



---

**İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş.**

**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu**

30 Haziran 2026

**Önemli Not**

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesi uyarınca, ATA Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("ATA Yatırım") Kurumsal Finansman Birimi tarafından hazırlanmıştır.

Raporun amacı, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Halk Yatırım") ve Ahlatıcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ahlatıcı Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu **İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş.**'nin ("İsvea" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında, Halk Yatırım tarafından 3 Haziran 2026 tarihinde hazırlanan fiyat tespit raporunun değerlendirilmesidir.

Bu rapor herhangi bir şekilde yatırım tavsiyesi veya payların alım ya da satımına yönelik bir teklif niteliği taşımamaktadır. Yatırım kararlarının, Şirket tarafından yayımlanan izahname ve ilgili dokümanların incelenmesi suretiyle verilmesi gerekmektedir.

Rapor kapsamında yer alan bilgi ve veriler, halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olan Halk Yatırım tarafından hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu, izahname ve izahname eklerinden temin edilmiştir. Söz konusu bilgi ve verilerin doğruluğu, yeterliliği ve güncelliği konusunda ATA Yatırım herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir.

**1- HALKA ARZ İLE İLGİLİ GENEL BİLGİLER**

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
<b>İhraççı</b>	İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş.
<b>Aracılık Yöntemi</b>	En İyi Gayret Aracılığı
<b>Halka Arz Yöntemi</b>	Sabit Fiyatla Talep Toplama
<b>Konsorsiyum Liderleri</b>	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
<b>Dağıtım Yöntemi</b>	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara Eşit Dağıtım
<b>Halka Arz Metodu</b>	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
<b>Mevcut Ödenmiş Sermaye</b>	220.000.000 TL
<b>Halka Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)</b>	67.000.000 TL Nominal Değer - 60.000.000 TL (Sermaye Artırımı) - 7.000.000 TL (Ortak Satışı)
<b>Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye</b>	280.000.000 TL
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	~ 1,4 Milyar TL
<b>Tahsisat Grupları</b>	Yurt İçi Bireysel Yatırımcı (40.200.000 Lot) (%60) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı (26.800.000 Lot) (%40)
<b>Talep Toplama Tarihleri</b>	1-2-3 Temmuz 2026
<b>Halka Arz İskontosu</b>	27,03%
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	20,90 TL
<b>Halka Açıklık Oranı</b>	23,93%
<b>Borsa Kodu</b>	ISVEA
<b>Taahhütler</b>	<p>Şirket, payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca sermaye artırımı veya dolaşımdaki pay miktarını artıracak herhangi bir işlem gerçekleştirmemeyi taahhüt etmiştir.</p> <p>Ana ortaklar, paylarının borsada işlem görme tarihinden itibaren 1 (bir) yıl boyunca, borsada ya da borsa dışında satmayacağını, başka yatırımcı hesaplarına virmanlamayacağını veya Borsa'da özel emirle ve/veya toptan satış işlemine konu etmeyeceğini taahhüt etmiştir.</p>
<b>Fiyat İstikrarı</b>	Halk Yatırım tarafından, brüt halka arz gelirinin %20'sine tekabül eden tutar, 30 gün boyunca fiyat istikrarı işlemlerinde kullanılabilir.

## 2- ŞİRKET İLE İLGİLİ GENEL BİLGİLER

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.

Şirket'in halka arzdan elde edeceği fonun kullanım alanları aşağıda yer almaktadır.

Sermaye Artırımından Elde Edilecek Olan Fonun Kullanım Yeri Hakkında Açıklamalar	Planlanan Fon Kullanım Oranı (Min. %)	Planlanan Fon Kullanım Oranı (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%

