



**İSVEA SERAMİK VE BANYO ÜRÜNLERİ SANAYİ  
ANONİM ŞİRKETİ**

**FİYAT TESPİT RAPORU**

**03.06.2026**

  
HALKYATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## İÇİNDEKİLER

1. RAPOR ÖZETİ .....	7
2. YÖNETİCİ ÖZETİ .....	10
3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ .....	11
4. SEKTÖREL GÖRÜNÜM.....	34
5. DEĞERLEME ANALİZİ.....	37
6. SONUÇ .....	66

  
HALKYATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## TABLULAR

Tablo 1: Halka Arz Edilen Pay Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü .....	10
Tablo 2: Sermaye Yapısı.....	11
Tablo 3: Üretim Tesisleri.....	17
Tablo 4: Üretim Kapasiteleri.....	18
Tablo 5: Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço .....	21
Tablo 6: Nakit ve Nakit Benzerleri .....	23
Tablo 7: Kısa Vadeli Ticari Alacaklar .....	23
Tablo 8: Stoklar .....	24
Tablo 9: Peşin Ödenmiş Giderler.....	24
Tablo 10: Diğer Alacaklar .....	25
Tablo 11: Maddi Duran Varlıklar .....	25
Tablo 12: Kullanım Hakkı Varlıkları.....	26
Tablo 13: Toplam Yükümlülükler .....	27
Tablo 14: Ticari Borçlar .....	27
Tablo 15: Ertelenmiş Gelirler .....	28
Tablo 16: Diğer Borçlar .....	28
Tablo 17: Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu .....	29
Tablo 18: Hasılat .....	29
Tablo 19: Brüt Kar.....	30
Tablo 20: Faaliyet Giderleri .....	31
Tablo 21: Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri.....	31
Tablo 22: Genel Yönetim Giderleri .....	32
Tablo 23: Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler .....	32
Tablo 24: Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler .....	33
Tablo 25: Finansman Gelirleri.....	33
Tablo 26: Finansman Giderleri.....	33
Tablo 27: Türkiye Seramik Sağlık Gereçleri İç Pazarı .....	34
Tablo 28: Türkiye Seramik Sağlık Gereçleri İhracat Göstergeleri: .....	35
Tablo 29: Türkiye'nin Seramik Sağlık Gereçleri İhracat Pazarları: .....	35
Tablo 30: Türkiye Seramik Sağlık Gereçleri İthalat Göstergeleri .....	35
Tablo 31: Türkiye'nin Seramik Sağlık Gereçleri İthalatı Yaptığı Ülkeler 2023 - 2024.....	35

Tablo 32:Dünya Seramik Sağlık Gereçleri İhracatçıları 2023 - 2024.....	36
Tablo 33:Dünya Seramik Sağlık Gereçleri İthalatçıları 2023 - 2024.....	36
Tablo 34: Makro Varsayımlar .....	38
Tablo 35: Kanal Bazında Satış Adetleri.....	38
Tablo 36: Ürünler Bazında Ortalama Birim Satış Fiyatları .....	40
Tablo 37: Net Satışlar .....	41
Tablo 38: Ürünler Bazında Ortalama Birim Maliyet .....	43
Tablo 39: Satışların Maliyeti.....	43
Tablo 40: Brüt Karlılık.....	45
Tablo 41: Faaliyet Giderleri.....	45
Tablo 42: Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri.....	46
Tablo 43: Genel Yönetim Giderleri .....	47
Tablo 44: Yatırımlar ve Amortisman.....	47
Tablo 45: Net İşletme Sermayesi İhtiyacı.....	48
Tablo 46: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM").....	50
Tablo 47: İndirgenmiş Nakit Akımları.....	51
Tablo 48: Değerlemede Kullanılan Finansal Veriler .....	53
Tablo 49: Yurt Dışı Benzer Şirketler.....	54
Tablo 50: Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri Hesabı .....	55
Tablo 51: BIST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri.....	56
Tablo 52: BIST Taş, Toprak Endeksi Şirket Çarpanları .....	57
Tablo 53: BIST Taş, Toprak Endeksi Şirket Çarpanları .....	58
Tablo 54: BIST Ana Pazar Endeksi Şirket Çarpanları .....	58
Tablo 55: BIST Ana Pazar Endeksi Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri Hesabı .....	65
Tablo 56: Pazar Yaklaşımı Değer Özeti.....	65
Tablo 57: Halka Arz Öncesi Özsermaye Değer .....	66
Tablo 58: Halka Arz Pay Fiyatı ve İskonto Hesabı.....	66

