

# İSVEA SERAMİK VE BANYO ÜRÜNLERİ SANAYİ A.Ş.

**FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST  
RAPORU**

**İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
**ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ**  
30 Haziran 2026

## 1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Halk Yatırım") ve Ahlatıcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Ahlatıcı Yatırım"), yetkili aracı kurum olduğu İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi Anonim Şirketi (kısaca, "İsvea Seramik" veya "İhraççı" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

İSVEA SERAMİK VE BANYO ÜRÜNLERİ SANAYİ A.Ş. HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
İhraççı	İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş. ve Ortaklar
Halka Arz Tarihleri	1 - 2 - 3 Temmuz 2026
Halka Arz Fiyatı	20,90 TL
Halka Arz İskonto Oranı	27,03%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	220.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	280.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	23,93%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	67.000.000
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcı %60 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı %40
Satmama Taahhütleri	İhraççı için 1 yıl Ortaklar için 1 yıl
Fiyat İstikrarı	Brüt halka arz gelirin 20%'si ile 30 gün boyunca planlanmaktadır.
İşlem Göreceği Pazar	Ana Pazar
Borsa Kodu	ISVEA
Konsorsiyum Liderleri	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Ahlatıcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Kaynak: İsvea Seramik İzahname

### 3. ŞİRKET PROFİLİ

Şirket, 2015 yılında Özbirikim Gayrimenkul A.Ş. unvanıyla kurulmuş, 2016 yılında faaliyet alanına paralel olarak Outlet Banyo Ürünleri Satış ve Pazarlama A.Ş. unvanını almıştır. 2019 yılında Genesis İsvea İhracat A.Ş. unvanına geçilmiş ve ISVEA markasına ilişkin ihracat faaliyetleri yürütülmeye başlanmıştır. 2020 itibarıyla Türkiye’de İtalyan kökenli ISVEA markasının yurt içi satışlarına başlanmış; 2021 yılında şirket unvanı Genesis International Dış Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiş ve İstanbul şubesi açılmıştır. 2022 yılında ECE Banyo markasının satış faaliyetleri başlatılmış, bağlı ortaklık İsvea Veltz ise ISVEA markalı gömme rezervuar üretimine başlamıştır. 2023 yılında şirketin üretim yapılanması güçlenmiş, bağlı ortaklıklar aracılığıyla çeşitli kalite ve yönetim sistemi belgeleri alınmış; şirket unvanı ise güncel hali olan İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri San. A.Ş. olarak değiştirilmiştir.

2024 yılında Şirket’in merkez adresi Çorum OSB olarak güncellenmiş, “ISVEA” markasının kullanım hakkı Ece Holding muvafakatiyle Şirket adına devredilmiş ve bağlı ortaklıklar üzerinden üretim yapılanması yeniden düzenlenmiştir. Aynı yıl İsvea Veltz’in unvanı İsvea Veltz Teknolojik ve Elektronik Yapı Malzemeleri Sanayi A.Ş. olarak değiştirilmiş, Ece Holding’in muvafakatiyle “CAVALLINI BAGNO ITALIA” markası Şirket adına tescil ettirilmiştir. Şirket, 2023 vergilendirme döneminde kurumlar vergisi sıralamalarında Çorum ve Alaca ölçeğinde üst sıralarda yer almış; ayrıca ihracat performansı kapsamında sektöründe önemli dereceler elde etmiştir. 2024 yılında Seramik Sağlık Gereçleri sektöründe “En Fazla İhracat Gerçekleştiren Firma” kategorisinde 3.’lük, “İhracatını En Fazla Artıran Firma” kategorisinde ise 1.’lik ödülüne layık görülmüştür. 2025 yılında ise bağlı ortaklık ISV Saniter’in uluslararası rekabet gücünü artırmaya yönelik kalite ve yönetim belgeleri alması için çalışmalar yürütülmüş; Hızlı Belge Sistem Belgesi, Güvenilirlik ve Operasyonel Etkinlik belgeleri ile Yatırım Teşvik Belgesi süreçlerinde başvuru ve belge alma adımları atılmıştır.