Kaynak: İzahname

## 3- ORTAKLIK YAPISI

Şirket'in halka arz öncesi ve sonrasına ait ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası	
	Grubu	Tutar (TL)	Oran (%)	Tutar (TL)	Oran (%)
Ece Holding	A	21.780.000	9,9	21.780.000	7,78
	B	176.220.000	80,1	176.220.000	62,94
Erdem Çenesiz	A	220.000	0,1	220.000	0,08
	B	11.440.000	5,2	7.730.000	2,76
Neslihan Onur	B	3.080.000	1,4	2.100.000	0,75
Münevver Çenesiz	B	3.080.000	1,4	2.100.000	0,75
Ahmet Çenesiz	B	3.080.000	1,4	2.100.000	0,75
Nuri Bülent Onur	B	1.100.000	0,5	750.000	0,26
Halka Açık Kısım	B	-	-	67.000.000	23,93
<b>Toplam</b>		<b>220.000.000</b>	<b>100</b>	<b>280.000.000</b>	<b>100</b>

Kaynak: İzahname

## 4- FİNANSAL TABLOLAR

### 4.1 Özet Bilanço

BİLANÇO (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	1.932.855.161	2.428.634.097	2.368.695.470
Uzun Vadeli Yükümlülükler	549.672.897	897.388.764	669.395.873	603.117.831
Toplam Özkaynaklar	1.555.360.597	1.347.144.254	1.437.957.756	1.462.875.619
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>3.433.281.164</b>	<b>4.177.388.179</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

### 4.2 Gelir Tablosu

KAR ZARAR TABLOSU (TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2025	31.03.2026
Hasılat	3.440.203.136	2.790.180.090	2.386.669.947	595.336.889	584.225.956
Satışların Maliyeti (-)	(2.695.641.116)	(1.895.529.410)	(1.555.802.975)	(424.479.359)	(425.755.816)
<b>Brüt Kâr/Zararı</b>	<b>744.562.020</b>	<b>890.650.680</b>	<b>830.866.972</b>	<b>170.858.530</b>	<b>158.470.140</b>
Pazarlama Giderleri (-)	(225.903.929)	(257.782.294)	(200.179.480)	(57.726.618)	(42.933.988)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(47.885.860)	(56.013.661)	(62.740.638)	(19.256.205)	(16.699.757)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	182.103.082	125.978.039	162.533.411	72.861.555	51.241.165
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(75.461.655)	(60.345.287)	(53.642.921)	(16.653.239)	(9.397.437)
<b>Esas Faaliyet Kârı/Zararı</b>	<b>577.413.658</b>	<b>642.487.477</b>	<b>676.857.344</b>	<b>150.085.023</b>	<b>140.680.123</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	260.915	395.280	32.401	15.342	-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(16.846.486)	-	(205.277)	-	(12.576)
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kârı/Zararı</b>	<b>560.828.087</b>	<b>642.882.757</b>	<b>676.684.468</b>	<b>150.100.365</b>	<b>140.667.547</b>
Finansman Gelirleri (+)	32.469.395	55.088.249	77.179.956	7.320.473	9.781.859
Finansman Giderleri (-)	(130.734.600)	(459.054.009)	(627.675.017)	(165.151.744)	(113.053.191)
Parasal Kayıp/Kazanç	(61.970.099)	(62.442.864)	44.517.829	35.575.280	30.811.599
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kârı/Zararı</b>	<b>400.592.783</b>	<b>176.474.133</b>	<b>170.707.236</b>	<b>27.844.374</b>	<b>68.207.814</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri)/Geliri	(54.258.931)	(82.889.663)	(91.032.674)	(25.897.407)	(36.177.077)
Dönem Vergi Gideri/Geliri	(85.367.428)	(81.950.798)	(64.664.269)	(9.204.040)	(22.132.292)
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	31.108.497	(938.865)	(26.368.405)	(16.693.367)	(14.044.785)
<b>Dönem Kârı/Zararı</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 ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

## 5- DEĞERLEME HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Şirket'in sermaye artırımını ve ortak satışı yoluyla halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem dikkate alınmıştır. Gelir Yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Pazar Yaklaşımı kapsamında Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmıştır.

Kullanılan değerlendirme yöntemlerine ilişkin ağırlıklandırma aşağıda yer almaktadır.

- Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları – (%45)
- Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi – (%55)

### 5.1 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

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.

Beta hesaplaması için pratik alternatif yaklaşımlar kurgulanabilmekle birlikte, Şirket'in payları henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan, istatistiki olarak paya özgü standart beta hesabı yapılamamaktadır. Buna bağlı olarak değerlendirme çalışmasında beta katsayısı 1 olarak kabul edilmiştir.

