

**MİDAS MENKUL DEĞERLER A.Ş.**

**İSVEA SERAMİK VE BANYO ÜRÜNLERİ SANAYİ A.Ş. İÇİN HAZIRLANAN  
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN ANALİST GÖRÜŞÜ**



## “İSVEA SERAMİK VE BANYO ÜRÜNLERİ SANAYİ A.Ş.” Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme Raporu

İş bu rapor, Midas Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin 03 Haziran 2026 tarihli İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş.'nin Fiyat Tespit Raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu (Rapor)'unda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Midas Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

### A- ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN BİLGİLER

#### 1. Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

<b>Halka Arz Fiyatı</b>	<b>20,90 TL</b>
<b>Halka Arz Yöntemi ve Aracılık Türü</b>	Sabit Fiyatla Talep Toplama, En iyi Gayret Aracılığı
<b>Halka Arz Edilme Şekli</b>	Sermaye Arttırımı ve Ortak Satışı
<b>Dağıtım Yöntemi</b>	Eşit Dağıtım
<b>Borsa'da İşlem Kodu</b>	ISVEA
<b>Talep Toplama Tarihleri</b>	1-2-3 Temmuz 2026
<b>Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye</b>	220.000.000 TL
<b>Sermaye Arttırımı Yoluyla Halka Arz Edilecek Paylar</b>	60.000.000 TL
<b>Ortak Satışı</b>	7.000.000 TL
<b>Halka Arz Edilen Toplam Nominal Pay</b>	67.000.000 TL Nominal Değerli Pay
<b>Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye</b>	280.000.000 TL
<b>Fiyat İstikrarı</b>	30 Gün (Brüt halka arz gelirinin %20'si)
<b>Halka Açıklık Oranı</b>	%23,93
<b>İskonto Oranı</b>	%27,03
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	1.400.300.000 TL
<b>Taahhütler</b>	İhraççı ve Ortaklar, 1 yıl süre boyunca halka arz edilen paylar dışında kalan Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğine yönelik taahhütte bulunmuştur. (İzahname sayfa 472)

*Kaynak: İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş. İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu*

## 2.Halka Arz Gelirinin Kullanım Alanı

Şirket'in sermaye artırımını ile gerçekleştirecek gelirle halka arz maliyetleri düşüldükten sonra kalan kısmını aşağıda belirtilen yatırımlarda kullanmayı planlamaktadır.

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

## 3.Şirket Hakkında Genel Bilgiler

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 faaliyet gösterdiği alanlar itibarıyla tüm ürün gruplarında üç farklı marka ile üretim ve satış yapmaktadır. Kökleri 1962 yılına ve İtalya'ya dayanan İSVEA markası üst segment ürünlerde kullanılmaktadır. Türkiye'de bilinen bir banyo ürünleri markası olan "ECE Banyo" markası ise 2022 yılından itibaren orta segment ürünlerde kullanılmaya başlamıştır. Üst segment ürünlerde yaygınlaşma amacını teminen "ISVEA" markasına ilave olarak özellikle Körfez ülkelerine yönelik "Cavallini Sagno Italia" markası da 2024 yılından itibaren kullanılmaya başlamıştır.

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

Şirket yurt içi satış yapılanmasını 7 çalışma bölgesi olarak kurgulamıştır. Söz konusu bölgeler; İstanbul Bölgesi/Avrupa Yakası, İstanbul Bölgesi/Anadolu Yakası, Ege Bölgesi, Antalya Bölgesi, 19 Anadolu Bölgesi, Karadeniz Bölgesi ve Adana/Doğu Anadolu Bölgesidir. Şirket'in anılan bölgelerdeki faaliyetleri söz konusu bölgelerde istihdam edilen satış personeli ile yönetilmektedir. Şirket, yurt içi satış organizasyonu kapsamında ürün satışlarını bayiler aracılığıyla gerçekleştirmektedir. Şirket kendi organizasyonel planlaması doğrultusunda yurt içinde 7 bölgede aktif olarak faaliyet gösteren 267 bayi ile çalışmaktadır.

#### 4.Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirketin halka arz öncesi ve halka arz sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir.