**KISALTMALAR**

<b>Kısaltmalar</b>	<b>Tanımlar</b>
<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>ABD Doları, Dolar, USD</b>	Amerika Birleşik Devletleri para birimi
<b>Ahlatıcı Yatırım</b>	Ahlatıcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
<b>Ana Pazar</b>	Borsa'ya ilk kotasayonda halka arz edilen kısmının piyasa değeri 500.000.000 TL ve 2.000.000.000 TL aralığında olan payların işlem göreceği pazar.
<b>A.Ş.</b>	Anonim Şirket
<b>Avro, EUR</b>	Avrupa Birliği Para Birimi
<b>BAE</b>	Birleşik Arap Emirlikleri
<b>BİST, BİAŞ, Borsa, Borsa İstanbul</b>	Borsa İstanbul A.Ş.
<b>Bloomberg</b>	Bloomberg Terminali , finansal veri sağlayıcısı Bloomberg LP tarafından sağlanan ve finansal hizmet sektörü ile diğer sektörlerdeki profesyonellerin Bloomberg Profesyonel Hizmetlerine erişmesini sağlayan bir bilgisayar yazılım sistemidir.
<b>Cad.</b>	Cadde
<b>Duroplast</b>	Sentetik reçine ve yenilenebilir selülozun karışımı olan monomer grubu yüksek sertlik ve darbe dayanıma sahip polimer malzemenin teknik adıdır.
<b>Ece Holding</b>	Ece Holding A.Ş.
<b>Evye</b>	Ev ve lokanta mutfaklarında bulaşık yıkama amaçlı olarak kullanılan FFC teknik adıyla bilinen Fine Fire Clay seramik malzemesinden yapılmış, gerektiğinde gideri kapatılarak bir bulaşık havuzu gibi kullanılan teknedir.
<b>FAVÖK</b>	Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kar
<b>FFC, Fine Fire Clay</b>	Seramik sağlık gereçleri sektöründe üretilen ürünler için iki farklı çamur kullanılmaktadır. Bu çamurlar; vitrifiye çamurları ve Fine-Fire Clay çamurlarıdır. Uzun ebatlı ve düşük pişme deformasyonun gerekliliği bulunan lavabo türü ürünler FFC çamurları ile üretilmektedir.
<b>Finnet</b>	Finnet Elektronik Yayıncılık Data İletişim San. Tic. Ltd. Şti.
<b>Fiyat Tespit Raporu / İşbu rapor</b>	Halk Yatırım tarafından hazırlanan 03.06.2026 tarihli fiyat tespit raporu
<b>G</b>	İşbu fiyat tespit raporunun değerleme analizi bölümünde gerçekleşen yıllar için kullanılmıştır.
<b>Gömme Rezervuar</b>	Klozetlerde temizlik için kullanılan, suyun depolanmasına yarayan, dışarıdan görünmeyen, haznesi duvarın içinde gizlenen bir rezervuar çeşididir.
<b>Halk Yatırım</b>	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
<b>Halka Arz Edilen Paylar / Halka Arz Edilecek Paylar</b>	İhraççı'nın çıkarılmış sermayesinin 220.000.000 TL'den 280.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılabacak toplam 60.000.000 TL nominal değerli 60.000.000 adet (B) Grubu pay ile mevcut ortaklardan Erdem Çenesiz'in sahip olduğu toplamda 3.710.000 TL nominal değerli 3.710.000 adet hamiline yazılı (B) Grubu, Neslihan Onur'un sahip olduğu toplamda 980.000 TL nominal değerli 980.000 adet hamiline yazılı (B) Grubu, Münevver Çenesiz'in sahip olduğu toplamda 980.000 TL nominal değerli 980.000 adet hamiline yazılı (B) Grubu, Ahmet Çenesiz'in sahip olduğu toplamda 980.000 TL nominal değerli 980.000 adet hamiline yazılı (B) Grubu ve Nuri Bülent Onur'un sahip olduğu toplamda 350.000 TL nominal değerli 350.000 adet hamiline yazılı (B) Grubu pay olmak üzere toplam 67.000.000 TL nominal değerli 67.000.000 adet (B) Grubu pay
<b>IMF</b>	International Monetary Fund, Uluslararası Para Fonu

<b>Kısaltmalar</b>	<b>Tanımlar</b>
<b>Isv Saniter</b>	Isv Saniter Seramik Sanayi A.Ş.
<b>İMSAD</b>	Türkiye İnşaat Malzemesi Sanayicileri Derneği
<b>İsvea Mobilya</b>	İsvea Mobilya ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş.
<b>İsvea Seramik, Şirket veya İhraççı</b>	İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş.
<b>İsvea Veltz</b>	İsvea Veltz Teknolojik ve Elektronik Yapı Malzemeleri Sanayi A.Ş.
<b>KAP</b>	Kamuyu Aydınlatma Platformu
<b>KEP</b>	Kayıtlı Elektronik Posta
<b>Kg, kg</b>	Kilogram
<b>MDF (Medium Density Fiberboard)</b>	Orta Yoğunlukta Lif Levha
<b>NİS</b>	Net İşletme Sermayesi
<b>No.</b>	Numara
<b>OAİB</b>	Orta Anadolu İhracatçı Birlikleri Genel Sekreterliği
<b>OSB</b>	Organize Sanayi Bölgesi
<b>Org.</b>	Organize
<b>Pay Tebliği</b>	VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği
<b>PP, PoliPropilen</b>	Otomotiv sanayiinde kullanılan parçalardan, tekstil ve yiyecek paketlemesine kadar çok geniş kullanım alanı olan termoplastik bir polimerdir.
<b>San.</b>	Sanayi
<b>SPK, Kurul</b>	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>SPL</b>	Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.
<b>T</b>	İşbu fiyat tespit raporunun değerlendirme analizi bölümünde yer verilen projeksiyon dönemini kapsayan yıllar için kullanılmıştır.
<b>T.C.</b>	Türkiye Cumhuriyeti
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TFRS</b>	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
<b>TFRS 16</b>	Türkiye Finansal Raporlama Standardı 16 – Kiralamalar
<b>Ticaret Bakanlığı</b>	Türkiye Cumhuriyeti Ticaret Bakanlığı
<b>TL</b>	Türk Lirası
<b>TTSG</b>	Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
<b>TÜFE</b>	Tüketici Fiyat Endeksi
<b>TÜRKAK</b>	Türk Akreditasyon Kurumu
<b>UDS</b>	Uluslararası Değerleme Standartları
<b>ÜFE</b>	Üretici Fiyat Endeksi
<b>vb.</b>	Ve Benzeri
<b>Vitreous China</b>	Camsı Seramik (Vitreous çini, seramiklere, özellikle de porselenlere, pişirildikten sonra uygulanan bir emaye kaplamadır. Kaplama, porseleni daha sert, daha yoğun ve daha parlak hale getirir ve tuvalet ve lavabo gibi eşyalar için yaygın bir seçimdir.)
<b>Vitrifiye Seramik</b>	Seramik Sağlık gereçleri olarak adlandırılan yüksek ısıda (1.200 C°) üretilmiş, su emme özelliği tamamen ortadan kaldırılmış dolayısıyla bünyesine bakteri ve mikrop almadığı için hijyen şartlarını sağlayan porselen yüzey kalitesine sahip klozet, lavabo, pisuar, tuvalet taşı ve buna benzer ürün grubunun teknik adıdır.
<b>YBBO</b>	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

  
**HALKYATIRIM**  
**MENKUL DEĞERLER A.Ş.**

## 1. RAPOR ÖZETİ

### Raporun Amacı

Bu Fiyat Tespit Raporu ("**Rapor**"), Halk Yatırım, Ahlatıcı Yatırım ve Şirket arasında 23.09.2024 tarihinde imzalanmış olan "Halk Arza Aracılık ve Finansal Danışmanlık Sözleşmesi", 14.10.2024 tarihinde imzalanmış olan "Ek Protokol" ve 21.02.2025 tarihinde imzalanmış olan "Tadil Sözleşmesi" kapsamında, Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer SPK'nın III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

### 1.1. Etik İlkeler

Şirket'in Rapor'da yer alan değerlendirme çalışmasının SPK'nın III.62-1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'i ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak; Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kurallarında belirtilen aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme kapsamında kurulan ilişkilerde ve gerçekleştirilen çalışmalarda doğru beyana dayalı, meslek kurallarına uygun, zamanında ve eksiksiz hareket ederek; güveni zedeleyici hareketlerden özenle kaçınılmıştır. Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Müşteri'nin değerlendirme taleplerini yerine getirmek için, zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde, kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun sonucunda bulunacak değer tespitine bağlı olarak belirlenmemiştir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına bağlı değildir.
- Rapor'da kullanılan Şirket ile ilgili bilgiler; Bloomberg, Finnet verileri, kamuya açık bilgiler ile Şirket'ten ve Şirket'in bağımsız denetim raporundan elde edilen bilgilerden oluşmaktadır.
- Değerleme çalışması, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Üyeleri'nin; birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kurallarını ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır.

