksiyon dönemi boyunca söz konusu kapasite verisi ve gerçekleşen verim dikkate alınarak sera için yıllık 1.150 ton üretim ve satış öngörülmüştür.

Şirket'in lisanssız olarak üretim ve satış yapmakta olduğu GES faaliyetleri çerçevesinde 5 adet santrali bulunmaktadır. Bunlardan GES 1, OSB içerisinde faaliyet göstermekte olup, 11.08.2022 tarihli değişiklik öncesi yönetmeliğe tabiidir. Şirket nezdinde yer alan diğer arazi ve çatı tipi Netenerji-2, Netenerji-3, Netenerji-4, Netenerji-5 Santralleri ise tüketim abonelikleri ile Elektrik Piyasasında Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliği 5.1/h madde kapsamında tüketime esas üretim santralleri olarak devreye alınmıştır. İleriye dönük GES faaliyetleri

çerçevesinde, değişen yönetmelik gereği GES 1 haricindeki diğer GES'lerin, Şirket'in faaliyetleri çerçevesinde tükettiği elektrik miktarı kadar dışarıya satış yaptığı varsayılmış, kalan üretimleri de Şirket'in mevcut faaliyetleri çerçevesinde tükettiği elektrik miktarına mahsup edilmiştir.

Aşağıdaki tablolardada Şirket'in geçmiş ve projeksiyon dönemi boyunca mevcut faaliyetleri çerçevesinde yapılması projekte edilen üretim/satış miktarları verilmektedir. GES faaliyeti kapsamında verilen elektrik satış miktarı, Şirket'in dışarıya satışı yapılması planlanan üretim miktarlarını göstermektedir.

Tablo 52: Satış Hacmi Gerçekleşmeleri

Net Satışlar	Birim	2023G	2024G	2025G	2026/1H G
HDPE 100	ton	22.121	12.910	20.580	9.950
Yurt içi Satış	ton			18.497	9.236
İhracat	ton			2.083	713
Sera	ton	813	1.108	885	390
GES -1-2-3-4-5	mwh	14.179	15.292	15.371	2.875

Tablo 53: Satış Hacmi Projeksiyonları

Net Satışlar	Birim	20262H	2027	2028	2029	2030	2031
HDPE 100	ton	19.059	41.707	53.049	61.220	68.281	70.445
Yurt içi Satış	ton	13.607	31.707	38.049	41.220	43.281	45.445
İhracat	ton	5.452	10.000	15.000	20.000	25.000	25.000
Koruge Boru	ton	-	10.000	12.000	15.000	15.000	15.000
Sera	ton	760	1.150	1.150	1.150	1.150	1.150
GES -1-2-3-4-5	mwh	6.924	13.776	13.688	13.597	13.504	13.487

Toplam Net Satış Projeksiyonları

Geçmiş yıllarda gerçekleşen satışlar ile faaliyetler bazında birim satış fiyatları ile satış tonaj tahminleri çerçevesinde hesaplanan satış projeksiyonları aşağıdaki tablolarda verilmektedir.

Tablo 54: Faaliyetler Bazında Gerçekleşen Toplam Satışlar (000' TL)

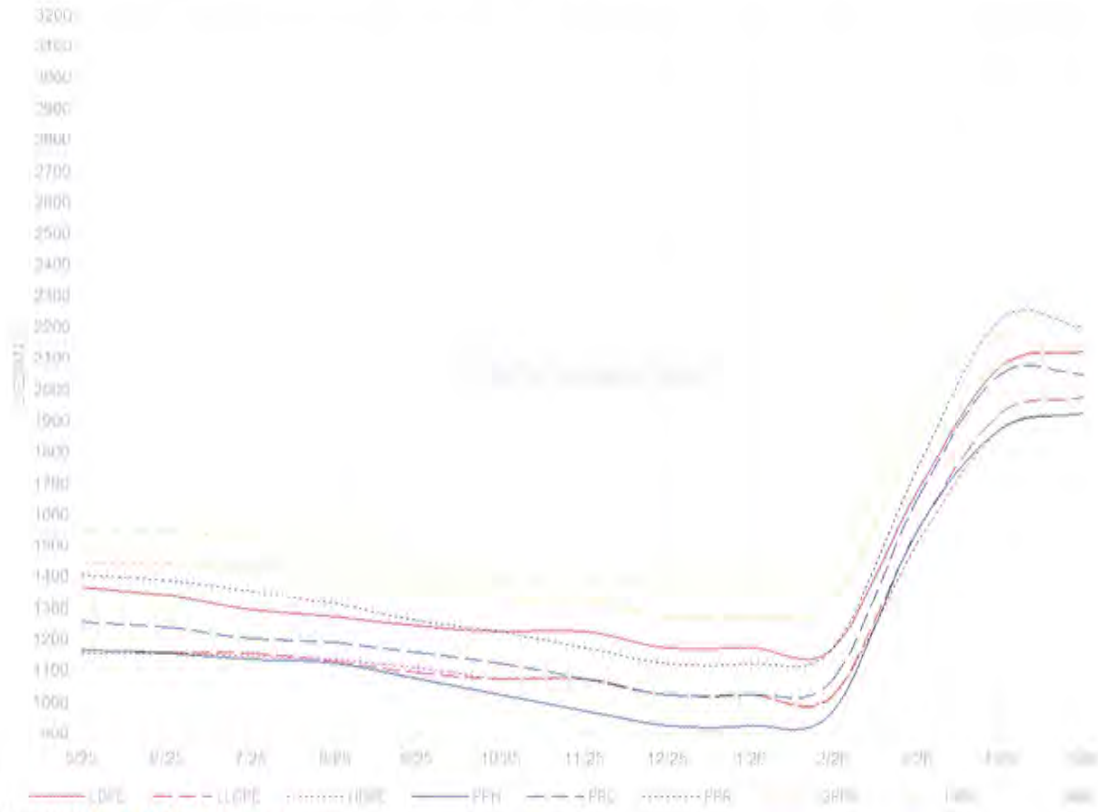
Net Satışlar (bin TL)	2023G	2024G	2025G	2026/1H G
HDPE 100	2.354.072	1.156.616	1.317.604	658.208
Sera	70.833	65.057	42.576	19.012
GES -1-2-3-4-5	91.733	82.456	51.614	9.113
Toplam Üretimden Satışlar	2.516.638	1.304.129	1.411.793	686.333
Diğer Gelirler	725.916	747.033	676.277	343.577
Hammadde Satışı	705.955	664.229	644.446	329.110
Dışarıya Verilen Nakliye Hizmetleri	19.961	25.606	31.831	14.467
Müteahhitlik Gelirleri	-	57.198	-	-
Toplam Net Gelirler	3.242.555	2.051.162	2.088.070	1.029.910

Tablo 55: Faaliyetler Bazında Toplam Satışlar (000' TL)

Net Satışlar (bin TL)	20262H	2027	2028	2029	2030	2031
HDPE 100	1.505.702	3.644.958	5.636.972	7.536.363	9.412.619	10.767.442
Koruge Boru	-	682.779	992.046	1.430.513	1.595.798	1.736.604
Sera	47.550	90.108	107.811	120.665	132.586	147.171
GES -1-2-3-4-5	25.983	55.879	64.785	71.741	78.086	84.616
Toplam Üretimden Satışlar	1.579.236	4.473.724	6.801.614	9.159.282	11.219.090	12.735.833
Diğer Gelirler	34.113	53.765	68.592	81.764	94.485	104.900
Hammadde Satışı	2.955	-	-	-	-	-
Dışarıya Verilen Nakliye Hizmetleri	31.158	53.765	68.592	81.764	94.485	104.900
Toplam Net Gelirler	1.613.349	4.527.489	6.870.206	9.241.045	11.313.575	12.840.733
<i>Satışların Yıllık Büyümesi</i>		31%	52%	35%	22%	13%

Şirket satış fiyatlarını, üretimdeki ana maliyet kalemi olan HDPE ana hammaddelerinin satın alınma fiyatlarına bağlı olarak ABD Doları bazında belirlemekte ve bu fiyatlar daha sonra TL'ye çevrilmektedir. Şirket fatura tarihi ile ödeme tarihi arasında kurdan kaynaklanan farkı fatura edebilmektedir. Bu nedenle projeksiyon dönemi boyunca fiyatlar ABD Doları olarak projekte edilmiş ve ilgili yıldaki ortalama kur ile TL'ye çevrilerek TL satış fiyatları hesaplanmıştır. Bu kapsamda 2026 yılı Mart ve Nisan aylarında etkin olan ABD – İsrail – İran savaşı sırasında özellikle Körfez bölgesinde zarar gören petrol rafinerileri ve Hürmüz Boğazındaki kısıtlamalar nedeniyle kesintiye uğrayan lojistik zinciri nedeniyle global ölçekte plastik hammadde tedarikinde sıkıntılar yaşanmıştır. Bu sıkıntılar nedeniyle HDPE hammadde fiyatları 2025 yılı fiyat seviyelerine oranla önemli oranda yükseliş göstermiştir. Tedarik noktasındaki bu sıkıntının 2026 yılı boyunca devam etmesini ve bunun gerek Şirket'in gerekse de pazar satış fiyatlarına etkisi olacağını öngörmekteyiz. Bununla birlikte projeksiyon dönemi için 2027 yılından itibaren fiyatların gerileyerek stabil hale geleceği ve ileriye dönük olarak ABD enflasyonu bazında artışların olacağı kabul edilmiştir.

Aşağıdaki grafikte HDPE fiyatlarında son bir yıldaki gelişim verilmektedir.



Kaynak: b2bPolymers.com

Benzer şekilde Koruge Boru için Şirket'in yapmış olduğu fizibilite çalışmaları ile piyasa çalışması sonucu elde edilen güncel veriler kullanılmıştır.

Sera faaliyetleri çerçevesinde domates satış fiyatları geçmiş yıl birim satış fiyatları, 2026 yılı güncel Pazar fiyatları ve Şirket'in 2026 yılı satış projeksiyonları dikkate alınarak, mevcut gerçekleşen Euro satış fiyatları çerçevesinde belirlenmiş olup, projeksiyon dönemi boyunca Euro enflasyon oranı ile artırılmıştır.

GES faaliyetleri için birim satış fiyatları ise ilgili yönetmelikler çerçevesinde belirlenmiş TL fiyatlar üzerinden projeksiyon dönemi sonuna kadar enflasyon bazında artırılarak hesaplanmıştır. Bu kapsamda 2026 Nisan ayında açıklanan elektrik fiyatlarının yıl sonuna kadar devam edeceği kabul edilmiş, sonraki yıllar için enflasyon bazında artışlar projekte edilmiştir. GES 1'in YEKDEM kapsamındaki süresi 2026 yılı Aralık ayında sona erecektir. YEKDEM sonrasında fiyatların diğer GES'ler ile benzer şekilde piyasa fiyatları üzerinden hareket edeceği varsayılmıştır. Aşağıdaki tabloda projeksiyon dönemi boyunca gerçekleşmesi öngörülen birim satış fiyatları verilmektedir.