#### Şirketin Faaliyetleri

Şirket, yurt içinde vitrifiye seramik ürünler, FFC lavabolar, FFC duş teknesi ve evyeler, banyo mobilyaları, rezervuar mekanizmaları, klozet kapakları, seramik aksesuarları üretmek; armatür, metal aksesuar ve yedek parçaları almak, satmak ve ihracatını yapmak amacıyla kurulmuştur.

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

Şirket yurt içi ve yurt dışına satışını yaptığı armatür, metal aksesuar ve yedek parça haricindeki ürün gruplarını bağlı ortaklıklarından satışa hazır ürün olarak temin etmekte olup, 3 bağlı ortaklığı (ISV Saniter / İsvea Veltz / İsvea Mobilya) ve söz konusu bağlı ortaklıkların bünyesindeki 5 üretim tesisi ile faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirket mevcut durumda üretim faaliyetlerini yurt içinde gerçekleştirmektedir.

### 3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Grubu	Sermaye (TL)	Payı (%)	Grubu	Sermaye (TL)	Payı (%)
Ece Holding A. Ş.	A	21.780.000	9,90%	A	21.780.000	7,78%
	B	176.220.000	80,10%	B	176.220.000	62,94%
Erdem Çenesiz	A	220.000	0,10%	A	220.000	0,08%
	B	11.440.000	5,20%	B	7.730.000	2,76%
Neslihan Onur	B	3.080.000	1,40%	B	2.100.000	0,75%
Nuri Bülent Onur	B	1.100.000	0,50%	B	750.000	0,27%
Ahmet Çenesiz	B	3.080.000	1,40%	B	2.100.000	0,75%
Münevver Çenesiz	B	3.080.000	1,40%	B	2.100.000	0,75%
Halka Açık	B	-	-	B	67.000.000	23,93%
<b>Toplam</b>		<b>220.000.000</b>	<b>100,00%</b>		<b>280.000.000</b>	<b>100,00%</b>

Kaynak: İsvea Seramik Fiyat Tespit Raporu

## 4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

### 4.1. Bilanço

Bilanço	2023/12	2024/12	2025/12	2026/03
Dönen Varlıklar	2.192.906.850	3.042.984.985	3.314.215.061	3.226.950.072
Duran Varlıklar	1.240.374.314	1.134.183.194	1.221.772.665	1.207.738.848
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>3.433.281.164</b>	<b>4.177.168.179</b>	<b>4.535.987.726</b>	<b>4.434.688.920</b>
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.328.247.670	1.932.855.161	2.428.634.097	2.368.695.470
Uzun Vadeli Yükümlülükler	549.672.897	897.118.764	669.395.873	603.117.831
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>1.555.360.597</b>	<b>1.347.194.254</b>	<b>1.437.957.756</b>	<b>1.462.875.619</b>

Kaynak: İsvea Seramik Fiyat Tespit Raporu

### 4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu	2023/12	2024/12	2025/12	2025/03	2026/03
Hasılat	3.440.203.136	2.790.180.090	2.386.689.947	595.338.889	584.225.956
Satışların Maliyeti (-)	2.695.641.116	1.899.529.410	1.555.802.975	424.479.359	425.755.816
Brüt Kar / Zarar	744.562.020	890.650.680	830.886.972	170.859.530	158.470.140
Esas Faaliyet Karı / Zararı	577.413.658	642.487.477	676.857.344	150.085.023	140.680.123
Vergi Öncesi Kar	400.592.783	176.474.133	170.707.236	27.844.374	68.207.814
<b>Ana Ortaklık Net Kar</b>	<b>346.333.852</b>	<b>93.584.470</b>	<b>79.674.562</b>	<b>1.946.967</b>	<b>32.030.737</b>

Kaynak: İsvea Seramik Fiyat Tespit Raporu

## 5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERLERİ

Kullanım Alanı	Kullanım Tutarı (%)	
	Min.	Max.
Öztüketime Yönelik Yenilenebilir Enerji Yatırımları	10%	15%
Sürdürülebilirlik İlkeleri Çerçevesinde Makine ve Ekipman Yatırımları	20%	30%
Kiralama Yoluyla Elde Edilen Makine ve Teçhizatların Satın Alma Yatırımları	10%	15%
Finansal Borçluluğun Azaltılması	15%	25%
Büyümenin Finansmanı (İşletme Sermayesi)	15%	25%
<b>Toplam</b>		<b>100%</b>

Kaynak: İsvea Seramik Fiyat Tespit Raporu

## 6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket değerlemesi yapılırken indirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi ve Piyasa Çarpanları (Pazar) Yöntemleri kullanılmıştır.