İSVEA Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş Ortaklık Yapısı					
Pay Sahibi	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
Ece Holding	A	21.780.000	9,9	21.780.000	7,8
	B	176.220.000	80,1	176.220.000	62,9
Erdem Çenesiz	A	220.000	0,1	220.000	0,1
	B	11.440.000	5,2	7.730.000	2,8
Neslihan Onur	B	3.080.000	1,4	2.100.000	0,7
Münevver Çenesiz	B	3.080.000	1,4	2.100.000	0,7
Ahmet Çenesiz	B	3.080.000	1,4	2.100.000	0,7
Nuri Bülent Onur	B	1.100.000	0,5	750.000	0,3
<b>Halka Açık</b>	<b>B</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>67.000.000</b>	<b>23,9</b>
<b>Toplam</b>		<b>220.000.000</b>	<b>100,0</b>	<b>280.000.000</b>	<b>100,0</b>

*Kaynak: İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş Fiyat Tespit Raporu*

#### 5. Finansal Tablolar

Şirket'in 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024 ,31 Aralık 2025 ve 31.03.2026 tarihli gelir tablosu ana kalemleri aşağıda paylaşılmıştır.

##### 5.1 Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL )	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
<b>Hasılat</b>	3.440.203.136	2.790.180.090	2.386.689.947	584.225.956
<b>Satışların Maliyeti</b>	2.695.641.116	1.899.529.410	1.555.802.975	425.755.816
<b>Brüt Kar</b>	<b>744.562.020</b>	<b>890.650.680</b>	<b>830.886.972</b>	<b>158.480.440</b>
<b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>577.413.658</b>	<b>642.487.477</b>	<b>676.857.344</b>	<b>140.680.123</b>
Finansman Giderleri Öncesi Faaliyet Karı	560.828.087	642.882.757	676.684.468	140.667.547
Vergi Öncesi Kar	400.592.783	176.474.133	170.707.236	68.207.814
<b>Net Dönem Karı</b>	<b>346.333.852</b>	<b>93.584.470</b>	<b>79.674.562</b>	<b>32.030.737</b>

*Kaynak: İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş Fiyat Tespit Raporu*

##### 5.2. Bilanço

Şirket'in 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024 ,31 Aralık 2025 ve 31.03.2026 tarihli gelir tablosu ana kalemleri aşağıda paylaşılmıştır.

Bilanço (TL )	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
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	1.932.855.246	2.428.634.097	2.368.695.470
Uzun Vadeli Yükümlülükler	549.672.897	897.118.764	669.395.873	603.117.831
<b>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>
<b>Toplam Kaynaklar</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>

*Kaynak: İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş Fiyat Tespit Raporu*

## B - DEĞERLEME HAKKINDA VERİLEN BİLGİLER

### Değerleme Yöntemleri

Şirket'in pay başına değeri tespit edilirken “Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi)” ve “Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)” değerlemeleri kullanılmıştır.

### İndirgenmiş Nakit Akımları (Gelir) Yöntemi

#### Varsayımlar

- Risksiz getiri oranının belirlenmesinde, referans olarak Türkiye Cumhuriyeti tarafından ihraç edilen 5 yıl vadeli Türk lirası Cinsi devlet tahvilinin (TRT021030T18) getiri oranı esas alınmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranının, TCMB'nin politika faizine ilişkin piyasa beklentileri ile uyumlu olacak şekilde kademeli olarak azalacağı varsayılmıştır.
- Projeksiyon dönemi 2026 -2030 dönemi olarak belirlenmiştir.
- Beta değeri, piyasa volatilitesi tam olarak bilinmeyeceğinden dolayı 1 olarak kabul edilmiştir.
- Piyasa risk primi projeksiyon dönemi boyunca %5,5 olarak varsayılmıştır.
- Özkaynak maliyeti, beta katsayısı ile piyasa risk primi çarpılarak risksiz faiz oranına eklenerek hesaplanmıştır.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ortalaması projeksiyon dönemi boyunca %26,09 olarak belirlenmiştir. Uç değer hesaplamasında kullanılan AOSM ise uzun vadeli makroekonomik dengeler ve faiz oranı beklentileri dikkate alınarak %15,4 olarak varsayılmıştır.