Tablo 56: Gerçekleşen Birim Satış Fiyatları

Birim Satış Fiyatları		2023	2024	2025	20261H
HDPE 100- yurt içi	\$/kg	2,28	1,92	1,27	1,49
Sera	€/kg	1,79	1,20	1,07	0,94
GES -1	\$/kwh		0,133	0,133	0,133
GES 2-3-4-5	TL/kwh	0,00	0,00	2,95	2,84

Tablo 57: Birim Satış Fiyatları

Birim Satış Fiyatları		20262H	2027	2028	2029	2030	2031
HDPE 100- yurt içi	\$/kg	1,49	1,47	1,50	1,53	1,56	1,60
HDPE 100- yurt dışı	\$/kg	1,92	1,61	1,65	1,69	1,72	1,76
Koruge Boru	\$/kg	0,00	1,17	1,20	1,23	1,25	1,25
Sera	€/kg	1,11	1,16	1,19	1,21	1,23	1,26
GES -1	\$/kwh	0,133	0,062	0,061	0,060	0,060	0,060
GES 2-3-4-5	TL/kwh	2,92	3,60	4,20	4,68	5,13	5,57

Şirket'in faaliyetleri içinde yer alan inşaat faaliyeti, hammadde satış faaliyeti ve nakliye hizmeti faaliyetlerine diğer gelirler altında yer verilmiştir.

Hammadde satış faaliyeti Şirket'in dönem dönem HDPE alımları çerçevesinde uygun koşulların oluşması ile ticari bir çerçevede yürütmüş olduğu bir faaliyet olup, projeksiyon döneminde düzenli olarak devam etmesi öngörülmediği için yer verilmemiştir.

Nakliye gelirleri, Şirket'in öncelikle kendi müşterilerine hizmet vermek amacıyla satın almış olduğu çekici filosu ile geçmişte kendi müşterileri dışındaki kurumlara da hizmet vermesi ile oluşmaktadır. 2026 yılı itibarıyla söz konusu hizmet hacminin projeksiyon dönemi boyunca aynı seviyede kalacağı ve yıllar itibarıyla hizmet fiyatlarındaki enflasyona bağlı olarak artışlar olacağı öngörülmüştür.

Şirket'in 2024 ve 2025 yılı içinde gerçekleşen satışları içinde yer alan müteahhitlik gelirleri, Şirket'in ana faaliyeti olmaması gerekçesi ile projekte edilmemiş sadece mevcut yapı stoğu olarak bilançoda yer alan değeri ile nihai değerlemeye dahil edilmiştir.

5.1.7. Satılan Malın Maliyeti

Şirket'in her bir ana faaliyet alanı içinde satılan malın maliyeti, geçmiş yıllarda gerçekleşmiş maliyetler baz alınarak ayrı ayrı hesaplanmış ve sonrasında konsolide edilmiştir.

Şirket'in ana maliyet kalemi olan hammadde maliyeti ağırlıklı olarak HDPE boru üretiminden kaynaklanmakta olup, projeksiyon dönemi boyunca satış tonaj hedeflerine bağlı olarak temin edilecek hammadde miktarına göre, ABD Doları bazında belirlenen birim satın alma fiyatlarına bağlı olarak hesaplanmıştır.

İşçilik giderleri ise Şirket'in önümüzdeki dönemde yeni yatırımları için işe almayı planladığı işçi sayısı dikkate alınarak ve mevcut ortalama yıllık brüt ücretlerine yıllık enflasyon oranında artış öngörülerek hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut faaliyetleri çerçevesinde 30.06.2026 tarihi itibarıyla 113 olan mavi yaka işçi sayısının, 2031 yılı itibarıyla 122'e çıkarılması projekte edilmektedir.

Ağırlıklı olarak elektrik giderini içermekte olan genel üretim giderinin 2025 yılı itibarıyla Çatı GES'in de (GES-3) devreye girmesi ile 2026 yılında bir önceki yıla göre önemli bir artış göstermeyeceği ancak sonraki yıllardaki artan kapasite ve üretim tonajlarına bağlı olarak artan elektrik tüketimi nedeniyle önemli oranda artarak ikinci önemli maliyeti kalemi olacağı öngörülmektedir.

Amortisman gideri Şirket'in yapacağı yatırımlar dikkate alınarak ayrıca hesaplanmıştır. Diğer gelirlerin maliyetleri ise geçmiş yıllardaki gerçekleştirmeler dikkate alınarak projekte edilmiştir.

Tablo 58: Gerçekleşen Satılan Malın Maliyetine

Satılan Malın Maliyeti (bin TL)	2023	2024	2025	20261H
Hammadde Maliyet	2.389.397	1.153.467	1.291.329	484.423
İşçilik	78.836	109.121	94.426	53.264
Genel Üretim Gideri	54.705	44.866	47.554	33.699
Amortisman	104.620	102.429	103.088	47.358
Toplam SMM	2.627.558	1.409.883	1.536.397	618.744
<i>SMM Marjı</i>	81%	69%	74%	60%

Tablo 59: Gerçekleşen Satılan Malın Maliyetine

Satılan Malın Maliyeti (bin TL)	20262H	2027	2028	2029	2030	2031
Hammadde Maliyet	944.425	3.022.670	4.605.415	6.203.646	7.584.462	8.644.122
İşçilik	73.378	188.670	228.050	261.726	286.835	311.412
Genel Üretim Gideri	66.566	185.289	271.871	351.896	418.658	466.269
Amortisman	62.199	112.970	115.761	116.446	119.163	122.248
Toplam SMM	1.146.567	3.509.599	5.221.097	6.933.714	8.409.118	9.544.051
<i>SMM Marjı</i>		77%	76%	75%	74%	74%

5.1.8. Faaliyet Giderleri

Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri

Şirket'in pazarlama satış ve dağıtım giderleri ağırlıklı olarak personel, ihracat, nakliye, ihaleler için uygulanan vergi resim harçlardan ve dönem dönem yapılmakta olan sponsorluk giderlerinden oluşmakta olup, personel, ulaşım, ofis gideri gibi enflasyona tabii olarak artan giderler haricinde satışlara bağlı olarak projekte edilmiştir. Söz konusu pazarlama satış dağıtım giderleri içinde 2025 yılı itibarıyla en yüksek kalem olan ilan ve reklam giderleri Şirket'in Türkiye Profesyonel Futbol Süper Lig bünyesinde yer alan Sivasspor futbol kulübüne yapmış olduğu yaklaşık 36 milyon TL (2025 yılı satın alma gücü ile) tutarındaki sponsorluk harcamalarından oluşmaktadır. Sponsorluk dönemi 2025 yılında sona ermiş olup, projeksiyon döneminde devam etmeyeceği ancak fuar giderlerini içeren ilan reklam giderlerinin satışlara bağlı olarak artış göstereceği öngörülmüştür.

Diğer pazarlama satış giderleri içinde ihracat giderleri sera ve boru faaliyeti çerçevesinde yapılan ihracatlara ilişkin gümrük ödemelerini içermekte olup, projeksiyon dönemi için projekte edilen yurt dışı satış miktarına bağlı bir gider projeksiyonu yapılmıştır. Vergi resim harç giderleri, kamu ihalelerine bağlı olarak alınan harç giderlerinden oluşmakta olup, projeksiyon dönemi boyunca kamudan elde edilmesi projekte edilen gelirlere bağlı olarak tahmin edilmiştir. Personel giderleri ağırlıklı olarak yeni oluşturulan ihracat birimini içermektedir.

Aşağıdaki tabloda projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilen pazarlama satış dağıtım giderlerinin detayları sunulmaktadır.

Tablo 60: Gerçekleşen Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri (bin TL)	2023G	2024G	2025G	2026/1H G
Personel Gideri			11.603	6.725
İhracat giderleri	9.793	5.068	3.417	2.147
Vergi resim harç giderleri	898	4.665	2.783	707
Nakliye giderleri	9.294	3.580	2.071	307
İlan reklam giderleri	14	1.684	43.535	1.646
Ulaşım gideri	718	1.217	1.315	405
Bakım onarım giderleri	708	960	982	276
Ofis giderleri	664	943	426	205
Amortisman giderleri	160	383	253	185

Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri (bin TL)	2023G	2024G	2025G	2026/1H G
Diğer giderler	971	171	119	21
Toplam	23.219	18.671	66.505	12.626
<i>Net Satışlara Oranı (%)</i>	<i>0,72%</i>	<i>0,91%</i>	<i>3,19%</i>	<i>1,23%</i>

Tablo 61: Projeksiyon Döneminde Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri (bin TL)	20262H	2027	2028	2029	2030	2031
Personel Gideri	6.725	13.758	16.574	19.056	21.517	24.049
İhracat giderleri	1.996	6.529	7.713	8.723	9.540	10.382
Vergi resim harç giderleri	7.334	10.268	15.880	21.231	26.516	30.333
Nakliye giderleri	4.830	6.560	10.144	13.563	16.939	19.377
İlan reklam giderleri	1.202	3.723	5.640	7.587	9.288	10.542
Ulaşım gideri	1.312	2.114	2.467	2.750	3.014	3.272
Bakım onarım giderleri	1.007	1.579	1.843	2.054	2.251	2.444
Ofis giderleri	351	685	799	891	977	1.060
Amortisman giderleri	191	377	377	377	377	377
Diğer giderler	134	191	223	248	272	295
Toplam	25.082	45.784	61.660	76.479	90.692	102.132
<i>Net Satışlara Oranı (%)</i>	<i>1,55%</i>	<i>1,01%</i>	<i>0,90%</i>	<i>0,83%</i>	<i>0,80%</i>	<i>0,80%</i>

Genel Yönetim Giderleri

Şirket'in genel yönetim giderleri ağırlıklı olarak personel giderlerinden oluşmakta olup personel giderlerinde en büyük payı idari kadroya verilen ücretler oluşturmaktadır. Yıllar itibarıyla yapılan yatırımlar çerçevesinde genişleyen idari kadro ve üst yönetim ücretlendirmesi ilerleyen dönemlerde personel maliyetlendirmesinde dikkate alınmıştır. Genel Yönetim Giderleri içinde ikinci en büyük kalem olan ofis giderleri, Şirket'in dışarıdan satın almakta olduğu güvenlik hizmetleridir. Söz konusu giderler enflasyon bazında artırılmış, amortisman gideri oluşturulan projeksiyonlara göre ayrıca hesaplanarak dahil edilmiştir.

Tablo 62: Gerçekleşen Genel Yönetim Giderleri

Genel Yönetim Giderleri (bin TL)	2023G	2024G	2025G	2026/1H G
Personel giderleri	3.851	29.191	34.125	14.968
Ofis giderleri	6.684	9.310	8.873	3.236
Danışmanlık giderleri	1.498	6.678	5.670	8.642
Amortisman giderleri	9.740	5.456	3.446	482
Sigorta giderleri	3.353	4.006	2.753	1.169
Bakım onarım giderleri	4.566	3.499	1.456	380
Vergi resim harç giderleri	24.708	3.181	2.370	851
Temsil ağırlama giderleri	1.165	970	858	241
Ulaşım giderleri	4.861	604	423	295
Nakliye giderleri	260	292	146	90
Diğer giderler	1.442	685	857	174
TOPLAM	62.129	63.873	60.977	30.529

Tablo 63: Projeksiyon Döneminde Genel Yönetim Giderleri

Genel Yönetim Giderleri (bin TL)	20262H	2027	2028	2029	2030	2031
Personel giderleri	16.845	40.464	48.745	56.043	63.283	70.728
Ofis giderleri	8.351	14.262	16.643	18.554	20.334	22.077
Danışmanlık giderleri	4.321	9.113	10.635	11.856	12.994	14.107
Amortisman giderleri	3.040	5.371	5.371	5.371	5.371	5.371
Sigorta giderleri	2.426	4.425	5.164	5.757	6.309	6.850
Bakım onarım giderleri	1.521	2.340	2.731	3.045	3.337	3.623
Vergi resim harç giderleri	2.243	3.809	4.445	4.955	5.431	5.896
Temsil ağırlama giderleri	880	1.380	1.610	1.795	1.967	2.136
Ulaşım giderleri	258	680	794	885	970	1.053
Nakliye giderleri	101	235	274	306	335	364
Diğer giderler	945	1.377	1.607	1.792	1.964	2.132
TOPLAM	40.931	83.457	98.018	110.358	122.294	134.335

5.1.9. Net İşletme Sermayesi

Şirket'in son 3 yıl itibarıyla ticari alacaklar, stoklar ve ticari borçlar döngüsü incelenmiştir. 2024 yılında artan faizlerin etkisi ile ticari borçların ve ticari alacakların geri dönüş süresinin arttığı gözlemlenmiştir. Buna ilaveten özellikle stok devir hızlarında yıl sonlarında ağırlıklı olarak gerçekleşen ve üretimden satışlara göre daha hızlı geri dönüşü olan hammadde ağırlıklı ticari mamul alımları nedeniyle 2024 ve 2025 yıllarında dalgalanmalar gözlenmiştir. Hammadde ticareti faaliyetinin ileriki dönemde birincil bir faaliyet alanı olarak projekte edilmemesi nedeniyle bu faaliyetlerden kaynaklanan alımlar ve satışlar hariç tutularak işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanmıştır.