### 6.1 İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

İNA yönteminde, projeksiyonlar genellikle 5 ila 10 yıllık zaman dilimi için yapılmakta ve projeksiyon döneminin son yılındaki nakit akımları baz alınarak ve şirket faaliyetlerinin süresiz bir şekilde devam edeceği varsayılarak devam eden değer tahmini yapılmaktadır.

İşbu Rapor'a konu değerlendirme çalışması kapsamında 31.03.2026 dönemi faaliyet sonuçları baz olarak esas alınmış olup, 2026 - 2030 dönemleri arası da projeksiyon dönemi olarak kabul edilmiştir. Projeksiyon döneminde ulaşılması öngörülen nakit akımları ve diğer finansal verilerin; projeksiyon dönemine göre belirlenen makul bir geçmiş dönemde değerlemeye konu şirket tarafından elde edilen nakit akımları ve diğer finansal veriler ile uyumlu, tutarlı ve öngörülebilir olmasına özen gösterilmiştir.

İşbu Rapor'a konu değerlendirme çalışmasında kullanılan İNA yaklaşımı kapsamında; Şirket'in operasyonel performansının, gerçeğe uygun, sürdürülebilir ve karşılaştırılabilir şekilde analiz edilebilmesi adına, bağımsız denetimden geçmiş finansal veriler, TFRS 16 Kiralamalar standardının muhasebesel etkilerinden arındırılarak, TFRS 16 öncesi muhasebe yaklaşımı ile uyumlu olacak şekilde dikkate alınmıştır. Bu kapsamda, satışların maliyeti ve pazarlama, satış ve dağıtım giderleri içerisinde yer alan kullanım hakkı varlıklarına ilişkin amortisman giderleri ilgili kalemlerden çıkarılmış, buna karşılık TFRS 16 uygulaması kapsamında finansal tablolardan çıkarılan kira giderleri satışların maliyeti ile pazarlama, satış ve dağıtım giderleri altında yeniden dikkate alınmıştır. Genel yönetim giderlerinde herhangi bir düzeltme yapılmamış olup, söz konusu kalemler finansal tablolarda yer aldığı şekliyle dikkate alınmıştır. Projeksiyon döneminde de kiralamalara ilişkin giderler satışların maliyeti ile pazarlama, satış ve dağıtım giderleri altında operasyonel gider olarak projekte edilmiştir.

Bu doğrultuda, Şirket'in geçmiş dönem finansalları ve projeksiyon dönemi nakit akımı tahminleri, kiralama işlemlerinin operasyonel gider niteliği esas alınarak hazırlanmış olup, kiralamalara ilişkin

yükümlülükler finansman giderleri kapsamında değerlendirilmemiştir. Bu yaklaşım ile İNA analizinde kullanılan nakit akımları, Şirket'in esas faaliyetlerinden kaynaklanan nakit yaratma kapasitesini yansıtacak şekilde normalize edilmiştir.