AOSM	2026 T	2027T	2028T	2029T	2030T	Uç Değer
Risksiz Faiz Oranı	38,60%	32,10%	25,60%	19,10%	12,60%	12,60%
Beta	1	1	1	1	1	1
Piyasa Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Özkaynak Maliyeti	44,10%	37,60%	31,10%	24,60%	18,10%	18,10%
kaldıraç oranı	57,60%	57,60%	57,60%	57,60%	57,60%	57,60%
Borçlanma Maliyeti	43,60%	37,10%	30,60%	24,10%	17,60%	17,60%
Kurumlar vergisi oranı	22%	22%	22%	22%	22%	24%
Düzeltilmiş Borçlanma	34%	28,90%	23,90%	18,80%	13,70%	13,40%
<b>AOSM</b>	<b>38,30%</b>	<b>32,60%</b>	<b>26,90%</b>	<b>21,30%</b>	<b>15,60%</b>	<b>15,40%</b>

**Kaynak:** İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş Fiyat Tespit Raporu

## İNA Projeksiyonları

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)						
(TL)	09/26	2027	2028	2029	2030	UÇ DEĞER
Net Satışlar	2.701.797.660	4.486.286.369	6.043.844.773	8.069.869.935	10.697.876.337	
FAVÖK	753.424.909	1.235.776.274	1.694.337.920	2.276.006.652	3.116.246.776	
Serbest Nakit Akımları (S.N.A.)	358.048.769	127.078.949	242.389.061	406.772.735	748.264.205	2.083.707.380
AOSM	38,3	32,6	26,9	21,3	15,6	15,4
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	317.071.615	86.089.650	126.571.533	171.220.807	266.065.507	7.505.867.768

*Kaynak: İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş Fiyat Tespit Raporu*

TL	İndirgenmiş Nakit Akımları(İNA)
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akımları	967.019.112
Terminal Büyüme Varsayımı	%5,50
İndirgenmiş Devam Eden Değer	7.505.867.768
Firma Değeri	8.472.886.880
+Nakit ve Nakit Benzerleri	133.290.105
-Finansal Borçlar	(1.985.873.444)
Özkaynak Değeri (31.03.2026)	6.620.303.541
Özkaynak Değeri (02.06.2026)	7.051.127.016

*Kaynak: İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş Fiyat Tespit Raporu*

Projeksiyon dönemi boyunca AOSM ile indirgenmiş Nakit Akımları üzerinden Şirket'in 31.03.2026 tarihindeki firma değeri bulunmuş ve firma değerine nakit ve nakit benzerleri eklenip kiralama yükümlülüklerinin dahil edilmediği finansal borçlar çıkartılarak Şirket'in 31.03.2026 tarihindeki öz sermaye değeri **6.620.303.541 TL** olarak hesaplanmıştır. 31.03.2026 tarihli özsermaye değeri, değerlendirme tarihi olan 02.06.2026 tarihinde karşılığına 2026 yılı ağırlıklı özsermaye maliyeti kullanılarak getirilmiş ve özsermaye değeri **7.051.127.016 TL** olarak hesaplanmıştır.

## 2 Piyasa Çarpanları (Pazar) Yaklaşımı

Çarpan analizinde yurt içi sektör çarpanları ile yurt dışı karşılaştırılabilir şirket çarpanlarının özsermaye değerleri kullanılmıştır. Hesaplamalarda **FD/FAVÖK** çarpanı kullanılmıştır. Çarpan, son 12 aya yıllıklandırılmış düzeltilmiş FAVÖK ile çarpılmış ve hesaplanan değerlere **1.921,9 milyon TL** net borç düzeltilmesi yapılmıştır. Yurt Dışı Benzer Şirketler grubunda 16 şirketle çalışılmış, uç değer eliminasyonu sonrası medyan **FD/FAVÖK** çarpanı **8,7x** alınarak **4.746,7 milyon TL** özsermaye değerine; BİST Taş, Toprak Endeksi grubunda 25 şirketle çalışılmış, eliminasyon sonrası medyan **8,9x** ile **4.864,9 milyon TL** özsermaye değerine; BİST Ana Pazar Endeksi grubunda 276 şirketle çalışılmış, eliminasyon sonrası medyan **14,8x** ile

**9.333,5 milyon TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır. Yurt dışı benzer şirketlere **%60**, yurt içi gruba ise toplam **%40** (BİST Taş, Toprak %20 ve BİST Ana Pazar %20) ağırlık verilerek Çarpan Analizi sonucunda **5.687,7 milyon TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır.