2026 yılı itibarıyla artması beklenen peşin yapılan ihracat gelirlerinin pozitif etkisi ile ticari alacakların devir süresinin, 2026 yılının ikinci yarısında 101 gün ve sonrasında gerek alacak vadelerinin düzelmesi gerekse de ihracatın artması ile projeksiyon dönemi boyunca da 100 gün seviyelerinde seyretmesi öngörülmektedir. Ticari borçlar ve stokların da benzer şekilde devir hızlarının geçmiş üç yıl ortalamaları dikkate alınarak belirlenmesi uygun görülmüştür. Bu kabullerle Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca işletme sermayesinin net satışlara oranının da %23 seviyelerinde gerçekleşebileceği öngörülmektedir.

Aşağıdaki tabloda projeksiyon dönemi süresince projekte edilen işletme sermayesi değişimleri verilmektedir.

Tablo 64: Projeksiyon Döneminde İşletme Sermayesi Değişimleri

İşletme Sermayesi	2023G	2024G	2025G
Ticari Alacaklar (000'TL)	413.377	470.666	482.317
Ticari Alacaklar Devir Hızı	5,70	2,94	3,13
Ticari Alacaklar Devir Hızı (gün)	64,04	124,35	116,53
Stoklar* (000'TL)	45.898	67.401	177.954
Stok Devir Hızı	44,42	13,47	6,12
Stok Devir Hızı (gün)	8,22	27,10	59,63
Ticari Borçlar (000'TL)	182.773	195.239	130.981
Ticari Borçlar Devir Hızı	11,15	4,65	8,32
Ticari Borçlar Devir Hızı (gün)	32,72	78,50	43,89
İşletme Sermayesi İhtiyacı (000'TL)	276.502	342.828	529.290
İşletme Sermayesi İhtiyacındaki Değişim (000'TL)		66.326	186.462

*: Ticari hammadde stokları elimine edilmiştir.

İşletme Sermayesi	20262H	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Ticari Alacaklar (000'TL)	909.340	1.240.408	1.882.248	2.531.793	3.099.609	3.518.009
Ticari Alacaklar Devir Hızı	1,77	3,65	3,65	3,65	3,65	3,65
Ticari Alacaklar Devir Hızı (gün)	101,64	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Stoklar (000'TL)	201.194	304.317	452.721	601.222	729.155	827.565
Stok Devir Hızı	5,69	11,53	11,53	11,53	11,53	11,53
Stok Devir Hızı (gün)	31,65	31,65	31,65	31,65	31,65	31,65
Ticari Borçlar (000'TL)	328.683	497.152	739.595	982.196	1.191.194	1.351.963
Ticari Borçlar Devir Hızı	3,48	7,06	7,06	7,06	7,06	7,06

İşletme Sermayesi	20262H	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Ticari Borçlar Devir Hızı (gün)	51,70	51,70	51,70	51,70	51,70	51,70
İşletme Sermayesi İhtiyacı (000'TL)	781.851	1.047.573	1.595.375	2.150.820	2.637.570	2.993.610
İşletme Sermayesi İhtiyacındaki Değişim (000'TL)	90.776	265.722	547.802	555.445	486.750	356.041
İşletme Sermayesi İhtiyacı / Net Satışlar	49%	23,14%	23,22%	23,27%	23,31%	23,31%

5.1.10. Yatırımlar ve Amortisman Giderleri

Şirket önümüzdeki dönemde yapacağı yatırımlar ile kapasitesini artırmayı ve farklı alanlarda faaliyet gösteren bir sanayi şirketi olarak faaliyet göstermeyi hedeflemektedir. Bu çerçevede öncelikle mevcut faaliyetleri çerçevesinde boru üretimi faaliyeti içinde yer alan bir yan ürün olan Koruge Boru üretimine girmeyi hedeflemektedir. 2027 yılında kurulacak 2 hat ve sonrasında 2028 yılına kadar eklenecek 3 hat ile toplam 5 hat ve 30.000 ton kapasite ile faaliyet göstermeyi planlamaktadır. Söz konusu yatırımlar için 2028 yılına kadar toplam 2,25 milyon ABD Doları tutarında bir yatırım yapılması planlanmaktadır.

Diğer bir ana ürün olan HDPE için de kapasitesini 2026 yılından itibaren 34.407 ton artırarak toplam 95.470 ton kapasiteye ulaşmayı hedeflemektedir. Bu amaçla 2031 yılına kadar toplam 1,65 milyon ABD Doları tutarında yatırım yapılması planlanmaktadır. 2030 ve 2031 yıllarında yıllık ortalama 650 bin ABD Doları tutarında idame yatırımları öngörülmüş olup bu tutarlar yaklaşık 12.000 – 15.000 ton/yıl kapasiteye karşılık gelmektedir. Uç değer hesaplamasına baz edilen yatırım tutarları da bu tutarlar dikkate alarak hesaplanmış olup, yaklaşık 8 yılda söz konusu kapasiteyi yeniden kuracak bir yatırım söz konusu olacaktır.

Söz konusu yatırım tutarları yıllar itibarıyla ABD Doları bazında hesaplanmış ve ilgili yıllardaki ortalama ABD Doları kuru ile TL'ye çevrilerek yatırım harcamaları hesaplanmıştır. Tüm yatırımların tamamen Şirket'in yıllar itibarıyla üreteceği FAVÖK ve nakit akışı ile finanse edilmesi planlanmaktadır. Aşağıdaki tabloda söz konusu yatırım harcamalarının projeksiyon dönemi boyunca detayları verilmektedir.

Tablo 65: Projeksiyon Döneminde Yatırım Harcamaları

Yatırımlar (bin TL)	20262H	2027	2028	2029	2030	2031
HDPE Kapasite Artırım Yatırımı	19.442	43.090	22.332	13.689	54.349	61.685
Koruge Boru Yatırımı	0	130.631	33.498	0	0	0
Toplam	19.442	173.721	55.830	13.689	54.349	61.685

Şirket'in maddi duran varlıklarına ilişkin amortisman hesaplamaları mevcut MDV'leri için öngörülen amortisman oranlarının üzerine yeni yapılacak olan yatırımlardan Şirket'in denetim raporundaki amortismanları ile uyumlu olacak şekilde binalar için %2, tesis makine ve cihazlar için %5 ve mevcut yatırımların amortismanları için %5 oranında normal amortisman oranları kullanılarak hesaplanmıştır.

Bu yatırımlara bağlı olarak hesaplanan Amortisman Giderleri ve maliyet yerlerine göre dağıtım anahtarı da aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 66: Amortisman Gideri

Amortisman Gideri (bin TL)	20262H	2027	2028	2029	2030	2031
Satılan Malın Maliyeti	58.798	112.970	115.761	116.446	119.163	122.248
Genel yönetim giderleri	3.040	5.371	5.371	5.371	5.371	5.371
Pazarlama satış dağıtım giderleri	213	377	377	377	377	377
Toplam	62.051	118.717	121.509	122.193	124.910	127.995

5.1.11. Serbest Nakit Akımları ve INA Hesaplaması

Yukarıda verilen projeksiyonlar çerçevesinde mevcut faaliyetler için hesaplanan Faaliyet Karına Amortisman eklenerek Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar hesaplanmıştır. Söz konusu kalemler aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 67: Gerçekleşen FAVÖK

FAVÖK Projeksiyonu (bin TL)	2023G	2024G	2025G	2026/1H G
Net Satışlar	3.242.555	2.051.162	2.155.144	1.029.910
SMM	2.627.558	1.409.883	1.536.397	795.850
Brüt Kar	614.997	641.279	618.747	234.060
<i>Brüt Kar Marjı</i>	19,0%	31,3%	28,7%	22,7%
Pazarlama Satış Dağıtım Gideri (-)	62.128,69	63.873	60.977	30.529
Genel Yönetim Gideri (-)	23.219,16	18.671	66.505	12.626
Faaliyet Karı	529.649	558.735	491.265	190.905
Amortisman	114.521	108.268	106.787	48.026
FAVOK	644.169	667.003	598.052	238.931
Kıdem Tazminatı	4.072,85	12.252,27	8.419,43	6.315,91
İzin Karşılığı	1.079,62	1.088,30	1.333,42	1.629,26
Düzeltilmiş FAVÖK	649.322	680.343	607.805	246.876
<i>FAVOK Marjı</i>	20%	33%	28%	24%

Tablo 68: FAVÖK Projeksiyonu

FAVÖK Projeksiyonu (bin TL)	20262H	2027	2028	2029	2030	2031
Net Satışlar	1.613.349	4.527.489	6.870.206	9.241.045	11.313.575	12.840.733
SMM	1.146.567	3.509.599	5.221.097	6.933.714	8.409.118	9.544.051
Brüt Kar	466.782	1.017.890	1.649.109	2.307.331	2.904.456	3.296.682
<i>Brüt Kar Marjı</i>	28,9%	22,5%	24,0%	25,0%	25,7%	25,7%
Pazarlama Satış Dağıtım Gideri (-)	25.082	45.778	61.660	76.479	90.692	102.132
Genel Yönetim Gideri (-)	40.931	83.457	98.018	110.358	122.294	134.335
Faaliyet Karı	400.769	888.656	1.489.431	2.120.494	2.691.471	3.060.215
Amortisman	62.051	118.717	121.509	122.193	124.910	124.910
FAVOK	462.820	1.007.373	1.610.939	2.242.687	2.816.381	3.185.125
<i>FAVOK Marjı</i>	28,7%	22,3%	23,4%	24,3%	24,9%	24,8%

Şirket'in mevcut faaliyetlerinden olan indirgenmiş nakit akımları analizine baz edilecek firmaya olan serbest nakit akımlarına ulaşmak için Şirket'in mali dönem içinde operasyonlarından elde ettiği nakitten söz konusu döneme ait vergi gideri, yine aynı döneme ait yatırım tutarları düşülmüş ve işletme sermayesi ihtiyacı/fazlasına bağlı olarak işletme sermayesi ihtiyacı +/- olarak dikkate alınmıştır. Vergi giderleri için her ne kadar Şirket'in sahip olduğu yatırım indirim kalemleri dikkate alınarak %10 asgari kurumlar vergisi kullanılması söz konusu ise de kurumlar vergisi mevzuatındaki değişkenlik dikkate alınarak değerlendirme tarihi itibarıyla yürürlükte bulunan Kurumlar Vergisi oranı olan %25 oranı, 17/01/2020 tarihinde Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 32. maddesine yapılan eklemeye halka arzdan itibaren beş hesap dönemi boyunca kurumlar vergisi oranı 2 puan indirimli olarak kullanılır ibaresi dikkate alınarak, 2030 yılına kadar %23 olarak alınmıştır. 2031 yılı için, teşvik dönemi sonu olduğu için yürürlükte olan %25 Kurumlar Vergisi kullanılmıştır.