İNA (TL)	2026/09T*	2027T	2028T	2029T	2030T	Uç Değer
Net Satışlar	2.701.797.660	4.486.286.369	6.043.844.773	8.069.869.935	10.697.876.337	
Brüt Kar	862.359.426	1.473.077.600	2.064.860.095	2.827.296.419	3.905.451.074	
Faaliyet Giderleri	-274.558.382	-455.219.317	-611.717.167	-815.085.396	-1.078.352.853	
Esas Faaliyet Karı	628.947.984	1.069.254.460	1.512.916.682	2.079.038.079	2.901.075.772	
FAVÖK	753.424.909	1.235.776.274	1.694.337.921	2.276.006.652	3.116.246.766	
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>358.048.769</b>	<b>127.078.949</b>	<b>242.389.062</b>	<b>406.772.735</b>	<b>748.264.205</b>	<b>2.083.707.380</b>
<b>Devam Eden Değer</b>						<b>21.108.982.650</b>
AOSM (%)	38,3	32,6	26,9	21,3	15,6	15,4
<b>İndirgenmiş Nakit Akımları</b>	<b>317.071.615</b>	<b>86.089.650</b>	<b>126.571.534</b>	<b>171.220.807</b>	<b>266.065.507</b>	<b>7.505.867.768</b>

Kaynak: İsvea Seramik Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	967.019.113
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	5,50%
İndirgenmiş Devam Eden Değer	7.505.867.768
<b>Firma Değeri</b>	<b>8.472.886.881</b>
+ Nakit ve Nakit Benzerleri	133.290.105
- Finansal Borçlar	-1.985.873.444
<b>Özkaynak Değeri (31.03.2026)</b>	<b>6.620.303.541</b>
<b>Özkaynak Değeri (02.06.2026)</b>	<b>7.051.127.016</b>

Kaynak: İsvea Seramik Fiyat Tespit Raporu

\*2026 yılının kalan 9 aylık tahmin dönemini ifade etmektedir.

Şirket'in projeksiyon dönemi net işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanmasında, varlıklar tarafında ticari alacaklar, stoklar, diğer alacaklar, peşin ödenmiş giderler, diğer dönen varlıklar; kaynaklar tarafında ise ticari borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar ve ertelenmiş gelirler ilişkin devir süreleri ve ilgili büyüklüklerdeki yüzdesel oranları esas alınarak hesaplanmıştır. Söz konusu hesaplamalarda, Şirket'in geçmiş dönem finansal performansı ve işletme sermayesi yönetim politikaları dikkate alınmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca ticari alacaklar, stoklar, diğer alacaklar, peşin ödenmiş giderler, diğer dönen varlıklar, ticari borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar ve ertelenmiş gelirlerin ortalama devir süreleri ve yüzdesel oranları belirlenmesinde, geçmiş dönem gerçekleştirmelerinin ortalaması alınmıştır. Bu kapsamda, projeksiyon başlangıç yılı olan 2026 yılı için ilgili işletme sermayesi kalemlerine ilişkin gün bazlı süreler ve yüzdesel oranlar belirlenirken, 2023, 2024, 2025 ve 2026 / 1.Ç dönemlerinin ortalaması alınarak hesaplanmıştır.

Projeksiyon döneminin ilerleyen yıllarında, işletme sermayesi kalemlerine ilişkin devir süreleri ve yüzdesel oranların uzun vadede sürdürülebilir seviyelere ulaşacağı varsayılmıştır. Bu doğrultuda, söz konusu kalemlerin projeksiyon dönemi boyunca kademeli olarak normalize olarak 2030 yılı itibarıyla 2023 – 2025 döneminde gerçekleşen ortalama devir süreleri ve oranlara yakınsayacağı öngörülmüştür. Bu yaklaşım ile, Şirket'in işletme sermayesi yapısının kısa vadeli gerçekleştirmeler ile uzun vadeli sürdürülebilir seviyeler arasında dengeli bir şekilde projekte edilmesi amaçlanmıştır.

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Maslak Mahallesi Saat Sokak Spine Tower No:5 Kat:2 34398 Sarıyer / İSTANBUL

t: 444 1 858 (ULU) • f: 0212 328 30 81 • Mersis No: 0 478 051 8427 000 17

www.integralyatirim.com.tr

AOSM	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	Uç Değer
Risksiz Faiz Oranı	38,60%	32,10%	25,60%	19,10%	12,60%	12,60%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Özkaynak Maliyeti	44,1%	37,6%	31,1%	24,6%	18,1%	18,1%
Kaldıraç Oranı	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%
Borçlanma Maliyeti	43,6%	37,1%	30,6%	24,1%	17,6%	17,6%
Kurumlar Vergisi Oranı	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	24,0%
Düzeltilmiş Borçlanma Maliyeti	34,0%	28,9%	23,9%	18,8%	13,7%	13,4%
<b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti</b>	<b>38,3%</b>	<b>32,6%</b>	<b>26,9%</b>	<b>21,3%</b>	<b>15,6%</b>	<b>15,4%</b>