  
HALK YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## 1.2. Sorumluluk Beyanı

SPK'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca SPK'nın 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden; "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile SPK'nın kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, işbu Rapor'da 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.

## 1.3. Fiyat Tespit Raporunu Hazırlayan Kuruluş ve Proje Ekibi

İşbu Rapor 11/11/2015 tarih ve G-015 (269) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin her ikisinde de bulunma izni olan Halk Yatırım tarafından hazırlanmıştır.

Ayrı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine de birlikte sahip olan Halk Yatırım, SPK'nın 11.04.2019 tarih ve 21 / 500 sayılı Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar Hakkındaki İlke Kararı ile 13.01.2022 tarih ve 2 / 56 sayılı kararı uyarınca "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" ile "Makine ve Ekipmanları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" olmak üzere iki ayrı listenin oluşturulması kapsamında, 06.10.2022 tarih ve 58 / 1477 sayılı Kurul onayı ile "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar" listesine alınmış olup, istenen şartlara haiz olarak gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti vermektedir. Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlayan Halk Yatırım değerlemeyi tarafsız, bağımsız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip personel istihdam etmektedir. Halk Yatırım'ın, 23.09.2024 tarihinde imzalanmış olan "Halka Arza Aracılık ve Finansal Danışmanlık Sözleşmesi", 14.10.2024 tarihinde imzalanmış olan "Ek Protokol" ve 21.02.2025 tarihinde imzalanmış olan "Tadil Sözleşmesi" dışında değerlendirme konusu Şirket ile önemli bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır.

### Proje Ekibi

Değerleme çalışması, Halk Yatırım'ın Kurumsal Finansman Bölümü çalışanlarından oluşan ve konusunda uzman bir ekip tarafından yürütülmüştür. Çalışma ekibi üyeleri, bu raporu hazırlayabilmek için gerekli bilgi birikimine sahip olup, toplamda 40 yıldan fazla tecrübeye sahiptir.

**Güner Gezen**, Halk Yatırım'da Kurumsal Finansman ve Hazine'den sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Vekili pozisyonunda çalışmaktadır. Sektör içerisinde çeşitli aracı kurumlarda uzman, yönetmen, müdür ve direktör olarak çalışmıştır. Sermaye piyasalarında yaklaşık 23 senelik tecrübesi bulunmaktadır. Lisans eğitimini İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi'nden 2002 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir (SPL Düzey Lisans, sicil no: 209861)

**Menevşe Özdemir Dilidüzgün**, Halk Yatırım'da Kurumsal Finansman Birimi'nde Müdür pozisyonunda çalışmakta olup, halka arzlar, şirket satın alma ve birleşmeleri ile borçlanma araçları ve kira sertifikası ihraçları konusunda 16 senelik tecrübesi bulunmaktadır. Lisans eğitimini Bilkent Üniversitesi, İşletme Bölümü'nden 2009 yılında mezun olarak tamamlamıştır. Yüksek Lisans eğitimini ise Boğaziçi Üniversitesi, Finans Mühendisliği Bölümü'nde tamamlamıştır. Doktorasını ise Bahçeşehir Üniversitesi'nden Finans alanında almıştır. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 205720).

**Gizem Ermiş**, Halk Yatırım'da Kurumsal Finansman Birimi'nde Analist pozisyonunda çalışmaktadır. Lisans eğitimini Ege Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü'nden 2018 yılında mezun olarak tamamlamıştır. SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no:305951).

**Adem Yılmaz**, Halk Yatırım'da Kurumsal Finansman Birimi'nde Analist pozisyonunda çalışmaktadır. Lisans eğitimini Marmara Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Çalışma Ekonomisi ve

8  
  
HALKYATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Endüstri İlişkileri Bölümü'nden 2021 yılında mezun olarak tamamlamıştır. SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no:927651).

#### 1.4. Sınırlayıcı Şartlar

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler, Reform Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanan 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025, 31.03.2025 ve 31.03.2026 dönemleri için hazırlanan özel bağımsız denetim raporu ile kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgilere ve Halk Yatırım'ın bulgularına, tahminlerine ve analizlerine dayanmaktadır.

Halk Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi, bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde, bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Halk Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını taahhüt edememektedir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek bir değişimin olmayacağı varsayılmıştır.

Kullanılan finansal bilgiler, Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan tahminler, Halk Yatırım değerlendirme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte; tam olarak doğruluğu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir.

Halk Yatırım tarafından, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakar bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, projeksiyonların gerçekleştirilebilir olduğu yönünde kanaat getirilmiştir.

Farklı tarihlerdeki finansal verilerle, farklı değerlendirme yöntemleri ve ağırlık oranlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Bu raporda Pazar Yaklaşımı kapsamında çarpan analizleri için kullanılan halka açık şirketlerin mali yapılarına ve piyasa değerlerine ilişkin veriler, kamuya açık kaynaklar, Bloomberg ve Finnet adlı veri sağlayıcı platformlar kullanılmıştır.

Halk Yatırım tarafından Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

#### 1.5. Müşteri, Kullanım, Dağıtım ve Yayınlama Kısıtlamaları

İşbu Rapor ve içinde yer alan veriler VII – 128.1 sayılı Pay Tebliği'nin hükümleri uyarınca kamuya açıklanacaktır, ancak bu Rapor'un muhatabı Şirket olarak kalacaktır.

İşbu Rapor, Şirket'in paylarının halka arz işlemiyle ve ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır.

9  


## 1.6. Değerlemesi Yapılacak Varlık, Değerleme Tarihi ve Para Birimi

Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak, 1 TL nominal değerli 1 adet payın değeri hesaplanmıştır. Değerleme çalışmasında para birimi olarak Türk Lirası kullanılmıştır.