Aşağıdaki tabloda projeksiyon dönemi süresince hesaplanan Firmaya Olan Serbest Nakit Akımları verilmektedir.

Tablo 69: İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu

İndirgenmiş Nakit Akım Analizi (bin TL)	20262H	2027	2028	2029	2030	2031	Baz Yıl
FAVÖK	462.820	1.007.373	1.610.939	2.242.687	2.816.381	3.185.125	3.277.995
Vergi (-)	92.177	204.391	342.569	487.714	619.038	765.054	803.306
Yatırımlar (-)	19.442	173.721	55.830	13.689	54.349	61.685	64.769
İşletme Sermayesindeki Değişim (+/-)	90.776	265.722	547.802	555.445	486.750	356.041	149.681
Firmaya Serbest Nakit Akımı	260.424	363.540	664.738	1.185.839	1.656.244	2.002.346	2.260.239
İskonto Faktörü	0,84	0,65	0,52	0,44	0,38	0,33	0,33
İndirgenmiş Nakit Akımları	218.548	235.481	348.676	524.707	627.711	655.835	6.910.736

Artık Değer (000'TL)	6.910.736
Net Bugünkü Değer (000'TL)	2.610.958
Toplam Firma Değeri@30.06.2026 – bin TL	9.521.694
Net Borç (-)	1.017.945
Ortaklara Borçlar (-)	1.929
Mevcut Faaliyetlerin Özsermaye Değeri (bin TL)	8.501.819

Serbest nakit akımları AOSM ile son bilanço tarihi olan 30.06.2026 tarihine indirgenerek Şirket'in nakit akımlarının bugünkü değeri (NBD) hesaplanmaktadır. Projeksiyon dönemi sonrası için ise Türkiye'nin uzun vadeli büyüme oranına paralel olarak %5 artık büyüme oranı ile serbest nakit akımları sonsuza kadar büyütülmekte ve bu şekilde hesaplanan Artık Değer, ilgili AOSM ile 30.06.2026 tarihine indirgenerek Artık Değerin bugünkü değeri hesaplanmaktadır. Her iki değerın toplanması ile de Şirket'in mevcut faaliyetlerinin 30.06.2026 tarihi itibarıyla Firma Değeri hesaplanmaktadır.

Söz konusu firma değerinden bilanço tarihindeki net borç ve ortaklara borçlar rakamı düşölerek Net Global'in mevcut faaliyetleri için özsermaye değeri **8.501.819.123 TL** olarak hesaplanmaktadır.

5.1.12. Yeni Yatırımın Değerlemesi- Vagon Yatırımı

Yatırımın Gerekçesi

Demiryolu taşımacılığı; ekonomik, güvenli ve çevre dostu bir ulaşım yöntemi olarak önemini artırmaktadır. Ayrıca; ağır sanayi, lojistik ve enerji sektörlerindeki büyüme, yük vagonlarına olan talebi artırmaktadır. Yük vagonlarına her geçen gün talebin artmasının diğer sebepleri de küresel ısınmanın engellenmesi, karayolu trafik sıkışıklıklarına çözüm olması ve son yıllarda Avrupa'da giderek yaygınlaşan tır şoförü eksikliğini ortadan kaldırmasıdır. IRU tarafından 2023 yılında Avrupa'da 233 bin kamyon şoförü pozisyonunun açık kaldığı bildirilmiştir. 1 TEU (Yirmi ayak eşdeğer birimi-twenty-foot equivalent unit) yani yaklaşık 3880 kg yük taşıyabilmek için 40 kamyon şoförü gerekirken sadece 1 tren makinisti ile gerekli taşıma yapılabilir. Demiryolu yük taşımacılığında Avrupa'da 2018 yılından 2030 yılına kadar %30'luk bir büyüme beklenmektedir.³⁸ Bu çerçevede Türkiye'de de 2035 yılına kadar TCDD, bağlı ortaklıkları ve Büyükşehir Belediyeleri tarafından yüksek miktarda raylı sistem aracı yatırımı planlanmıştır. 2020 yılında 46 firmaya ait 3.740 adet şahıs vagonu faaliyet gösterirken, 2023 Mayıs itibarıyla 3.856 adet şahıs vagonu faaliyet göstermektedir.

Demiryolu yük taşımacılığında Avrupa'da 2018 yılından 2030 yılına kadar %30'luk bir büyüme beklenmektedir.³⁹ Bu çerçevede Türkiye'de de 2035 yılına kadar TCDD, bağlı ortaklıkları ve Büyükşehir Belediyeleri tarafından yüksek miktarda raylı sistem aracı yatırımı planlanmıştır. 2020 yılında 46 firmaya ait 3.740 adet şahıs vagonu faaliyet gösterirken, 2023 Mayıs itibarıyla 3.856 adet şahıs vagonu faaliyet göstermektedir.

³⁸ https://uic.org/IMG/pdf/uic_uirr_report_2024-2.pdf

³⁹ https://www.railfreightforward.eu/sites/default/files/usercontent/white_paper-30by2030-150dpi6.pdf

2022 yılında T.C. Ulaştırma ve Altyapı Bakanlığı tarafından yayınlanan “2053 Ulaştırma ve Lojistik Ana Planı” hedefleri içinde yük taşımacılığına ilişkin hedefleri çerçevesinde

- Yük taşımacılığı payını %5,08’den %21,93’e çıkartılması,
- Yıllık yük taşımacılığı 55 milyon tondan 448 milyon tona ulaşması
- Sürdürülebilir, serbestleşen, ekonomik olarak karlı, teknoloji kullanımı yüksek demiryolu sektörü geliştirilmesi
- Sektördeki değişen mega trendlerle uyumlu ve sektör dinamiklerini esas alan demiryolu altyapısı oluşturulması
- Emniyetli, hızlı, verimli ve etkin bir demiryolu altyapısına sahip olunması
- Toplam enerji ihtiyacının %35’i yenilenebilir enerji kaynaklarından karşılanması

planlanmaktadır.

Bunlara ilaveten Türkiye’nin uluslararası demiryolu taşımacılığında önemli ölçüde yer alabileceği 2 proje olan Yeni İpekyolu Projesi ve Kalkınma Yolu Projesi de önemli fırsatlar içermektedir. Bu iki projeden Yeni İpekyolu Projesi ile Çin’den Avrupa’ya olan ulaşım süresinin 18 güne düşecek olması ticaret yolları açısından önemli bir avantaj oluşturması beklenmekte olup, Ulaştırma Bakanlığının tahminlerine göre mevcut 6,5 milyon ton yük taşıma hacminin Orta Koridor’un tamamlanması ile birlikte 20 milyon tona çıkması hedeflenmektedir. Orta Koridor hattı Çin’den başlayarak demir yolu ile en son Türkiye’den geçmekte ve Türkiye içinde Sivas’ta güney ve kuzey hatlarına bölünerek devam etmektedir. Bu hattın tamamlanması için sadece Türkiye’de demiryolu taşımacılığına yaklaşık 50 milyar ABD Doları tutarında bir yatırım yapılmasının hedeflendiği Ulaştırma Bakanlığı tarafından ifade edilmiştir.

Bu yeni açılımlar sonucu artacak demiryolu taşımacılığına yönelik vagon açığını karşılamak amacıyla Şirket, “NETRAİL” markası adı altında vagon fabrikası yatırımı planlamaktadır.

Yatırım Planı

Şirket, müşteri taleplerine uygun olarak Avrupa Birliği standartlarında, TSI sertifikalı, yeni teknolojiye sahip %100 yerli tasarım ve çok büyük yerlilik oranı ile çeşitli tiplerde yük vagonu ve alt komponentlerinin üretimi faaliyetlerini yürütmeyi planlamaktadır. Bu konuda müşteri şirketlerle görüşmeler yapılmakta olup, demiryolu üzerine uzmanlaşmış ve Avrupa’nın en büyük özel yük vagonlarını işleten uluslararası bir lojistik şirketi ile iş birliği içinde çalışmalar yürütülmektedir. Bu çerçevede yine bu konuda yetkin danışmanlar ile tasarım ve tip onayı konusunda çalışmalara başlanmıştır.

Bu amaçla, Şirket’e cazibe merkezi, lojistik merkezi ve kılçık ağ olan Sivas Nuri Demirağ OSB bölgesinde 200.000 m² arsa tahsisi yapılmış ve bu taşınmaz üzerinde 50.000 m² kapalı alanda vagon fabrikası inşaatına başlanmıştır. Vagon fabrikasının bulunduğu organize sanayi bölgesinin demiryolu hatları ile örülü olması ve fabrika içine kadar lokomotiflerin girebiliyor olması üretilen vagonların karayolu nakliyesi kullanılmadan doğrudan fabrikadan bir

lokomotif çekici vasıtasıyla müşteri teslim adresine sevk edilmesini sağlayarak büyük bir avantaj sunacaktır.

Üretilmesi Planlanan Vagonlar

Şirket, kurulmakta olan vagon fabrikasında boji kaynak robotları, robotlu kumlama tesisi, vagon boyama tesisi, kalite kontrol laboratuvarı ve çok sayıdaki CNC tezgâhtan oluşan modern teçhizatı ile yük vagonu ve sarnıç vagonu üretim sektöründe Türkiye'deki en donanımlı tesislerden biri olmayı hedeflemektedir.

Şirket, söz konusu fabrikada ilk aşamada “Sarnıç Vagon” üretmeyi planlamaktadır. TSI WAG, EN ve UIC standartlarının gereksinimlerini karşılayacak sarnıç vagonlar, ham petrol, sıvı gıda ve asfalt gibi gazlı ve tozlu kimyasal ürünlerin taşınması için tasarlanmakta olup, izolasyonlu tank gövdesi dıştan buhar ısıtmalı ekipmanlara sahip olacaktır.

Bu amaçla kullanılacak ekipmanlar belirlenmiş olup söz konusu ekipmanların 2026 yılı içinde kadar siparişlerinin verilmesi ve 2026 yılı sonuna kadar kurularak üretime başlanması planlanmaktadır. Üretilecek vagonlarla üretim onaylarının alınarak 2026 yılında üretime başlanması planlanmaktadır.

Yatırım Projeksiyonları:

Şirket'in yatırım planları çerçevesinde ilk beş yıl için yapılan projeksiyonda yıllık 300 adet üretim kapasitesi ile ilk yıl 50, ikinci yıl 150 ve üçüncü yılda tam kapasiteye geçmesi hedeflenmekte ve sonraki yıllarda kapasitenin artması ile 2030 yılında yılda 1000 adet sarnıç vagon üretilmesi hedeflenmektedir.

Vagon yatırımı, 2026 yılına kadar yatırım döneminde olacağı için negatif nakit akımı üretecek olup, 2027 yılından itibaren pozitif nakit üretmeye geçeceği öngörülmektedir. Şirket için yapılan özet projeksiyonlar aşağıda verilmektedir.