Piyasa risk primi son dönemdeki piyasa teamüllerine paralel olarak projeksiyon dönemi boyunca %5,5 olarak varsayılmıştır.

Özkaynak maliyeti, beta katsayısı ile piyasa risk primi çarpılarak risksiz faiz oranına eklenerek hesaplanmıştır.

Şirket'in finansal kaldıraç oranı, 31.03.2026 tarihli finansal tablolar esas alınarak ve TFRS 16 kapsamında muhasebeleştirilen kiralama yükümlülükleri hariç tutulmak suretiyle %57,6 olarak hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca hesaplanan finansal kaldıraç oranı sabit tutulmuştur.

Borçlanma maliyeti hesaplanırken, risksiz getiri oranı üzerine Şirket'e özgü riskler, finansman koşulları ve piyasa şartları dikkate alınarak 500 baz puan ek risk primi ilave edilmiştir.

AOSM dahilinde kullanılan kurumlar vergisi oranı, halka açıldıktan sonraki 5 sene için %2 indirim ve sanayi sicil belgesini haiz ve fiilen üretim faaliyetiyle işgal eden kurumların münhasıran üretim faaliyetinden elde ettikleri kazançlarına kurumlar vergisi oranı için %1 indirim uygulanmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca kurumlar vergisi oranı %22, uç değer hesabına konu olan dönem için ise %24 olarak varsayılmıştır.

Yukarıda belirtilen varsayımlar doğrultusunda, projeksiyon dönemi boyunca hesaplanan AOSM ortalaması %26,9 olarak belirlenmiştir. Uç değer hesaplamasında kullanılan AOSM ise uzun vadeli makroekonomik dengeler ve faiz oranı beklentileri dikkate alınarak %15,4 olarak varsayılmıştır.

AOSM	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	Uç Değer
Risksiz Faiz Oranı	38,6%	32,1%	25,6%	19,1%	12,6%	12,6%
Beta	1	1	1	1	1	1
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>AOSM</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 ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

İNA Analizi (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	
Satışların Maliyeti (-) (TFRS 16 Öncesi)	(1.839.438.234)	(3.013.208.769)	(3.978.984.678)	(5.242.573.516)	(6.792.425.263)	
Brüt Kar	862.359.426	1.473.077.600	2.064.860.095	2.827.296.419	3.905.451.074	
Brüt Kar Marjı (%)	31,90	32,80	34,20	35,00	36,50	
Faaliyet Giderleri (-)	(274.558.382)	(455.219.317)	(611.717.167)	(815.085.396)	(1.078.352.853)	
Faaliyet Giderleri / Satışlar (%)	10,2	10,1	10,1	10,1	10,1	
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gid. (TFRS 16 Öncesi)	(218.253.451)	(355.488.719)	(477.442.720)	(635.799.302)	(840.681.059)	
Genel Yönetim Giderleri	(56.304.931)	(99.670.598)	(134.274.447)	(179.286.094)	(237.671.794)	
Kira Gelirleri	41.146.940	51.396.177	59.773.754	66.827.056	73.977.551	
Esas Faaliyet Karı	628.947.985	1.069.254.460	1.512.916.681	2.079.038.079	2.901.075.772	
Amortisman (TFRS 16 Öncesi)	124.476.925	166.521.814	181.421.239	196.968.573	215.170.994	
FAVÖK	753.424.909	1.235.776.274	1.694.337.920	2.276.006.652	3.116.246.766	
FAVÖK Marjı (%)	27,9	27,5	28,0	28,2	29,1	
Vergi (-)	(124.672.940)	(235.235.981)	(332.841.670)	(457.388.377)	(638.236.670)	
NİŞ Değişimi	(246.234.771)	(855.712.144)	(1.083.249.389)	(1.380.886.940)	(1.686.763.141)	
Yatırımlar	(6.468.429)	(17.749.200)	(35.857.800)	(30.958.600)	(42.982.750)	
Serbest Nakit Akımı	358.048.769	127.078.949	242.389.061	406.772.735	748.264.205	2.083.707.380
Devam Eden Değer	-	-	-	-	-	21.108.982.650
AOSM (%)	38,3	32,6	26,9	21,3	15,6	15,4
İndirgeme Dönemi	0,38	1,38	2,38	3,38	4,38	
İndirgeme Faktörü	0,89	0,68	0,52	0,42	0,36	0,36
<b>İndirgenmiş Nakit Akımları</b>	<b>317.071.615</b>	<b>86.089.650</b>	<b>126.571.533</b>	<b>171.220.807</b>	<b>266.065.507</b>	<b>7.505.867.768</b>