İşbu Rapor halka arz edilecek olan Şirket paylarının satış fiyatının nominal değerinden yüksek olmasından dolayı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak hazırlanmıştır.

## 1.7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş.'nin sermaye artırımını ve ortak satışı yoluyla halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem dikkate alınmıştır:

- i. Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları
- ii. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Değerleme metodolojileri, sektörün ve Şirket'in özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve söz konusu küresel ölçekte kabul görmüş yöntemlerin Şirket değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatine varılmıştır.

## 2. YÖNETİCİ ÖZETİ

İşbu Rapor'un hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları ile Pazar Yaklaşımı - Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmıştır.

### Sermaye Yapısı ve Halka Arza İlişkin Bilgiler

Sermayesi 220.000.000 TL olan Şirket'in halka arz iskontosu öncesi özsermaye değeri 6.301.230.497 TL, pay başına değeri 28,64 TL olarak hesaplanmıştır. Yaklaşık %27,03 oranında halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 4.598.000.000 TL, pay başına değer ise 20,90 TL olarak hesaplanmıştır. Halka arz, Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 220.000.000 TL'den 280.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılabilecek 60.000.000 TL nominal değerli 60.000.000 adet (B) Grubu pay ve mevcut ortaklardan Erdem Çenesiz'in sahip olduğu toplamda 3.710.000 TL nominal değerli 3.710.000 adet hamiline yazılı B Grubu pay, Neslihan Onur'un sahip olduğu toplamda 980.000 TL nominal değerli 980.000 adet hamiline yazılı B Grubu pay, Münevver Çenesiz'in sahip olduğu toplamda 980.000 TL nominal değerli 980.000 adet hamiline yazılı B Grubu pay, Ahmet Çenesiz'in sahip olduğu toplamda 980.000 TL nominal değerli 980.000 adet hamiline yazılı B Grubu pay ve Nuri Bülent Onur'un sahip olduğu toplamda 350.000 TL nominal değerli 350.000 adet hamiline yazılı B Grubu pay olmak üzere toplam 67.000.000 TL nominal değerli 67.000.000 adet B Grubu payın halka arzı suretiyle gerçekleştirilecektir. Buna göre, halka arzın büyüklüğü 1.400.300.000 TL olup, halka açıklık oranı %23,93 olarak hesaplanmıştır.

**Tablo 1: Halka Arz Edilen Pay Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü**

	(TL)
Çıkarılmış Sermaye	220.000.000
Sermaye Artırımı	60.000.000
Ortak Satışı	7.000.000
Yeni Sermaye	280.000.000
<b>Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri</b>	<b>6.301.230.497</b>
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Pay Değeri	28,64
<b>Halka Arz İskontosu</b>	<b>%27,03</b>
İskonto Sonrası Özsermaye Değeri	4.598.000.000
<b>İskonto Sonrası 1 TL Nominal Pay Değeri</b>	<b>20,90</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>

### 3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

#### 3.1.Genel Bakış

Şirket 22.06.2015 tarihinde Özbirikim Gayrimenkul A.Ş. unvanı altında Çorum Ticaret Sicil Müdürlüğü'nde tescil edilerek, 26.06.2015 tarih ve 8850 sayılı TTSG'de ilan edilmek suretiyle süresiz olarak kurulmuştur. Şirket'in nihai ticaret unvanı 19.09.2023 tarihinde İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri San. A.Ş. olarak değiştirilmiş, unvan değişikliği 19.09.2023 tarih 10917 sayılı TTSG'de ilan edilerek tescil olmuştur.

<b>Hukuki Statüsü</b>	Anonim Şirket
<b>Tabi Olduğu Yasal Mevzuat</b>	T.C. Kanunları
<b>Kurulduğu Ülke</b>	Türkiye Cumhuriyeti
<b>Merkez Adresi</b>	Pınarçay OSB Mevkii Organize Sanayi 6. Cad. No.1 - 7 Kat: 2 Merkez / Çorum
<b>Telefon ve Faks Numaraları</b>	Telefon: 0 364 502 63 64 Faks: 0 364 254 92 09
<b>İnternet Adresi</b>	<a href="http://www.isvea.com.tr">www.isvea.com.tr</a>
<b>KEP (Kayıtlı Elektronik Posta) Adresi</b>	<a href="mailto:genesisisvea@hs03.kep.tr">genesisisvea@hs03.kep.tr</a>

**Tablo 2: Sermaye Yapısı**

Pay Sahibi	Tutar (TL)	Pay Oranı (%)
Ece Holding A.Ş.	198.000.000	90,0
Erdem Çenesiz	11.660.000	5,3
Neslihan Onur	3.080.000	1,4
Münevver Çenesiz	3.080.000	1,4
Ahmet Çenesiz	3.080.000	1,4
Nuri Bülent Onur	1.100.000	0,5
<b>Toplam</b>	<b>220.000.000</b>	<b>100,0</b>

Şirket'in sermayesi veya toplam oy hakkı içindeki payları doğrudan %5 ve fazlası olan pay sahipleri Ece Holding A.Ş. ve Erdem Çenesiz'dir.

Şirket paylarının %90'ı Ece Holding'e aittir. Ece Holding'in temelleri, 1946 yılında İsmail Çenesiz'in gövdesini ahşaptan kendi yaptığı hızar makinasıyla açtığı biçki atölyesiyle atılmıştır.

Ece Holding A.Ş. 'nin Ortaklık Yapısı		
Ortağın Ticaret Unvanı / Adı Soyadı	Sermayedeki Payı	
	Tutar (TL)	Oranı (%)
Erdem Çenesiz	185.500.000	53,0
Neslihan Onur	49.000.000	14,0
Münevver Çenesiz	49.000.000	14,0
Ahmet Çenesiz	49.000.000	14,0
Nuri Bülent Onur	17.500.000	5,0
<b>Toplam</b>	<b>350.000.000</b>	<b>100,0</b>

Şirket'in tarihsel sürecindeki önemli gelişmelere ilişkin özet bilgi aşağıdaki şekildedir:

2015	Şirket, ilk olarak "Özbirikim Gayrimenkul A.Ş." unvanı ile kurulmuş olup kuruluş 26.06.2015 tarih ve 8850 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.
2016	Şirket'in unvanı 17.08.2016 tarihinde Outlet Banyo Ürünleri Satış ve Pazarlama A.Ş. olarak değişmiş, ilgili değişiklik 24.08.2016 tarih ve 9144 sayılı TTSG'de yayınlanmıştır.
2019	26.07.2019 tarihinde yapılan tescille Şirket unvanı Genesis İsvea İhracat A.Ş. olarak değişmiş, ilgili değişiklik 31.07.2019 tarih ve 9880 sayılı TTSG'de yayınlanmıştır. 1962 yılında İtalya'da seramik fabrikası olarak kurulan ve Şirket'in ana ortağı Ece Holding tarafından satın alınan "ISVEA" markasının münhasır satış ve dağıtıcısı olarak ihracat faaliyetlerine başlamıştır. Şirket'in Çorum şubesi açılışı 31.07.2019 tarihli tescil ile 05.08.2019 tarih 9883 sayılı TTSG'de yayınlanmıştır. Söz konusu şube iletişim ofisi olarak kurulmuş olup, güncel durumda ihtiyaç kalmadığı için terkin edilmiştir.
2020	Tüm faaliyetleri Türkiye'de devam eden İtalyan kökenli "ISVEA" markasının münhasır olarak yurt içi pazara satışlarına başlamıştır.
2021	Şirket'in unvanı 25.10.2021 tarih ve 10437 sayılı TTSG'de yayınlanarak Genesis İsvea İhracat A.Ş.'den Genesis İnternational Dış Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiştir. 16.12.2021 tarihinde Şirket'in İstanbul şubesi açılmış, 16.12.2021 tarih 10474 sayılı TTSG'de yayınlanmıştır. Şirket'in bağlı ortaklıklarından ISV Saniter "ISVEA" markasıyla FFC Duş Teknesi ve Evye üretimine başlamıştır.
2022	Şirket'in ana ortağı Ece Holding'e ait "ECE Banyo" markasının yurt içi ve yurt dışı münhasır satış faaliyetleri başlamıştır. İtalyan kökenli "ISVEA" ve bilinen bir Türk markası olan "ECE Banyo"nun yurt içi ve yurt dışı münhasır satış ve dağıtım yetkisine sahip olmuştur. Şirket'in bağlı ortaklıklarından İsvea Veltz "ISVEA" markası ile Gömme Rezervuar Ürünlerinin üretimine başlamıştır.
2023	Şirket'in bağlı ortaklıklarından ISV Saniter TÜRKAK tarafından akredite kuruluş olan Benart Uluslararası Teknik Kontrol ve Belgelendirme Ltd. Şti.'nden 19.04.2023 yayın tarihli "TS EN ISO 9001:2015 Kalite Yönetim Sistemi Belgesini" almıştır. 28.08.2023 tarihinde ISV Saniter, İsvea Veltz ve İsvea Mobilya İhraççı'nın bağlı ortaklıkları haline getirilmiştir. Bu yapılanma ile kökleri 1962 yılında İtalya'ya dayanan "ISVEA"nın ve kökeni 1993 yılına dayanan, tanınmış bir Türk markası olan "ECE Banyo"nun tüm üretim faaliyetleri İhraççı'nın kontrolünde tek elden münhasır olarak yürütülür hale gelmiştir. Şirket'in unvanı 19.09.2023 tarih ve 10917 sayılı TTSG'de yayımlandığı şekilde güncel durumundaki unvanı olan İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri San. A.Ş. unvanını almıştır. Unvan değişikliği yapılan 19.09.2023 tarihinde sermaye artışı yapılmış ve Şirket'in ödenmiş sermayesi 50.000 TL'den 220.000.000 TL'ye artırılmıştır. Şirket'in bağlı ortaklıkları arasında yer alan ISV Saniter "ISVEA" markası ile Vitrifiye Seramik Ürünler üretimine başlamıştır. Şirket'in bağlı ortaklıkları arasında yer alan ISV Saniter TÜRKAK tarafından akredite kuruluş olan GF Sistem Belgelendirme Gözetim Eğitim Bilişim Hizmetleri San. ve Tic. Ltd. Şti.'nden 11.12.2023 tarihli "ISO 50001:2018 Enerji Yönetim Sistemi Belgesini" almıştır.