Tablo 70: Projeksiyon Özet

000*TL	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Vagon Gelirleri						
Kapasite	300	300	300	600	1200	1200
Üretim	50	150	300	600	1200	1200
Kapasite Kullanım Oranı	17%	50%	100%	100%	100%	100%
Vagon Gelirleri - TL	228.778	832.484	1.966.766	4.448.693	9.730.800	10.589.400
Değişken Giderler	151.909	570.241	1.367.211	3.076.275	6.863.433	7.618.411
Toplam İşçilik Giderleri	44.173	54.370	85.637	129.098	249.079	270.421
DİĞER GİDERLER	19.608	62.461	145.285	320.537	711.251	788.883
Toplam Sabit Giderler	63.781	116.831	230.921	449.636	960.330	1.059.304
Amortisman	11.344	13.316	24.225	36.095	46.308	57.442
TOPLAM Faaliyet Giderleri	227.034	700.388	1.622.357	3.562.006	7.870.071	8.735.157

000*TL	2026	2027	2028	2029	2030	2031
FVOK	1.744	132.097	344.409	886.687	1.860.729	1.854.243
<i>FVOK Marjı</i>	<i>0,76%</i>	<i>16%</i>	<i>18%</i>	<i>20%</i>	<i>19%</i>	<i>18%</i>
FAVOK	13.088	145.412	368.634	922.783	1.907.037	1.911.685
<i>FAVOK Marjı</i>	<i>6%</i>	<i>17%</i>	<i>19%</i>	<i>21%</i>	<i>20%</i>	<i>18%</i>

Yatırım Harcamaları

Değerleme tarihine kadar Vagon fabrikasına ilişkin yapılan inşaat yatırımları için 30.06.2026 tarihi itibarıyla bağımsız denetimden geçmiş finansal tablo verilerine göre endekslenmiş toplam yatırım harcama tutarı **977.688.415 TL**'dir.

Söz konusu vagon fabrikasının kurulumu ve sonrasında projeksiyon dönemi olan 2026 – 2030 yılları arasında toplam 10,6 milyon ABD Doları tutarında yatırım planlanmakta olup, bu yatırımın yaklaşık 2,2 milyon ABD Doları kadar tutarı ilk aşamada planlanan yıllık 300 adet vagon üretimine ilişkin makine ekipman yatırımdır. 2029 yılında kapasite iki katına ve 2030 yılına kadar 1000 adet vagon üretecek kapasiteye çıkarılması için yaklaşık 6,8 milyon ABD Doları tutarında bir yatırım daha planlanmaktadır. Aşağıdaki tabloda söz konusu yatırım harcama planları verilmektedir.

Tablo 71: Planlanan Yatırımlar

	Birim	Planlanan Yatırımlar					
		2026	2027	2028	2029	2030	2031
Vagon ve Boji Yatırımları	000*TL	228.195	19.716	194.510	211.651	204.253	222.687
Bina	000*TL	77.250	-	-	-	-	-
Tesis Makine	000*TL	118.191	-	170.838	185.893	204.253	222.687
Araştırma Geliştirme Yatırımı	000*TL	32.754	19.716	23.672	25.758	-	-

Vagon Yatırımının Nihai Değerlemeye Katkısı

Vagon Yatırımının Şirket'in nihai değerlemesine katkısının değerlendirilmesi kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları incelenmiş ve Vagon Yatırımının aşağıdaki maddeler kapsamında değerlendirilmesi uygun bulunmuştur.

Vagon Yatırımı için Şirket'e OSB'de yer tahsis edilmiş ve inşaat işleri başlamıştır. Şirket potansiyel alıcılar ile çeşitli görüşmeler yapmış, bu çerçevede yatırım planını oluşturmuş ve makine ekipman alımları için görüşmelere başlamıştır. Tip onaylarının alınması ile birlikte 2026 yılı sonunda üretime başlamayı hedeflemektedir.

Yukarıdaki verilere göre Şirket'in yapmakta olduğu Vagon Yatırımı henüz gelir getirmeye başlamamış olmakla birlikte Şirket için önemli bir sektörel açılım olarak değerlendirilmektedir. UDS 105 Değerleme Standartları ve Yöntemleri Madde 40.3 d bendine "değerleme konusu varlığın gelir yaratmaya henüz başlamaması, ancak başlamasının planlanmış olması" halinde gelir yaklaşımının uygulanabileceği ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilebileceği" belirtilmektedir. Bu madde çerçevesinde Söz konusu yatırımın değerlemeye katkısını öngörebilmek için Uluslararası Değerleme Standartları çerçevesinde Gelir Yaklaşımı ve Maliyet Yaklaşımı çerçevesinde değerlendirmeler yapılmıştır.

Gelir Yaklaşımı çerçevesinde Şirket tarafından temin edilen bilgiler, mümkün olduğu kadar bağımsız kaynaklar ile teyit edilmiş ve bu bilgiler çerçevesinde bir INA Analizi yapılmıştır. Söz konusu INA Analizinde, Şirket'in mevcut faaliyetleri için kullanılan benzer AOSM verileri kullanılmakla birlikte risk primi 600 baz puan olarak alınmış, sermaye yapısında ise Şirket'in mevcut sermaye yapısını bozmayacak şekilde %70 sermaye %30 borç şeklinde devam edeceği kabul edilmiştir. Bu kabuller sonucunda oluşan İndirgenmiş Nakit Akım Analizi çalışması aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 72: İndirgenmiş Nakit Akım Analizi

İndirgenmiş Nakit Akım Analizi (bin TL)	2026	2027	2028	2029	2030	2031
FAVÖK	13.088	145.412	368.634	922.783	1.907.037	1.911.685
Vergi Tutarı - Asgari Vergi (%10)	-	13.210	34.441	88.669	186.073	185.424
Yatırımlar (-)	228.195	19.716	194.510	211.651	204.253	264.735
İşletme Sermayesindeki Değişim (+/-)	-22.878	-60.371	-113.428	-248.193	-528.211	-85.860
Firmaya Serbest Nakit Akımı	-237.985	52.116	26.255	374.270	988.500	1.375.666
İskonto Faktörü	0,70	0,54	0,43	0,37	0,31	0,27
İndirgenmiş Nakit Akımı	-167.325	28.119	11.413	136.654	307.888	368.642

Artık Değer (000'TL)	3.446.344
Net Bugünkü Değer (000'TL)	685.391
Toplam Firma Değeri (000'TL)	4.131.735
Net Borç (-)	153.668
Özsermaye Değeri@31/12/2025 (000'TL)	3.978.067
Özsermaye Değeri @10/08/2026 (000'TL)	4.928.585

Serbest nakit akımları AOSM ile 31.12.2025 tarihine indirgenerek vagon yatırımının nakit akımlarının bugünkü değeri (NBD) hesaplanmaktadır. Projeksiyon dönemi sonrası için ise

Türkiye'nin uzun vadeli büyüme oranına paralel olarak %5 artırı büyüme oranı ile serbest nakit akımları sonsuza kadar büyütölmekte ve bu şekilde hesaplanan Artık Değer, ilgili AOSM ile 31.12.2025 tarihine indirgenerek Artık Değerin bugünkü değeri hesaplanmaktadır. Her iki değerin toplanması ile de Şirket'in 31.12.2025 tarihi itibarıyla Firma Değeri hesaplanmaktadır.

Vagon yatırımına ilişkin tahmini yatırım maliyetleri üzerinden sermaye yapısına bağlı olarak net borç hesaplanmış ve bu net borçluluk düzeltilmesi yapıldıktan sonra Vagon Faaliyetinin Özsermaye Değerine (Piyasa Değerine) ulaşılmıştır. Söz konusu Özsermaye Değeri ise ilgili AOSM oranı ile değerlendirme tarihi olan 10.08.2026 tarihine getirilmiş ve bu şekilde vagon yatırımı faaliyetleri için **4.928.584.526 TL** Özsermaye Değeri hesaplanmıştır.

Söz konusu özsermaye değerinin yukarıda detayları verilen kabullere bağlı olduğunu ve bahse konu kabullerde bir değişiklik olması halinde özsermaye değerinin de değişeceğini belirtmek isteriz.

Maliyet Yaklaşımı; UDS 105 Değerleme Yaklaşım ve Yöntemleri 60.1 maddesinde “*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.*” olarak tanımlanmaktadır.

Bu tanım çerçevesinde Şirket'in Vagon Yatırımının kısmen tamamlandığı dikkate alınarak Maliyet Yaklaşımı çerçevesinde bu yatırım için bugüne kadar yapılan harcamaların maliyet bedelini oluşturduğu ve henüz üretime başlanmamış olması nedeniyle yıpranma paylarının gözardı edilebileceği kabulü ile Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarında yer alan vagon yatırımına ilişkin yapılan harcamaların enflasyon düzeltilmesi dahil edilmiş toplam **977.688.415 TL** tutarındaki yatırım bedelinin, maliyet yaklaşımı çerçevesinde **Maliyet Bedeli** olarak dikkate alınmıştır.

Her iki yaklaşım ile ortaya çıkan değerler güçlü ve zayıf yönleri ile birlikte değerlendirilmiş ve söz konusu vagon üretim faaliyetinin fiyat tespit raporu tarihi itibarıyla henüz üretime geçmemiş olması, yatırımın devam etmekte olması gibi faktörler dikkate alınarak ihtiyatlılık prensibi gereği Maliyet Yaklaşımının benimsenmesi ve Net Global'in nihai değerlemesinde Vagon Yatırımının, Maliyet Yaklaşımı ile tespit edilen **977.688.415 TL** ile değerlemeye dahil edilmesi uygun görülmüştür.

5.1.13. Net Global İndirgenmiş Nakit Analizi Nihai Değer

Net Global'in nihai özsermaye değeri mevcut faaliyetlerinin dışında bir sanayi şirketi olarak yapmış olduğu yatırımları da içermelidir. Bu noktadan hareket ile Şirket'in mevcut faaliyetleri içinde yer almayan ancak nakit üretecek varlıkları olan Satış Amaçlı Duran Varlıkları ve yine mevcut faaliyetleri içinde yer almayan ancak Şirket'in önümüzdeki dönemde yeni bir yatırım alanı olarak faaliyet geçecek olan Vagon Yatırım'ına ilişkin Maliyet Yaklaşımı çerçevesinde belirlenen yatırım değerleri eklenerek Şirket'in Özsermaye Değerine (Piyasa Değerine) ulaşılmıştır. Söz konusu Özsermaye Değeri ise ilgili AOSM oranı ile değerlendirme tarihi olan 10.08.2026 tarihine getirilmiş ve bu şekilde Net Global için **10.009.697.700 TL** Özsermaye Değeri hesaplanmıştır.

Tablo 73: Özsermaye Değeri – bin TL

Mevcut Faaliyetlerin Özsermaye Değeri	8.501.819
Satış Amaçlı Villalar (+)	146.720
Vagon Fabrika Yatırım Maliyet Bedeli (+)	977.688
Piyasa Değeri@30.06.2026	9.626.228
Piyasa Değeri@10/08/2026	10.009.698

5.1.14. Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizi yönetiminde şirket değeri borsalarda işlem gören benzer şirketlerin güncel piyasa değerleri ve kamuya açıkladıkları mali tablolarındaki bulunan verilerle hesaplanan değerlendirme oranlarının mukayese edilmesi esasına dayanır. Piyasa çarpanları analizinin avantajları, nesnel bir yaklaşımla kolayca uygulanabilir olması olup dezavantajları ise şirketin geleceğe yönelik büyüme beklentileri ile risk faktörlerinin tam olarak fiyata yansıtılmamış olabileceği, değerlemeye konu olan benzer şirketlerin her zaman borsalarda işlem görmemesi ve/veya belirli dönemde mali tablo verilerinin kamuya açıklanmış olmasıdır. Öte yandan, bu yöntemde mukayese edilen şirketlerin güncel piyasa değerleri baz alındığından piyasalarda oluşabilecek oynaklıklara bağlı analizi sonucu değişmektedir.