<b>İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları</b>	<b>967.019.112</b>
Devam Eden Değer Büyüme Oranı	5,50%
İndirgenmiş Devam Eden Değer	7.505.867.768
<b>Firma Değeri</b>	<b>8.472.886.880</b>
+ Nakit ve Nakit Benzerleri	133.290.105
- Finansal Borçlar	(1.985.873.444)
Özkaynak Değeri (31.03.2026)	6.620.303.541
<b>Özkaynak Değeri (02.06.2026)</b>	<b>7.051.127.016</b>

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 çıkarılarak Şirket'in 31.03.2026 tarihindeki özsermaye değeri 6.620.303.541 TL olarak hesaplanmıştır. 31.03.2026 tarihli özsermaye değeri, değerlendirme tarihi olan 02.06.2026 tarihindeki karşılığına 2026 yılı ağırlıklı özsermaye maliyeti kullanılarak getirilmiş ve özsermaye değeri **7.051.127.016 TL** olarak hesaplanmıştır.

## 5.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Kılavuz Emsaller Yönteminde, Şirketin değerini doğru saptayabilmek adına 02.06.2026 tarihli Bloomberg ve Finnet verileri kullanılarak BIST Taş, Toprak Endeksi, BIST Ana Pazar ve Yurt Dışı Benzer Şirketler olmak üzere üç farklı emsal grubu belirlenmiştir.

Değerleme sürecinde şirketlerin operasyonel performansını ve gerçek kârlılığını en etkin yansıtan çarpanın FD/FAVÖK olduğu görülmüş ve analize bu oran dahil edilmiştir. Diğer taraftan; şirketler arası marj farklılıklarını göz ardı eden FD/Net Satışlar çarpanı, farklı ülkelerin vergi ve teşvik uygulamalarından etkilenen F/K çarpanı ve borçlanma/temettü politikaları nedeniyle özkaynakları saptırabilecek olan PD/DD çarpanı analiz dışı bırakılmıştır.

Çarpanın belirlenmesi sonrasında uç değerler olarak kabul edilen ve değerlemeyi etkilemesi olası çarpanların tespit edilmesi ile değerlemeye dahil edilmemesi için ilgili çarpan grubuna ilişkin medyan değerinin 1,5 katsayısına bölünmesi suretiyle alt sınır, medyan değerinin 1,5 katı alınması suretiyle ise üst sınır belirlenmiştir. Alt ve üst sınırlar hesaplandıktan sonra alt sınırın altında kalan ve üst sınırın üstünde kalan çarpanlar değerlemeye dahil edilmemiştir.

Değerlemede kullanılan finansal veriler aşağıdaki gibidir:

Özet Finansallar (TL)	31.12.2025 (A)	31.03.2025 (B)	31.03.2026 (C)	Yıllıklandırılmış (A)-(B)+(C)
<b>Nakit ve Nakit Benzerleri</b>			132.693.793	
<b>Finansal Yatırımlar</b>			596.312	
<b>Toplam Finansal Borçlar</b>			2.055.225.379	
<b>Net Borç</b>			<b>1.921.935.274</b>	
<b>FAVÖK (D)</b>	832.930.459	186.253.738	183.384.667	830.061.388
<b>Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir / Giderler (Net) (E)</b>	108.890.490	56.208.316	41.843.728	94.525.902
<b>Kira Geliri (F)</b>	33.999.376	9.344.334	2.372.261	27.027.303
<b>Düzeltilmiş FAVÖK (D)-(E)+(F)</b>	<b>758.039.345</b>	<b>139.389.756</b>	<b>143.913.200</b>	<b>762.562.789</b>