	<p>Şirket'in merkez adresi 02.07.2024 tarihli Yönetim Kurulu kararı ile Pınarçayosb Mevkii Organize Sanayi 6. Cadde No.1-7 Kat:2 Merkez / ÇORUM olarak değiştirilmiş ve 02.07.2024 tarihli TTSG'de ilan edilmiştir.</p> <p>"ISVEA" markası Ece Holding muvafakatı ile Türk Patent Marka Kurumu'na 2024-045015 ve 2024-043613 no'lu onayları ile şekil ve unvan olarak ayrı ayrı tescil ettirilmiştir. Şirket sözleşme ile sahip olduğu marka haklarına ilave olarak "ISVEA" markasının sahibi olmuştur.</p> <p>Şirket 13.06.2024 tarihinde Yönetim Kurulu kararı ile pay devir kararı almıştır. İlgili Yönetim Kurulu kararı gereği Şirket bağlı ortaklıkları olan ISV Saniter Seramik Sanayi A.Ş., İsvea Veltz Teknolojik ve Elektronik Yapı Malzemeleri Sanayi A.Ş. ve İsvea Mobilya ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş.'nin %100 pay sahibi haline gelmiştir.</p> <p>Şirket'in bağlı ortaklıklardan İsvea Veltz Teknolojik ve Elektronik Yapı Malzemeleri Sanayi A.Ş. Çorum şubesinin açılışı 09.08.2024 tarihli tescil ile 09.08.2024 tarih 11140 sayılı TTSG'de yayınlanmıştır. 06.09.2024 tarihinde Ece Holding muvafakatı alınarak "ECE Banyo" markasının Şirket adına tescil ettirilmesi için Türk Patent Marka Kurumu'na 2024-114717 no ile başvurulmuştur ve başvuru olumlu sonuçlanmıştır.</p> <p>06.09.2024 tarihinde Ece Holding muvafakatı alınarak "CAVALLINI BAGNO ITALIA" markasının Şirket adına tescil ettirilmesi için Türk Patent Marka Kurumu'na 2024-114498 no ile başvurulmuştur ve başvuru olumlu sonuçlanmıştır.</p> <p>2024 Şirket, 2023 vergilendirme dönemi kurumlar vergisi Çorum il geneli ilk 100 sıralamasında vergi rekortmenleri listesinde onüçüncü sırada yer almıştır.</p> <p>Şirket'in bağlı ortaklıklarından ISV Saniter, 2023 vergilendirme dönemi kurumlar vergisi Çorum il geneli ilk 100 sıralamasında vergisi rekortmenleri listesinde ikinci sırada yer almıştır.</p> <p>Şirket'in bağlı ortaklıklarından İsvea Mobilya, 2023 vergilendirme dönemi kurumlar vergisi Çorum il geneli ilk 100 sıralamasında vergi rekortmenleri listesinde yirmibeşinci sırada yer almıştır.</p> <p>(Kaynak:<a href="https://corum.vib.gov.tr/2024/09/27/2023-yili-vergilendirme-doneminde-elimizde-en-fazla-gelir-vergisi-ve-kurumlar-vergisi-bevaninda-bulunan-mukelleflerimiz-aciklandi/">https://corum.vib.gov.tr/2024/09/27/2023-yili-vergilendirme-doneminde-elimizde-en-fazla-gelir-vergisi-ve-kurumlar-vergisi-bevaninda-bulunan-mukelleflerimiz-aciklandi/</a>)</p> <p>Ceramic World Review dergisinin 2024 sayısında yapılan araştırmada, 2023 tarihindeki kapasitelere göre sıralamada dünyanın en büyük 21. vitrifiye seramik üreticisi olmuştur (Kaynak: <a href="https://ceramicworldweb.com/en/magazines/ceramic-world-review-1592024">https://ceramicworldweb.com/en/magazines/ceramic-world-review-1592024</a>).</p> <p>Şirket, Çimento, Cam, Seramik ve Toprak Ürünleri İhracatçıları Birliği tarafından yapılan değerlendirmeler sonucunda 2024 yılında Seramik Sağlık Gereçleri sektöründe "En Fazla İhracat Gerçekleştiren Firma" kategorisinde 3.lük ödülüne ve "İhracatını En Fazla Artıran Firma" kategorisinde de 1.lük ödülüne layık görülmüştür. (Kaynak: <a href="https://ccst.org.tr/haber/ccsib-7-ihracatin-sampiyonlari-odul-toreni-duzenlendi">https://ccst.org.tr/haber/ccsib-7-ihracatin-sampiyonlari-odul-toreni-duzenlendi</a>)</p> <p>Şirket'in bağlı ortaklıkları arasında yer alan ISV Saniter'in Makine ve Techizat alımı için Yatırım Teşvik Belgesi başvurusunda bulunulmuştur.</p>
2025	<p>Şirket'in bağlı ortaklıkları arasında yer alan ISV Saniter, üretim ve ihracat faaliyetlerinin uluslararası rekabet gücünü artırmak, maliyet avantajı sağlamak ve tedarik zincirini daha verimli yönetmek amacıyla "Dahilde İşleme İzin Belgesini" almaya hak kazanmıştır.</p> <p>ISV Saniter firması, dış ticaret süreçlerinde hız, güvenilirlik ve operasyonel etkinlik sağlamak ve gümrük işlemlerinde önemli avantajlar sağlamak amacıyla T.C. Ticaret Bakanlığı Gümrük ve Dış Ticaret Bölge Müdürlüğünden "OKSB Onaylanmış Kişi Statü Belgesini" almaya hak kazanmıştır.</p> <p>Ayrıca Şirket içinde, dış ticaret süreçlerinde hız, güvenilirlik ve operasyonel etkinlik sağlamak ve gümrük işlemlerinde önemli avantajlar sağlamak amacıyla T.C. Ticaret Bakanlığı Gümrük ve Dış Ticaret Bölge Müdürlüğüne "OKSB Onaylanmış Kişi Statü Belgesi" almak için başvuru yapılmış ve Şirket belgeyi almaya kazanmıştır.</p> <p>ISV Saniter'in Makine ve Techizat alımı için başvuru yaptığı Yatırım Teşvik Belgesi onaylanmıştır. Şirket Orta Anadolu İhracatçı Birlikleri Genel sekreterliğinin 26.08.2025 tarih ve 27274339-TİM.OAİB13.00 2025/106-8672 Sayılı yazısında belirtildiği üzere, 31.07.2025 tarihi itibarıyla 6910 GTİP numaralı Vitrifiye seramik (Seramik Sağlık</p>

	Gereçleri) ihracatından en fazla ihracat yapan 2. firma olmuştur. Şirket'in bağlı ortaklıklarından ISV Saniter, 2024 vergilendirme dönemi kurumlar vergisi Çorum il geneli ilk 100 sıralamasında vergisi rekortmenleri listesinde ikinci sırada yer almıştır (Kaynak: <a href="https://corum.gib.gov.tr/duyuru-arsivi/defterdarlikduyurulari/14337_2024_yili_kurumlar_vergisi_yonunden_en_yuksek_vergi_tahakkuk_ettiren_ilk_100_mukellef_aciklanmistir">https://corum.gib.gov.tr/duyuru-arsivi/defterdarlikduyurulari/14337_2024_yili_kurumlar_vergisi_yonunden_en_yuksek_vergi_tahakkuk_ettiren_ilk_100_mukellef_aciklanmistir</a> ).
2026	Şirket, Çimento, Cam, Seramik ve Toprak Ürünleri İhracatçıları Birliği tarafından yapılan değerlendirmeler sonucunda, Ticaret Bakanlığı binasında düzenlenen 8. İhracatın Şampiyonları Ödül Töreni'nde, 2025 yılı Seramik Sağlık Gereçleri sektöründe "En Fazla İhracat Gerçekleştiren Firma" kategorisinde 3.lük ödülüne layık görülmüştür. (Kaynak: <a href="https://ccst.org.tr/haber/ihracatin-sampiyonlari-odul-toreni-ticaret-bakani-prof-dr-omer-bolat-in-katilimivla-gerceklesti">https://ccst.org.tr/haber/ihracatin-sampiyonlari-odul-toreni-ticaret-bakani-prof-dr-omer-bolat-in-katilimivla-gerceklesti</a> ).

### 3.2.Şirket'in Faaliyetleri Hakkında Bilgi

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 / Isvea Veltz / Isvea Mobilya) ve söz konusu bağlı ortaklıkların bünyesindeki 5 üretim tesisi ile faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirket mevcut durumda üretim faaliyetlerini yurt içinde gerçekleştirmektedir.