Değerleme çarpanlarının seçiminde ağırlıklı olarak şirketin operasyonel faaliyetlerini ön plana çıkaran FD/FAVÖK ve F/K gibi çarpanlar analistler tarafından tercih edilmektedir. Ancak özellikle farklı alanlarda yatırım yapan sanayi şirketlerinin fiyatlamasında şirketin mevcut faaliyetleri dışındaki yatırımlarının ve gayrimenkullerinin de değerini içeren PD/DD gibi çarpanlar da sıklıkla kullanılmaktadır.

Bu çerçevede Net Global'in değerlemesinde Şirket'in yatırım döneminde olduğu değerlendirilerek ve ağırlıklı olarak düşük kar marjlı perakende firmalarının değerlendirilmesinde kullanılan FD/Satışlar çarpanı dışarıda bırakılmış ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD) çarpanları kullanılarak değerlendirme çalışması yapılmıştır. Her ne kadar Fiyat/Kazanç çarpanı da Şirket'in faaliyetlerine ilişkin bir gösterge olsa da gerek

enflasyon muhasebesi nedeniyle gerekse de örneklem setinde yer alan şirketler arasında net kar açıklayan şirketlerin azlığı nedeniyle, Fiyat/Kazanç çalışması, çarpan değerlemesinde dikkate alınmamıştır.

Bu noktada Net Global'in mevcut faaliyetleri ağırlıklı olarak altyapı borusu üretimi ve satışı olmakla birlikte önümüzdeki dönemde yatırımı tamamlanarak üretime başlayacağı vagon üretiminden oluşan değer ve Şirket'in inşaat faaliyeti kapsamında 2025 yılında inşaatını tamamlayarak satışa sunduğu villaların değerleri, PD/DD çarpanı kapsamında özkaynaklara yansıyan değerleri ile kapsanmakta ancak sadece mevcut faaliyetlerden gelen nakdi dikkate alan FD/FAVOK çarpanlarında kapsanmamaktadır. Bu nedenle nihai değere ulaşırken FD/FAVOK çarpanı ile hesaplanan değer bir düzeltmeye tabii tutulmuş ve Şirket'in 30.06.2026 tarihi itibarıyla mali tablolarında yer alan Satış Amaçlı Tutulan Villaların ve Vagon Üretimine ilişkin olarak yapılan yatırımların bilanço değerleri, değerlendirilerek FD/FAVOK çarpanı kullanılarak hesaplanan özsermaye değerine eklenmiştir.

Bu şekilde hesaplanan FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanlarından gelen özsermaye değerine eşit ağırlık verilmiştir. Değerleme çarpanı ile ilgili tanımlar aşağıda sunulmuştur.

$$\text{Firma Değeri} = \text{Piyasa Değeri} + \text{Net Borç Pozisyonu} + \text{Ortaklara Borçlar}$$

$$\text{Piyasa Değeri} = \text{Pay Fiyatı} \times \text{Şirketin Sermayesindeki Pay Sayısı}$$

$$\text{Net Borç} = \text{Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar} - \text{Nakit ve Nakit Benzerleri}$$

FAVÖK = Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar

Defter Değeri = Ana Ortaklığa Ait Özkaynakları

Benzer şirketlerin seçimi sırasında hem bulunduğu piyasa şartlarını içermesi hem de benzer mali yapılara sahip olması nedeniyle aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin dikkate alınması esastır. Ancak birebir benzerliklerin oluşmadığı durumlarda aynı sektörde benzer faaliyet alanlarına sahip olan şirketler de seçilebilmektedir. Bu durumda, oluşabilecek olan önyargılı çarpanları hesaplama haricinde tutabilmek için mümkün olduğu kadar geniş bir örneklem bazı olması tercih edilmektedir.

Net Global'in içinde bulunduğu sektöre ilişkin benzer şirket seçiminde geniş bir örnekleme ulaşmak amacıyla hem yurt içinde faaliyet gösteren ve benzer yapıya sahip olduğu düşünülen şirketler hem de yurt dışında benzer faaliyetlerde bulunan şirketlerin dahil edildiği geniş bir örneklem oluşturmaya çalışılmıştır.

Piyasa Çarpan Analizinde Kullanılan Şirket Mali Verileri

Şirket'in en son açıklanan 30/06/2026 tarihi itibarıyla finansal tabloları baz alınarak son 12 aylık gelir tablosu kalemleri ve 30/06/2026 itibarıyla bilanço kalemleri değerlemeye konu edilmiştir. Aşağıda bağımsız denetim raporunda yer aldığı şekli ile söz konusu mali tablo kalemleri sunulmaktadır.

Tablo 74: Şirket'in Finansal Verileri

Kullanılan Finansal Tablo Kalemleri- TL	30.06.2026 Yıllıklandırılmış
Net Satışlar	2.294.554.595
Düzeltilmiş FAVÖK	579.379.115
Net Finansal Borç	1.017.945.017
Özkaynaklar	3.612.065.605
Ortaklara Borçlar	1.929.392
Vagon Yatırımı Maliyet Bedeli	977.688.415
Satış Amaçlı Duran Varlıklar	146.720.000

FAVÖK hesaplamasında Şirket'in brüt karından, faaliyet giderleri çıkartılmış, bunun üzerine nakit çıkışı gerektirmeyen kıdem tazminatı ve izin karşılık giderleri eklenerek Düzeltilmiş FAVÖK kalemine ulaşılmıştır. Bu şekilde hesaplanan 30.06.2026 tarihi itibarıyla sona eren döneme ait FAVÖK rakamına 31.12.2025 tarihinde sona eren döneme göre hesaplanan FAVÖK eklenmiş, 30.06.2025 tarihinde sona eren döneme ait FAVÖK rakamları çıkartılarak son 12 aylık FAVÖK hesaplanmıştır. Bu hesaplama içinde esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider kalemleri dahil edilmemiştir. Aşağıdaki tabloda 30.06.2026 tarihi itibarıyla FAVÖK hesaplaması detayları verilmektedir.

Tablo 75: Faiz Vergi Öncesi Kar (FAVÖK)

TL	31.12.2025	30.06.2025	30.06.2026	Yıllıklandırılmış 2026/6
Net Satışlar	2.155.144.290	890.499.644	1.029.909.949	2.294.554.595
Brüt Kar (+)	618.747.436	259.947.166	234.059.984	592.860.254
Genel Yönetim Giderleri (-)	60.976.733	39.819.256	30.528.995	51.686.472
Pazarlama Giderleri (-)	66.505.218	6.632.641	12.625.531	72.498.108
Amortisman (+)	106.786.677	53.030.856	48.025.501	101.781.322
Kıdem Tazminatı + İzin Karşılığı (+)	9.752.847	8.775.903	7.945.175	8.922.119
FAVÖK	607.805.009	275.302.028	246.876.134	579.379.115

Aşağıdaki tabloda 30.06.2026 tarihi itibarıyla Net Borç hesaplaması verilmektedir.

Tablo 76: Net Borçluluk

Net Borçluluk TL	30.06.2026
Kısa vadeli finansal borçlar	968.189.059
Uzun vadeli finansal borçlar	55.296.415
Toplam Finansal Borçlar	1.023.485.474
Nakit ve Nakit Benzerleri ve Finansal Yatırımlar (-)	5.540.457
Net Finansal Borç	1.017.945.017

5.1.15. Yurt İçi Benzer Şirketler Analizi

Temel faaliyet alanı plastik, PVC, PE, PP, PS, PE1 mamul temiz ve atık su boruları ile fitting malzemelerinin imalatı, ticareti, pazarlaması, ithalatı ve ihracatı olan Net Global'in ana faaliyet konusu olan boru ve hammadde faaliyetlerinin toplam satışlarının %95'ini oluşturması nedeniyle, benzer şirketlerin seçiminde BİST Plastik, Kimya Endeksinde yer alan şirketler değerlendirmeye alınmıştır. Bu şirketlerden ilaç ve boya sektöründe yer alan şirketler ile alt pazarda yer alan şirketler dışarıda bırakılarak oluşturulan seçilmiş şirketlerin 10/08/2026 tarihi itibarıyla mevcut piyasa değerleri üzerinden son on iki aylık finansal dönem sonu mali tablolarındaki değerlere göre hesaplanan PD/DD ve FD/FAVÖK çarpanları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Değerleme kapsamında kullanılan çarpan değerleri için örneklem setinde yer alan şirketlerin değerleme tarihi olan 10/08/2026 tarihli değerleri dikkate alınmıştır.

Tablo 77: Seçilmiş BIST Plastik, Kimya (XKMYA) Endeksi Şirketleri

Kod	Şirket	Pazar	PD/DD	FD/FAVÖK
ACSEL:IS	Acıselsan Acipayam Selüloz	Ana Pazar	1,98	14,25
ALKIM:IS	Alkim Kimya	Ana Pazar	1,04	17,29
PETKM:IS	Petkim	Yıldız	0,63	-63,81
BAGFS:IS	Bagfaş	Ana Pazar	0,40	10,28
BAHKM:IS	Bahadır Kimya	Ana Pazar	4,77	a.d
BRKSN:IS	Berkosan Yalıtım ve Tecrit	Ana Pazar	0,88	4,35
DNISI:IS	Dinamik Isı Makina	Ana Pazar	1,48	26,34
EGGUB:IS	Ege Gübre	Ana Pazar	1,00	5,38
EGPRO:IS	Ege Profil	Ana Pazar	1,83	5,24
EPLAS:IS	Egeplast	Ana Pazar	0,31	38,21
EUREN:IS	Europen Endüstri İnşaat	Yıldız	0,68	9,95
GEDZA:IS	Gediz Ambalaj	Ana Pazar	1,09	3,22
GUBRF:IS	Gübre Fabrikaları	Yıldız	4,17	10,34
HEKTS:IS	Hektaş	Yıldız	1,61	n.a
ISKPL:IS	Işık Plastik	Ana Pazar	3,39	18,58
KBORU:IS	Kuzey Boru	Ana Pazar	2,51	19,01
KMPUR:IS	Kimteks Poliüretan	Yıldız	2,94	8,94
KOPOL:IS	Koza Polyester Sanayi	Yıldız	1,25	12,39
MERCN:IS	Mercan Kimya Sanayi Ve Ticaret	Ana Pazar	1,46	9,15
POLTK:IS	Politeknik Metal	Yıldız	-50,28	170,00
SANFM:IS	Sanifoam Endüstri	Ana Pazar	5,42	23,29
TARKM:IS	Tarkim Bitki Koruma	Yıldız	2,94	25,71
TMPOL:IS	Temapol Polimer Plastik	Ana Pazar	7,77	40,55
		Ortalama	4,34	25,54
		Medyan	1,55	12,39

Söz konusu çarpan değerlerinin standart sapması alınarak 1x standart sapma üzerinde ve altında olan değerler anlamlı olmayan, uç değerler olarak elimine edilmiş ve kalan örneklem setinin medyan değeri dikkate alınmıştır. Bu şekilde PD/DD değerlerinde 14,30x ve FD/FAVÖK çarpanlarında da 60,86x üzerindeki çarpanlar uç değer olarak medyan hesaplamasına dahil edilmemiştir. Bu şekilde hesaplanan medyan değerler, yaptığımız değerleme hesaplamasında dikkate alınmıştır.