Kaynak: İsvea Seramik Fiyat Tespit Raporu

## 6.2 Çarpan Analizi Yöntemi

Halka açık benzer şirket çarpan analizi kapsamında, Türkiye’de ve yurt dışında benzer firmalar örnek olarak kullanılmıştır. İlgili çarpanlar 02.06.2026 tarihli veriler olup Bloomberg ve Finnet üzerinden temin edilmiştir. Çarpan çalışmasında şirketin halka arz sonrası dahil olacağı öngörülen BIST Taş Toprak Endeksi şirketleri ve Ana Pazar Endeksi Şirketleri yurt içi çalışma için kullanılmıştır. Yurt dışı benzer şirketler de bu çalışmaya dahil edilmiş olup 3 ayrı grup üzerinden FD/FAVÖK çalışması gerçekleştirilmiştir.

F/K çarpanı ülkelerdeki farklı vergi ve teşvik uygulamalarından dolayı değişiklik gösterebileceğinden, PD/DD çarpanı ülkelere ve şirketlere göre vergi, temettü, borçlanma politikalarındaki farklılık ve büyüme evrelerinin farklılaşmasından dolayı, FD/Net Satışlar çarpanı ise şirketler arasındaki faaliyet karlılığı marjlarının dikkate alınmaması nedeniyle çalışmaya dahil edilmemiştir. İlgili çalışmada sadece FD/FAVÖK çarpanı kullanılmış olup şirketlerin operasyonel performanslarını ve karlılıklarını daha etkin yansıtacağı düşünüldüğü için uygun görülmüştür.

Yurt dışı benzer şirketler grubunda çoğunluğu Asya bölgesinden olmakla birlikte farklı ülkelerden toplam 16 şirket çalışmaya dahil edilmiştir. İlgili çarpan için üst sınır 13,6x alt sınır ise 6x olarak belirlenmiştir. Eliminasyon öncesi FD/FAVÖK medyan 9,1x, eliminasyon sonrası 8,7x olarak hesaplanmıştır. Şirketin düzeltilmiş FAVÖK’ü gösterge olarak kullanılmış olup ilgili değer 762.562.789 TL’dir. Gerçekleştirilen çalışma sonrası yurt dışı benzer çarpana göre toplam değer 4.746.676.319 TL olarak hesaplanmıştır. Sonrasında 1.912.935.274 TL net borç düzeltilmesi yapılmıştır. Detaylar aşağıdaki tablola gösterilmiştir.

FD / FAVÖK	
Medyan	9,1
Üst Sınır	13,6
Alt Sınır	6
Eliminasyon Sonrası Medyan	8,7

Kaynak: İsvea Seramik Fiyat Tespit Raporu

Çarpan	Katsayı	Gösterge	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
FD / FAVÖK	8,7	4.746.676.319	4.746.676.319	100%	4.746.676.319
<b>Toplam (TL)</b>					<b>4.746.676.319</b>

Kaynak: İsvea Seramik Fiyat Tespit Raporu

BIST Taş Toprak Endeksinde yer alan 25 şirket çalışmaya dahil edilmiştir. Çarpan için üst sınır 14,7, alt sınır ise 6,6 olarak belirlenmiştir. Eliminasyon öncesi medyan FD/FAVÖK çarpanı 9,8x, eliminasyon sonrası ise 8,9x olarak hesaplanmıştır. Yine aynı düzeltilmiş FAVÖK kullanılmış olup ağırlıklı değer 4.864.873.551 TL olarak hesaplanmıştır. Sonrasında 1.912.935.274 TL net borç düzeltmesi yapılmıştır. Detaylar aşağıdaki tabloda verilmiştir.