#### Ürün Grupları

- Vitrifiye Seramik Ürünler:** Bu ürün grubu uluslararası terminolojide Vitreous China (camsı seramik) olarak anılmaktadır. Klozetler, rezervuarlar, lavabolar, ayaklar, tuvalet taşı ve pisuvarlardan oluşmaktadır. Bu ürünler Şirket'in bağlı ortaklığı olan ISV Saniter bünyesinde üretilmektedir. Söz konusu ürünlere ilişkin örnek görseller aşağıda yer almaktadır.



- FFC Lavabolar:** Bu ürün grubu uluslararası terminolojide Fine Fire Clay olarak anılan pürüzsüz tasarıma sahip üst grup tezgah üstü lavabolardan, monoblok lavabolardan ve etejerli konsol lavabolardan oluşmaktadır. Bu ürünler Şirket'in bağlı ortaklığı olan ISV Saniter bünyesinde üretilmektedir. Söz konusu ürünlere ilişkin örnek görseller aşağıda yer almaktadır.



3. **FFC Duş Teknesi ve Evyeler:** Söz konusu ürün grubu mutfak evyeleri ve duş teknelerinden oluşmaktadır. Bu ürünler Şirket'in bağlı ortaklığı olan ISV Saniter bünyesinde üretilmektedir. Söz konusu ürünlere ilişkin örnek görseller aşağıda yer almaktadır.



4. **Banyo Mobilyaları:** Söz konusu ürün grubu lake boya, doğal ahşap kaplama veya lam banyo dolapları ve aynalardan oluşmaktadır. Bu ürünler Şirket'in bağlı ortaklığı olan İsvea Mobilya bünyesinde üretilmektedir. Söz konusu ürünlere ilişkin örnek görseller aşağıda yer almaktadır.



5. **Rezervuar Mekanizmaları:** Söz konusu ürün grubu gömme rezervuarlar ve iç takımlardan oluşmaktadır. Bu ürünler Şirket'in bağlı ortaklığı olan İsvea Veltz bünyesinde üretilmektedir. Söz konusu ürünlere ilişkin örnek görseller aşağıda yer almaktadır.



6. **Klozet Kapakları:** Söz konusu ürün grubu duraplast veya plastik klozet kapaklarından oluşmaktadır. Bu ürünler Şirket'in bağlı ortaklığı olan İsvea Veltz bünyesinde üretilmektedir. Söz konusu ürünlere ilişkin örnek görseller aşağıda yer almaktadır.



7. **Seramik Aksesuarlar:** Söz konusu ürün grubu kağıtlık, askılık, sabunluk ve havluluktan oluşmaktadır. Bu ürünler Şirket'in bağlı ortaklığı olan ISV Saniter bünyesinde üretilmektedir. Söz konusu ürünlere ilişkin örnek görseller aşağıda yer almaktadır.



**Kağıtlık**



**Askılık**



**Sabunluk**



**Havluluk**

8. **Armatürler:** Söz konusu ürün grubu banyo ve mutfaklarda kullanılan musluk ve bataryalardan oluşmaktadır. Bu ürünler yerli üreticiler olan üçüncü taraflardan tedarik edilmektedir. Bu kapsamda ilgili ürünler Şirket tarafından üretilmemekte olup Şirket'in markaları ile satışı yapılmaktadır. Söz konusu ürünlere ilişkin örnek görseller aşağıda yer almaktadır. Söz konusu ürünlere ilişkin örnek görseller aşağıda yer almaktadır.



**Banyo Bataryası**



**Lavabo Bataryası**



**Mutfak Bataryası**

9. **Metal Aksesuarlar:** Söz konusu ürün grubu metalden imal edilmiş sabunluk, kağıtlık, havluluktan, tuvalet fırçalıklarından oluşmaktadır. Bu ürünler yerli üreticiler olan üçüncü taraflardan tedarik edilmektedir. Söz konusu ürünlere ilişkin örnek görseller aşağıda yer almaktadır.



Metal Havluluk



Metal Tuvalet Kağıtlığı



Metal Tuvalet Fırçası

10. **Yedek Parçalar:** Söz konusu ürün grubu yukarıda sıralanan tüm ürünlerle ilgili yedek parçalardan oluşmaktadır. Üretimi bağlı ortaklıklarca yapılan ürünlerin yedek parçaları söz konusu bağlı ortaklıklarca üretilirken, üçüncü taraflardan tedarik edilen ürünlerin yedek parçaları da ürünlerin tedarik edildiği üreticilerden temin edilmektedir. Söz konusu ürünlere ilişkin örnek görseller aşağıda yer almaktadır.



Şirket, yurt içi ve yurt dışına satışını yaptığı Vitrifiye Seramik Ürünler, FFC Duş Teknesi ve Evyeler, Banyo Mobilyaları, Gömme Rezervuarlar ve Klozet Kapakları ürün gruplarını bağlı ortaklıklarına ait üretim tesislerinde üretmektedir. Söz konusu bağlı ortaklıkların bünyesindeki beş üretim tesisi ile ilgili açıklamalar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

11. **Diğer Ticari Mallar :**Söz konusu ürün grubu kapsamında kilden mamul, kiremit ürünleri, farklı model ve teknik özelliklere sahip kırmızı seramik çatı kaplama malzemelerinden oluşmaktadır. Kiremit ürünleri; dayanıklılık, su geçirimsizlik ve uzun kullanım ömrü gibi özellikleri nedeniyle konut, ticari yapı ve çeşitli üstyapı projelerinde kullanılmaktadır. Şirket tarafından satışa sunulan kiremit ürünleri üçüncü taraf üreticilerden temin edilmekte olup, ürün portföyü müşteri talepleri ve pazar dinamikleri doğrultusunda çeşitlendirilmektedir.