Kullanılan çarpan yöntemleri kapsamında, FD/FAVÖK çarpanı ile hesaplanan firma değerinden net borç ve ortaklara borçlar düşülmüş ve mevcut faaliyetlere ilişkin özsermaye değerine ulaşılmıştır. Bu değer üzerine Net Global'in yapmakta olduğu Vagon Üretimine ilişkin olarak yapılan yatırımların ve satış amaçlı duran varlıkların bilanço değerleri, değerlendirme tarihine getirilerek eklenmiş ve FD/FAVÖK çarpanı kullanılarak **7.282.183.254 TL** Özsermaye Değerine ulaşılmaktadır.

Tablo 78: FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değeri

FD/FAVÖK Çarpanına Göre		TL
	FD/FAVÖK çarpanı	12,39
	FAVÖK	579.379.115
Firma Değeri		7.177.649.248
	Net Borç (-)	1.017.945.017
	Ortaklara Borçlar (-)	1.929.392
Mevcut Faaliyetlerin Özsermaye Değeri		6.157.774.839
	Satış Amaçlı Duran Varlıklar (+)	146.720.000
	Vagon Fabrikası Yatırım Maliyeti (+)	977.688.415
Net Global Özsermaye Değeri		7.282.183.254

PD/DD çarpanı kapsamında hesaplanan özsermaye değeri, Net Global'in sadece mevcut faaliyetlerini değil, diğer yatırımlarını da özkaynaklara yansıyan değerleri ile kapsamakta olduğu için PD/DD çarpanı ile hesaplanan özsermaye değerine ek bir düzeltme yapılmamış ve PD/DD çarpanı kullanılarak Şirket için **5.580.993.530 TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Tablo 79: PD/DD Çarpanına Göre Özsermaye Değeri

PD/DD Çarpanına Göre		TL
	PD/DD Çarpanı	1,55
	Özkaynaklar	3.612.065.605
Net Global Özsermaye Değeri		5.580.993.530

Her iki çarpan analizi sonucu ulaşılan özsermaye değerleri eşit ağırlık verilerek Net Global için Pazar Yaklaşımı çerçevesinde Yurt İçi Çarpan Analizi kapsamında **6.431.588.392 TL** Özsermaye Değerine ulaşılmıştır.

Tablo 80: Yurt İçi Çarpan Analizi Özsermaye Değeri

		S12A
TL	Ağırlık	Özsermaye Değeri
FD/FAVÖK	%50	7.282.183.254
PD/DD	%50	5.580.993.530
Özsermaye Değeri		6.431.588.392

5.1.16. Yurt Dışı Benzer Şirket Analizi

Yurt dışı benzer şirket analizi için yurt dışında hem gelişmekte olan ülkelerdeki hem de gelişmiş ülkelerde plastik boru üretiminde bulunan ve su altyapısına ilişkin çözümlere üreten şirketler

dikkate alınmıştır. Aşağıdaki tabloda uluslararası piyasalarda işlem gören seçilmiş şirketler sunulmaktadır.

Tablo 81: Yurt Dışı Benzer Şirketlerin Faaliyet Konuları

Şirket	Ülke	Faaliyet Konusu
WESTLAKE CORP	ABD	Westlake Corporation, temel malzemeler ile konut ve altyapı ürünleri üretmektedir. Temel malzemeler alanında, polietilen, stiren monomer, etilen yan ürünleri, polivinil klorür (PVC), vinil klorür monomeri, etilen diklorür klor-alkali, klorlu türev ürünler ve epoksi reçine ürünleri ile konut ve altyapı ürünleri alanında, çeşitli su, kanalizasyon, elektrik ve endüstriyel uygulamalar için PVC borular ve bağlantı parçaları ile çeşitli konut, medikal ve otomobil ürünlerinde kullanılan PVC bileşikleri üretmektedir.
ZHEJIANG WEIXING NEW BUILDING MATERIALS CO LTD (A)	Çin	Zhejiang Weixing New Building Materials Co., Ltd., Çin'de plastik boru üretimi ve satışı yapmaktadır. Şirketin ürünleri arasında su temini uygulamaları için PPR, PE, polipropilen-random-kopolimer, PE-XB, F-PPR ve PP-R/AL borular, kanalizasyon uygulamaları için PE oluklu, PVC-U ve PE borular, ısıtma uygulamaları için PB-R, PE-RT II, PE-RT I, PB ve PB-XB borular yer almaktadır. Ayrıca HDPE aynı kat drenaj sistemi, yerden radyant ısıtma sistemi, konforlu sıcak su sirkülasyon sistemi, SPM konforlu drenaj sistemi ve merkezi hidrolik denge sistemi çözümleri sunmaktadır.
UPONOR OYJ	Finlandiya	Uponor Oyj, içme suyu ve radyant ısıtma ve soğutma sistemleri sağlayıcısıdır. Şirket, sıhhi tesisat çözümleri, iç mekan iklimlendirme çözümleri ve kanalizasyon suyu sistemleri ve atık su arıtma sistemleri gibi altyapı çözümleri sunmaktadır. Şirket, konut, ticari, endüstriyel ve inşaat mühendisliği sektörleri gibi yapı pazarlarına hizmet vermektedir.
TERAPLAST SA	Romanya	Teraplast S.A., iştirakleri ile birlikte Romanya'da ve uluslararası alanda inşaat malzemeleri ve PVC bileşikleri üretmekte ve satmaktadır. Ayrıca, şirket polipropilen ve polietilen borular üretmektedir.
CHINA LESSO GROUP HOLDINGS LTD	Hong Kong	Bir yatırım holding şirketi olan China Lesso Group Holdings Limited, Çin'de ve uluslararası alanda boru ve yapı malzemeleri üretmekte ve satmaktadır.
APOLLO PIPES LTD	Hindistan	Apollo Pipes Ltd, sivil altyapı, endüstriyel, tarım, bina ve inşaat amaçlı kullanılan boru ve ilgili ürünlerin imalatı ile uğraşmaktadır. PVC borular ve ek parçaları, HDPE borular ve diğer ilgili ürünler üretmektedir.
PRINCE PIPES AND FITTINGS LTD	Hindistan	Prince Pipes and Fittings Limited, Hindistan'da polimer boru ve bağlantı parçaları üretmektedir.
ASTRAL LTD	Hindistan	Astral Limited, yan kuruluşlarıyla birlikte Hindistan'da ve uluslararası alanda borular, su depoları, yapııştırıcılar ve sızdırmazlık malzemeleri üretmekte ve pazarlamaktadır. Şirket, poli vinil klorür (CPVC) ve sıhhi tesisat sistemlerinin yanı sıra yeraltı sistemleri için ASTRAL Foamcore borular, yeraltı drenaj sistemleri ve D-Rex çift cidarlı oluklu borular, Aquarius Plus uPVC endüstriyel boru sistemleri, Aquasafe tarım basınçlı boruları ve GeoRex'in tarım için delikli yüzey altı drenajı ve yüksek yoğunluklu polietilen borular üretmektedir.
FINOLEX INDUSTRIES LTD	Hindistan	Finolex Industries Limited, Hindistan'da polivinil klorür (PVC) boru ve bağlantı parçaları ve PVC reçineleri üretmektedir. PVC reçine ve PVC boru ve ek parçaları olmak üzere iki alanda faaliyet göstermektedir. Bunlar, tarım basınçlı boruları ve bağlantı parçaları, kolon boruları, ASTM sıhhi tesisat boruları ve ek parçaları, klorlu PVC borular ve bağlantı parçaları, SWR boru ve bağlantı parçaları ile kanalizasyon borularından oluşmaktadır.
SHANDONG DONGHONG PIPE INDUSTRY CO LTD (A)	Çin	Shandong Donghong Pipe Industry Co., Ltd., Çin'deki boru hattı sistemlerinin araştırılması, geliştirilmesi, üretimi ve servisi ile uğraşmaktadır. SRTP boru sistemleri, polietilen borular, PVC borular, yalıtım borusu ve korozyon önleyici metal boruların yanı sıra boru bağlantıları üretmektedir.
SUPREME INDUSTRIES LTD	Hindistan	Supreme Industries Ltd plastik ürünler üretmektedir. uPVC borular, enjeksiyon kalıplı ve el yapımı bağlantı parçaları sunmaktadır.
ADVANCED DRAINAGE SYSTEMS INC	ABD	Advanced Drain Systems, Inc., Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Meksika ve uluslararası alanda inşaat ve tarım pazarlarında kullanılmak üzere termoplastik oluklu borular ve ilgili su yönetimi ürünleri ve drenaj çözümleri tasarlar, üretip pazarlamaktadır. Tek, çift ve üçlü cidarlı oluklu polipropilen ve polietilen borular üretmektedir.
DAIOS PLASTICS SA	Yunanistan	Şirket tarımsal amaçlı plastik kaplama ve polietilen boru imalatı ve tedariki faaliyeti ile uğraşmaktadır.
CHINA GENERAL PLASTICS CORP	Tayvan	China General Plastics Corporation, Asya, Amerika Birleşik Devletleri, Okyanusya, Avrupa, Orta Doğu ve Afrika'da petrokimya ürünleri üretmekte ve pazarlamaktadır. VCM ürünleri ve PVC ürünleri alanlarında faaliyet göstermektedir. Şirket, çeşitli uygulamalarda kullanılmak üzere PVC reçineler sunmakta, yumuşak ve sert tip bileşiklerden oluşan PVC bileşik ürünler ile PVC borular ve bağlantı parçaları üretmektedir.

Şirket	Ülke	Faaliyet Konusu
NAN YA PLASTICS CORP	Tayvan	Nan Ya Plastics Corporation, Tayvan, Çin ve Hong Kong, Amerika Birleşik Devletleri ve uluslararası alanda plastik ürünler, polyester elyaflar, petrokimya ürünleri ve elektronik malzemelerin üretimi ve satışı ile uğraşmaktadır. Şirket, plastik paletler, PVC streç filmler, PE streç filmler, CPP filmler, BOPP filmler, mühendislik ve PVC bileşikler, borular ve bağlantı parçaları, sert levhalar, PVC levhalar ve PVC sert levhalar üretmektedir.
OCEAN PLASTICS CO LTD	Tayvan	Ocean Plastics Co., Ltd., Tayvan, Hindistan, Amerika Birleşik Devletleri, Çin, Japonya ve uluslararası alanda plastik endüstrisi için plastik hammaddeler, ürünler ve arazi malzemeler üretir ve satar. Şirket, PVC boru, su besleme, drenaj ve kanalizasyon malzemelerini içeren PVC inşaat malzemeleri sunmakta, sert levha ve borularda, yalıtım malzemelerinde, vinil bantlarda, PVC levhalarda kullanım için PVC reçineler üretmektedir.
GENUIT GROUP PLC	Birleşik Krallık	Genuit Group plc, Birleşik Krallık, Avrupa ve uluslararası alanda inşaat endüstrisine yönelik su, iklim ve havalandırma yönetimi çözümleri geliştirip üreten bir şirkettir. Üç ana segmentte faaliyet göstermektedir: İklim Yönetimi Çözümleri, Su Yönetimi Çözümleri ve Sürdürülebilir Bina Çözümleri. Şirket, plastik boru ve bağlantı elemanları, yerden ısıtma çözümleri, hava kaynaklı ısı pompaları, manyetik filtreler, su test ve arıtma ürünleri, MVHR sistemleri (taze hava ve egzoz havalandırmasını birleştiren sistemler), MRXBOX hibrit soğutma sistemleri ve daha fazlasını sunmaktadır. Ayrıca, karbon emilimini azaltan çatı çözümleri, yüzey suyu taşıma için drenaj çözümleri, biyosolar sistemler ve Polysync gibi ürünler de sunmaktadır. Şirket, 1980 yılında kuruldu ve merkezi Leeds, Birleşik Krallık'ta bulunmaktadır. 2021 yılında Polypipe Group plc adını Genuit Group plc olarak değiştirmiştir.