(TL)	Hedef Özsermaye Değer	Ağırlık Oran	Ağırlıklandırılmış 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>Çarpan Analizi Özsermaye Değeri</b>		<b>100%</b>	<b>5.687.678.801</b>

*Kaynak: İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş Fiyat Tespit Raporu*

## 5) DEĞERLEME SONUCU

Şirket'in değerlemesinde Çarpan Analizi (**Pazar Yaklaşımı**) yöntemine %55, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (**Gelir Yaklaşımı**) Yöntemine %45 ağırlık verilerek Şirket'in halka arz öncesi özsermaye değeri 6.301.230.497 TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değere %27,03 oranında halka arz iskontosu uygulandığında, Halka Arz Birim Pay Değeri 20,90 TL olarak hesaplanmıştır.

Kullanılan Yöntemler (TL )	Şirket Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi	7.051.127.016	%45	3.173.007.157
Piyasa Çarpanları Yöntemi- Benzer Şirket Çarpanları	5.687.678.801	%55	3.128.223.340
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			<b>6.301.230.497</b>
Ödenmiş Sermaye (Nominal TL)			<b>220.000.000</b>
Halka Arz İskontosu			%27,03
İskontolu Pay Fiyatı (TL)			<b>20,90</b>

*Kaynak: İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş Fiyat Tespit Raporu*

## C- KULLANILAN YÖNTEMLERE İLİŞKİN DEĞERLENDİRMELERİMİZ

- ✓ Hazırlanan fiyat tespit raporunda sektör ve Şirket ile ilgili bilgilerin bununla birlikte değerlemede kullanılan yöntem ve değerlerin detaylı bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- ✓ Fiyat Tespit Raporu'nda iki farklı değerlendirme yönteminin kullanılmasını olumlu bulmaktayız.
- ✓ Yapılan değerlendirme çalışmasında "Pazar Yaklaşımı – Piyasa Çarpanları" ve "Gelir Yaklaşımı-İndirgenmiş Nakit Akımı" yöntemleri kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- ✓ Piyasa Çarpanları yönteminde kullanılan çarpan **FD/FAVÖK** şirketin faaliyetine uygun olarak seçilmiştir.
- ✓ İndirgenmiş Nakit Akımı yönteminde geleceğe yönelik yapılan kapasite kullanım ve ilgili diğer gelecek projeksiyonlarında muhafazakâr bir yaklaşım gösterilmesi değerlendirme açısından olumlu görülmüştür.
- ✓ İndirgenmiş nakit akımı yönteminde kullanılan varsayımları gerçekçi ve piyasa değerlerine uygun buluyoruz.

- ✓ 2026-2030 yılları arasında %38,3'den başlayıp kademeli oranda %15,6 düzeyine gerileyen, terminal dönemde %15,4 oranında varsayılan AOSM varsayımını makul buluyoruz
- ✓ Karşılaştırılabilir şirketler piyasa çarpanları analizinde seçilen şirketleri değerlendirilen şirket ölçeğine yakın ve makul buluyoruz.
- ✓ Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında Piyasa Çarpanları Yöntemine %55, gelir Yaklaşımı'na %45 oranında ağırlık verilmesini ve düşük değere yüksek oran verilmesini olumlu buluyoruz.

**Sonuç olarak hesaplanan Özkaynak değeri üzerinden %27,03 oranında halka arz iskontosu uygulandıktan sonra birim pay değeri 20,90 TL olarak hesaplanan halka arz pay başına değerini makul buluyoruz.**

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.

### **GENEL MÜDÜRLÜK**

Altunizade, İnci Çk. No:3 Daire:3, 34662 Üsküdar/İstanbul

Tel: 0850 241 22 41

Hazırlayan Analist Murat Kılınçarslan

0533 580 19 20

**Görüş ve önerileriniz için iletişim elektronik posta adresimiz:**

[kurumsal-finansman@getmidas.com](mailto:kurumsal-finansman@getmidas.com)

[murat.kilincarslan@getmidas.com](mailto:murat.kilincarslan@getmidas.com)