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

### 5.2.1 Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanları

Çarpan	Katsayı	Gösterge	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
<b>FD / FAVÖK</b>	8,7	762.562.789	4.746.676.319	100%	4.746.676.319
<b>Toplam (TL)</b>					<b>4.746.676.319</b>

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

Yurt dışı benzer şirketler analizinde, **FD/FAVÖK** çarpanı **8,7x** olarak dikkate alınmıştır. Bu çarpanın, Şirket'in son 12 aylık **762.562.789 TL** tutarındaki FAVÖK'üne uygulanması ve net borcun eklenmesi sonucunda **4.746.676.319 TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır.

### 5.2.2 BİST Taş, Toprak Endeksi Şirket Çarpanları

Çarpan	Katsayı	Gösterge	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
<b>FD / FAVÖK</b>	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 ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

BİST taş, toprak endeksi şirket çarpanları analizinde, **FD/FAVÖK** çarpanı **8,9x** olarak dikkate alınmıştır. Bu çarpanın, Şirket'in son 12 aylık **762.562.789 TL** tutarındaki FAVÖK'üne uygulanması ve net borcun eklenmesi sonucunda **4.864.873.551 TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır.

### 5.2.3 Ana Pazar Endeksi Şirket Çarpanları

Çarpan	Katsayı	Gösterge	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
<b>FD / FAVÖK</b>	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 ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

Ana pazar endeksi şirket çarpanları analizinde, **FD/FAVÖK** çarpanı **14,8x** olarak dikkate alınmıştır. Bu çarpanın, Şirket'in son 12 aylık **762.562.789 TL** tutarındaki FAVÖK'üne uygulanması ve net borcun eklenmesi sonucunda **9.333.491.497 TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır.

#### 5.2.4 Pazar Yaklaşımı Özeti

Pazar Yaklaşımı Özet (TL)	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Özsermaye Değeri
<b>BIST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri</b>	4.864.873.551	20%	972.974.710
<b>BIST Ana Pazar Endeksi Şirketleri</b>	9.333.491.497	20%	1.866.698.299
<b>Yurt Dışı Benzer Şirketler</b>	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 ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışmasında, şirketin faaliyet konusuyla birebir örtüşen yurt içi halka açık şirket sayısının az olması, buna karşın iş modeli ve ürün gamı bakımından yurt dışı benzer şirketlerin daha yüksek uyum göstermesi nedeniyle yurt dışı benzer şirket analizine **%60** oranında ağırlık verilmiştir. Şirketin faaliyetlerini ağırlıklı olarak Türkiye’de sürdürmesi ve Borsa İstanbul’da işlem göreceği olması sebebiyle yurt içi piyasa çarpanları da analize dahil edilerek **%40** ağırlığa sahip olmuştur. Yurt içi çarpanlar kendi arasında eşit paylaştırılmış; BIST Ana Pazar Endeksi ve BIST Taş ve Toprak Endeksi şirketlerine %20’şer ağırlık verilmiştir. Bu ağırlıklandırma modeli sonucunda pazar yaklaşımına göre **5.687.678.801 TL** tutarında ağırlıklı özsermaye değerine ulaşılmıştır.

#### 6- DEĞERLEME SONUCU

Değerleme çalışmasında Gelir Yaklaşımı kapsamında uygulanan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) yöntemi ile Pazar Yaklaşımı kapsamında uygulanan Çarpan Analizi yöntemi sırasıyla %45 ve %55 olarak ağırlıklandırılmıştır. Ağırlıklandırılma sonucunda Şirket’in halka arz öncesi özsermaye değeri **6.301.230.497 TL** olarak hesaplanmıştır.

Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (TL)	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Özsermaye Değeri
<b>1. Gelir Yaklaşımı</b>	<b>7.051.127.016</b>	<b>45%</b>	<b>3.173.007.157</b>
<b>2. Pazar Yaklaşımı</b>	<b>5.687.678.801</b>	<b>55%</b>	<b>3.128.223.340</b>
2.1. BIST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri	4.864.873.551	20%	972.974.710
2.2. BIST Ana Pazar Endeksi Şirketleri	9.333.491.497	20%	1.866.698.299
2.3. Yurt Dışı Benzer Şirketler	4.746.676.319	60%	2.848.005.791
<b>Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri (1+2)</b>			<b>6.301.230.497</b>

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

Halka arz kapsamında uygulanan %27,03 oranındaki iskonto sonrasında Şirket’in piyasa değeri **4.598.000.000 TL** seviyesine gerilemekte olup, bu çerçevede halka arz birim pay fiyatı **20,9 TL** olarak belirlenmiştir.

<b>Özet Halka Arz Bilgileri</b>	<b>(TL)</b>
Çıkarılmış Sermaye	220.000.000
Sermaye Artırımı	60.000.000
Ortak Satışı	7.000.000
Yeni Sermaye	280.000.000
Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri	6.301.230.497
<b>Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Pay Değeri</b>	<b>28,64</b>
Halka Arz İskontosu	27,03%
<b>İskonto Sonrası Özsermaye Değeri</b>	<b>4.598.000.000</b>
<b>İskonto Sonrası 1 TL Nominal Pay Değeri</b>	<b>20,9</b>
Halka Arza Konu Nominal Paylar	67.000.000
Halka Açıklık Oranı	23,93%
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	<b>1.400.300.000</b>

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

## 7- GÖRÜŞ

Fiyat Tespit Raporu kapsamında kullanılan değerlendirme metodolojileri, varsayımlar ve ulaşılan sonuçlar tarafımızca incelenmiştir.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket'in faaliyetleri, sektördeki konumu, büyüme stratejileri ve finansal performansına ilişkin verilen bilgi ve açıklamaların yeterli düzeyde olduğu değerlendirilmektedir.

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi ve Çarpan Analizi yöntemlerinin birlikte kullanılmasını uygun buluyoruz. Şirket'in devam eden yatırımlarının ve büyüme potansiyelinin İNA analizine yansıtılması, piyasa fiyatlamasının dikkate alınması amacıyla Çarpan Analizi'nin kullanılması değerlendirme çalışmasını destekleyen bir yaklaşım olarak değerlendirilmektedir.

İNA analizinde kullanılan projeksiyonların Şirket'in mevcut faaliyet yapısı, kapasite artışı yatırımları ve sektörel beklentileri ile genel olarak uyumlu olduğu kanaatindeyiz.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında kullanılan varsayımların makul seviyelerde olduğunu ve hesaplanan iskonto oranının Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörün risk-getiri dinamiklerini yansıttığını düşünüyoruz.

Çarpan Analizi kapsamında kullanılan benzer şirketlerin faaliyet alanları bakımından Şirket ile karşılaştırılabilir nitelikte olduğunu ve uygulanan metodolojinin değerlendirme sonucunu desteklediğini değerlendiriyoruz.

Değerleme sonucunda ulaşılan özsermaye değeri üzerinden uygulanan %27,03'lük halka arz iskontosunun makul olduğu görüşündeyiz.

Sonuç olarak, Fiyat Tespit Raporu'nda kullanılan değerlendirme yöntemleri, varsayımlar ve uygulanan halka arz iskontosu birlikte değerlendirildiğinde, pay başına belirlenen **20,9 TL** halka arz fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.

## ÇEKİNCE

Bu raporda yer alan bilgi, yorum ve değerlendirmeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan içerik genel nitelikte olup yatırımcıların mali durumları ve risk profilleri gözetilmeksizin hazırlanmıştır. Bu nedenle yalnızca raporda yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerle örtüşmeyen sonuçlar doğurabilir.

Rapor, kamuya açık ve güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen veriler esas alınarak hazırlanmıştır. Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş., söz konusu bilgilerin doğruluğu ve eksiksizliği konusunda garanti vermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmelere dayanılarak alınacak kararlar sonucunda doğabilecek zarar ve kayıplardan sorumlu tutulamaz. Halka arza ilişkin nihai bilgiler Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanan izahnamede yer almaktadır.