FD / FAVÖK	
Medyan	9,8
Üst Sınır	14,7
Alt Sınır	6,6
Eliminasyon Sonrası Medyan	8,9

Kaynak: İsvea Seramik Fiyat Tespit Raporu

Çarpan	Katsayı	Gösterge	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
FD / FAVÖK	8,9	762.562.789	4.864.873.551	%100	4.864.873.551
<b>Toplam (TL)</b>					<b>4.864.873.551</b>

Kaynak: İsvea Seramik Fiyat Tespit Raporu

Üçüncü grup olan Ana Pazar Endeksi için 276 şirket çalışmaya dahil edilmiştir. Üst sınır 23x ve alt sınır 10,2x olarak belirlenmiştir. Eliminasyon öncesi medyan FD/FAVÖK çarpanı 15,3x, eliminasyon sonrası ise 14,8x olarak tespit edilmiştir. Böylelikle şirketin ana pazar endeksin grubunda değeri 9.333.491.497 TL olarak hesaplanmıştır. Hesaplanan değere yeniden 1.912.935.274 TL net borç düzeltmesi yapılmıştır. Ana Pazar endeksinde yer alan şirket sayısı görece fazla olduğu için bu rapora dahil edilmemiştir ancak ilgilenen yatırımcılar Fiyat Tespit Raporu'ndan ulaşabilirler.

Çarpanlar	Katsayı	Gösterge	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
FD / FAVÖK	14,8	762.562.789	9.333.491.497	%100	9.333.491.497
<b>Toplam (TL)</b>					<b>9.333.491.497</b>

Kaynak: İsvea Seramik Fiyat Tespit Raporu

Çarpan değerlendirilmesinin sonucunda BIST Taş Toprak Endeksi ve BIST Ana Pazar Endeksinin ağırlıkları eşit bir şekilde %20 olarak belirlenmiştir. Geriye kalan %60'lık ağırlık ise yurt dışı benzer şirketler için uygun görülmüştür. Aşağıda özet bir tablo paylaşılmıştır.

Pazar Yaklaşımı Özet (TL)	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Özsermaye Değeri
BIST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri	4.864.873.551	%20	972.974.710
BIST Ana Pazar Endeksi Şirketleri	9.333.491.497	%20	1.866.698.299
Yurt Dışı Benzer Şirketler	4.746.676.319	%60	2.848.005.791
<b>Toplam (TL)</b>		<b>%100</b>	<b>5.687.678.801</b>

Kaynak: İsvea Seramik Fiyat Tespit Raporu

### 6.3 Sonuç

Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları ve piyasa çarpanları analizi %45 - %55 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Değerleme çalışması sonucunda bulunan ağırlıklandırılmış özsermaye değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Değerleme Sonucu	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Özsermaye Değeri
<b>Gelir Yaklaşımı</b>	<b>7.051.127.016</b>	<b>45,00%</b>	<b>3.173.007.157</b>
<b>Pazar Yaklaşımı</b>	<b>5.687.678.801</b>	<b>55,00%</b>	<b>3.128.223.340</b>
BIST Taş,Toprak Endeksi Şirketleri	4.864.873.551	20,00%	972.974.710
BIST Ana Pazar Endeksi Şirketleri	9.333.491.497	20,00%	1.866.698.299
Yurt Dışı Benzer Şirketler	4.746.676.319	60,00%	2.848.005.791
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>			<b>6.301.230.497</b>

Kaynak: İsvea Seramik Fiyat Tespit Raporu

### 7. GÖRÜŞ

Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

- Fiyat tespit edilirken İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde gerçekleştirilen projeksiyonların detaylı bir çerçevede ele alındığını düşünüyoruz. Gerçekleştirilen çalışmada İNA yöntemine ve çarpanlara verilen ağırlıklarla birlikte bulunan değerlerin iskonto oranından sonra makul olduğu görüşündeyiz.

Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş. için belirtilen fiyatın makul olduğu ve hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı ve anlaşılabilir olduğu kanaatindeyiz.

**Yasal Uyarı Notu:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

**Çekince:** Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.