Tablo 82: Yurt Dışı Benzer Şirket Analizi

Şirket	Ülke	PD/DD	FD/FAVÖK
WESTLAKE CORP	ABD	1,16	12,29
ZHEJIANG WEIXING NEW BUILDING MATERIALS CO LTD	Çin	2,92	10,83
UPONOR OYJ	Finlandiya	4,35	12,60
TERAPLAST SA	Romanya	3,28	12,43
CHINA LESSO GROUP HOLDINGS LTD	Hong Kong	-0,46	4,68
APOLLO PIPES LTD	Hindistan	2,73	17,80
PRINCE PIPES AND FITTINGS LTD	Hindistan	1,89	7,15
ASTRAL LTD	Hindistan	9,54	26,64
FINOLEX INDUSTRIES LTD	Hindistan	1,61	5,53
SHANDONG DONGHONG PIPE INDUSTRY CO LTD (A)	Çin	1,17	14,92
SUPREME INDUSTRIES LTD	Hindistan	-8,96	25,80
ADVANCED DRAINAGE SYSTEMS INC	ABD	5,69	13,23
DAIOS PLASTICS SA	Yunanistan	1,58	8,37
CHINA GENERAL PLASTICS CORP	Tayvan	0,89	-
NAN YA PLASTICS CORP	Tayvan	3,82	-52,78
OCEAN PLASTICS CO LTD	Tayvan	1,26	-74,86
GENUIT GROUP PLC	Birleşik Krallık	1,16	7,98
Ortalama		3,08	19,24
Medyan		1,75	12,36

Bu şirketler arasında uç değerleri elimine etmek için örneklem setinin standart sapması hesaplanmış ve bu standart sapmaya göre üst sınırdan PD/DD çarpanları arasında 5,71x çarpan değeri üzeri ve 0,46x çarpan değeri altı, FD/FAVÖK hesaplamasında da benzer şekilde 37,57x

çarpan değeri üzerindeki değerler hesaplamaya dahil edilmemiştir. Bu şekilde hesaplanan değerlerden medyan değer kullanılmıştır.

Kullanılan çarpan yöntemleri kapsamında, FD/FAVÖK çarpanı ile hesaplanan firma değerinden net borç ve ortaklara borçlar düşülmüş ve mevcut faaliyetlere ilişkin özsermaye değerine ulaşılmıştır. Bu değer üzerine Net Global'in yapmakta olduğu Vagon Üretimine ilişkin olarak yapılan yatırımların bilanço değerleri ile satış amaçlı duran villaların bilanço değerleri eklenmiş ve FD/FAVOK çarpanı kullanılarak **7.265.938.540 TL** Özsermaye Değerine ulaşılmıştır.

Tablo 83: Yurt Dışı Çarpan Analizi

Yurt Dışı Çarpan Analizi		TL
FD/FAVOK Çarpanına Göre		
	FD/FAVOK çarpanı	12,36
	FAVOK	579.379.115
Firma Değeri		7.161.404.534
	Net Borç (-)	1.017.945.017
	Ortaklara Borçlar (-)	1.929.392
Mevcut Faaliyetlerin Özsermaye Değeri		6.141.530.125
	Satış Amaçlı Duran Varlıklar** (+)	146.720.000
	Vagon Fabrikası Yatırım Maliyeti** (+)	977.688.415
Net Global Özsermaye Değeri		7.265.938.540

PD/DD çarpanı kapsamında hesaplanan özsermaye değeri, Net Global'in sadece mevcut faaliyetlerini değil, diğer yatırımlarını da özkaynaklara yansıyan değerleri ile kapsamakta olduğu için PD/DD çarpanı ile hesaplanan özsermaye değerine ek bir düzeltme yapılmamış ve PD/DD çarpanı kullanılarak Şirket için **6.323.234.061 TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Tablo 84: PD/DD Çarpanına Göre Özsermaye Değeri

PD/DD Çarpanına Göre		TL
	PD/DD Çarpanı	1,75
	Özkaynaklar	3.612.065.605
Net Global Özsermaye Değeri		6.323.234.061

Her iki çarpan analizi sonucu ulaşılan özsermaye değerleri eşit ağırlık verilerek Net Global için Pazar Yaklaşımı çerçevesinde Yurt Dışı Çarpan Analizi kapsamında **6.794.586.300 TL** Özsermaye Değerine ulaşılmıştır.

Tablo 85: Yurt Dışı Çarpan Analizine Göre Özsermaye Değeri

TL	Ağırlık	Özsermaye Değeri
FD/FAVÖK	%50	7.265.938.540
PD/DD	%50	6.323.234.061
Özsermaye Değeri		6.794.586.300

5.1.17. Nihai Piyasa Çarpan Analizi Değeri

Yurt içi ve yurt dışı seçilmiş benzer şirketler analizi sonucu hesaplanan değerler eşit ağırlık verilerek değerlendirilmiş ve Net Global için **6.613.087.346 TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Tablo 86: Piyasa Çarpan Analizi Sonuçları

TL	Ağırlık	Özsermaye Değeri
Yurt İçi Çarpan Analizine Göre	50%	6.431.588.392
Yurt Dışı Çarpan Analizine Göre	50%	6.794.586.300
Net Global Nihai Özsermaye Değeri		6.613.087.346

6. SONUÇ

Nihai Değerleme kapsamında Şirket'in mevcut faaliyetleri ve yapmakta olduğu vagon üretim yatırımlarına ilişkin faaliyetleri ayrı ayrı değerlendirilerek Gelir Yaklaşımı kapsamında kullanılan İndirgenmiş Nakit Akım Analizinde ve Pazar Yaklaşımı kapsamında kullanılan Piyasa Çarpanları yönteminde dikkate alınmıştır.

Bu yaklaşımlar sonucu Net Global için değerleme tarihi itibarıyla INA Analizi Yöntemi ile **10.009.697.700 TL** ve Pazar yaklaşımı çerçevesinde Benzer Şirket Çarpanlarının kullanılması ile **6.613.087.346 TL** Özsermaye Değerine ulaşılmaktadır. Bu yaklaşımlar sonucu INA Analizi Yöntemi ile hesaplanana değer Pazar Yaklaşımı çerçevesinde Benzer Şirket Çarpanlarına göre hesaplanan değer 1,5 kat üzerinde olduğu görülmektedir. UDS 105 10.6 maddesine göre *"Farklı yaklaşım veya yöntemler uygulanıp birbirinden oldukça uzak sonuçların elde edilmesi halinde, bunların basitçe ağırlıklandırılması genel olarak uygun bulunmadığından, değerlemeyi gerçekleştirenin belirlenen değerlerin neden bu kadar farklı olduğunun anlaşılabilmesine yönelik birtakım prosedürler yürütmesi gerekli görülmektedir."* Bu kapsamda UDS 105 10.3 maddesinde belirtildiği şekilde kılavuz hükümleri incelenmiş ve (b) bendinde belirtildiği gibi *"olası değerleme yaklaşımlarının ve yöntemlerinin güçlü ve zayıf yönleri"* incelenmiştir. Bu analiz sonucunda İndirgenmiş Nakit Akım Analizi yöntemi kullanılarak hesaplanan değer, Şirket'in önümüzdeki projeksiyon döneminde planlamakta olduğu mevcut kapasitesinin yaklaşık 1,6 kat artırılarak 95.470 ton seviyesine çıkarılması ile oluşacak üretim artışları ile birlikte yeni ürün ve yeni ihracat pazarları kapsamındaki büyüme hedeflerini içermekte olduğu görülmüştür. Buna karşılık Pazar Yaklaşımı kapsamında kullanılan Piyasa Çarpan Analizi yöntemine göre hesaplanan değer, Şirket'in mevcut kapasitesini dikkate almakta ve önümüzdeki döneme ilişkin yatırım planlarını gözardı etmektedir.

Her iki yöntemin yukarıda belirtilen avantaj ve dezavantajları değerlendirilmiş ve ihtiyatlılık prensibi çerçevesinde Gelir Yaklaşımı kapsamında kullanılan INA Analizine %40 ve Pazar Yaklaşımı kapsamında kullanılan Piyasa Çarpan Analizi yöntemine %60 ağırlık verilerek, Net

Global Endüstriyel Yatırımlar A.Ş.’nin halka arz iskontosu öncesi nihai özsermaye değeri **7.971.731.488 TL** olarak hesaplanmıştır. Son dönemde genel kabul görmüş %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak Şirket için Halka Arz İskontosu Sonrası **6.377.385.190 TL** Nihai Özsermaye değerine ulaşılmıştır. Aşağıdaki tabloda Nihai Değerleme Sonucu sunulmaktadır.

Tablo 87: Değerleme Sonucu

Nihai Özsermaye Değeri Hesaplaması (TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlıklandırma	Nihai Değer
İndirgenmiş Nakit Akım Analizi	10.009.697.700	40%	4.003.879.080
Piyasa Çarpan Analizi	6.613.087.346	60%	3.967.852.408
Halka Arz İskontosu Öncesi Nihai Değer			7.971.731.488
<i>Halka Arz İskontosu</i>			20%
Halka Arz İskontosu Sonrası Piyasa Değeri			6.377.385.190
Pay Değeri			25,52

Bu değerlendirme sonuçlarına göre pay başına değer ise **25,5095 TL** olarak hesaplanmakta olup, **25,52 TL** fiyat adımına yuvarlanarak Şirket için pay değeri **25,52 TL** olarak belirlenmiştir.

SERMayE PİYASASI KURULU
ORTAKLAR FİNANSMANI DAİRESİ BAŞKANLIĞI
Eskişehir Yolu 8.Km No:156
06530 ANKARA

Ref: 11135

Konu: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı 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, İzahname'nin bir parçası olan 2025/121 sayılı Net Global Endüstriyel Yatırımlar A.Ş Fiyat Tespit Raporumuzda 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,

TACİRLER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

TACİRLER
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Nispetiye Cad. Akmerkez B3 Blok Kat: 9 Etiler
Beşiktaş / İstanbul
Tic. Sicil No: 270946 / Mersis No: 0815006630900067
Boğaziçi Kurumlar V.D. 815 006 6309

Canan ÖZER

Genel Müdür Yardımcısı

Saadet Ayça ATALAY

Kurumsal Finansman
Grup Müdürü

TACİRLER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

SERMayE PİYASASI KURULU
ORTAKLAR FİNANSMANI DAİRESİ BAŞKANLIĞI
Eskişehir Yolu 8.Km No:156
06530 ANKARA

Ref: 11135

Konu: Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Net Global Endüstriyel Yatırımlar A.Ş.'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 2025/121 sayılı Fiyat Tespit Raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Kurul'ca geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş olarak, değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen en az 10 çalışanı,
- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, 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 her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

TACİRLER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.


Nispetiye Cad. Akmerkez B3 Blok Kat: 9 Etiler / İSTANBUL
Tic. Sicil No: 270946 / Mersis No: 0815006630900067
Boğaziçi Kurumlar V.D. 815 006 6309

Canan ÖZER

Saadet. Ayça ATALAY

Genel Müdür Yardımcısı

Kurumsal Finansman
Grup Müdürü

TACİRLER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.