**Tablo 3: Üretim Tesisleri**

Üretim Tesisi Adı	Tesis Resmi	Şirket
Tesis 1 Vitrifiye Seramik Ürünler Üretim Tesisi		Isv Saniter

<p><b>Tesis 2</b>  <b>FFC (Duş Teknesi, Evye) Ürünler Üretim Tesisi</b></p>		<p><b>İsv Saniter</b></p>
<p><b>Tesis 3</b>  <b>Gömme Rezervuar Üretim Tesisi</b></p>		<p><b>İsvea Veltz</b></p>
<p><b>Tesis 4</b>  <b>Klozet Kapak Üretim Tesisi</b></p>		<p><b>İsvea Veltz</b></p>
<p><b>Tesis 5</b>  <b>Banyo Mobilyası Üretim Tesisi</b></p>		<p><b>İsvea Mobilya</b></p>

31.03.2026 tarihi itibarıyla bağlı ortaklıkların sahip olduğu üretim tesislerinin finansal tablo dönemleri itibarıyla üretim kapasiteleri aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

**Tablo 4: Üretim Kapasiteleri**

Üretim Tesisleri	Birim	31.12.2023*	31.12.2024*	31.12.2025*	31.03.2026*
<b>TESİS 1</b>					
<b>Vitrifiye Seramik Ürünler Üretim Tesisi</b>	Adet	1.800.000	1.800.000	1.800.000	1.800.000
İSV Saniter					
<b>TESİS 2</b>					
<b>FFC (Duş Teknesi, Evye) Ürünler Üretim Tesisi</b>	Adet	240.000	240.000	240.000	240.000
İSV Saniter					
<b>TESİS 3</b>					
<b>Gömme Rezervuar Üretim Tesisi</b>	Adet	350.000	350.000	350.000	350.000
İsvea Veltz					
<b>TESİS 4</b>					
<b>Kapak Üretim Tesisi</b>	Adet	250.000	250.000	250.000	250.000
İsvea Veltz					
<b>TESİS 5</b>	Modül**	100.000	100.000	100.000	100.000

\*Kapasiteler tüm üretim tesisleri için 3 vardiya çalışma düzeni üzerinden, yıllık olarak hesaplanmıştır.

\*\*Modül: Mobilya üretiminde "modül", bir üniteyi oluşturan parçaların, yardımcı malzemeler ile bir araya getirilmiş halidir. Modüller, bir mekanda kullanılan mobilya ünitelerinin tamamıdır.

### Tedarik Süreci

Ham madde tedarik süreci, ürünlerin üretiminde kullanılan malzemelerin temin edilmesini içermektedir. Tedarikçi seçimi, malzeme kalitesi, fiyatlandırma ve tedarik zinciri yönetimi gibi faktörler, bu sürecin önemli unsurlarıdır.

Şirket'in ham madde tedarik süreci aşağıdaki adımlardan oluşmaktadır:

- **Talep Belirleme:** Geçmiş yıl satışları ve alınan siparişlere göre yapılan üretim planlamasına dayanarak ham madde ihtiyaçları belirlenmektedir.
- **Tedarikçi Seçimi:** Kaliteli ve güvenilir ham madde sağlayıcılarıyla anlaşmalar yapılmaktadır. Bu tedarikçiler fiyat, kalite, teslimat süresi gibi faktörler dikkate alınarak seçilmektedir.
- **Sipariş Verme:** Belirlenen ham madde miktarlarına göre Şirket'in tedarikçilerine sipariş verilmektedir.
- **Mal Kabul ve Kontrol:** Teslim edilen ham madde malzemeleri kalite kontrolden geçirilmektedir. Kabul edilmeyen veya kalite standartlarına uygun olmayan malzemeler iade edilmekte veya değiştirilmektedir. Değişim oranları yıllık satın alınan miktarın %1'inin altında gerçekleşmektedir.
- **Stok Yönetimi:** Şirket ve bağlı ortaklıkları için ham madde stokları, üretim taleplerine göre düzenlenmekte ve yönetilmektedir. Bu şekilde, üretim sürecinin tam ve zamanında tamamlanması için yeterli miktarda stok bulundurulmaktadır.

### Klozet kapağı üretimi için temin edilen ham maddeler ve üretim girdileri aşağıdaki gibidir:

- **Plastik:** Klozet kapaklarının çoğu plastikten üretilmektedir. Bu plastik malzeme genellikle polipropilen veya polietilen gibi dayanıklı ve hafif plastik türlerinden oluşmaktadır.
- **Renklendirici ve Katkı Maddeleri:** Klozet kapaklarının istenilen renk ve özelliklerde olması için renklendirici maddeler, boya ve çeşitli katkı maddeleri kullanılmaktadır.
- **Metal Parçalar:** Metal menteşeler, conta, somun, pul, yay veya diğer bağlantı parçaları içermektedir.
- **Kauçuk veya Kauçuk Benzeri Malzemeler:** Klozet kapaklarının montajında ve bazı parçaların yapımında kauçuk veya kauçuk benzeri malzemeler kullanılmaktadır.
- **Muhtelif Sarf Malzemeleri:** Strafor etiketi, şilte, poşet, koli, kutu, sıva filesi, strafor, naylon torba, hortum ve izolasyon süngeri.
- **Ambalaj Malzemeleri:** Ürünlerin nakliyesi ve satışı için ambalaj malzemelerine ihtiyaç bulunmaktadır. Bu malzemeler genellikle karton, plastik film ve strafor köpük malzemelerden oluşmaktadır.

Şirket, kapak üretiminde malzeme ağırlığına (kg bazında) göre %99,78 oranında plastik, %0,22 oranında yardımcı ham madde kullanmaktadır.

### Gömme rezervuar üretimi için temin edilen ham maddeler ve üretim girdileri aşağıdaki gibidir:

- **Plastik:** Gömme rezervuarların gövdesi için gerekli plastik ham maddesidir.
- **Duroplast:** Polipropilen veya polietilen gibi suya dayanıklı malzeme ham maddesidir.
- **Metal Parçalar:** Montaj ve stabilite için metal çerçeve veya bağlantı parçalarıdır.
- **Su Vanaları ve Bağlantı Parçaları:** Gömme rezervuarların su giriş ve çıkışını sağlayan vanalar ve bağlantı parçalarıdır.

- **Mekanizmalar:** Klozet kapağını kaldıran ve suyun akışını kontrol eden mekanizmalardır.
- **Contalar ve Kelepçeler:** Su sızıntısını önlemek için contalar ve kelepçelerdir.
- **Ambalaj Malzemeleri:** Ürünlerin nakliyesi ve satışı için ambalaj malzemeler, genellikle karton, plastik film ve köpük malzemelerden oluşmaktadır.

Şirket, gömme rezervuar üretiminde malzeme ağırlığına (kg bazında) göre %99,78 oranında plastik, %0,22 oranında yardımcı ham madde kullanmaktadır.

**Banyo mobilyaları üretimi için temin edilen ham maddeler ve üretim girdileri aşağıdaki gibidir:**

- **Ahşap:** Banyo dolapları, raflar ve çeşitli mobilya parçaları genellikle ahşap kullanılarak üretilmektedir. Ahşap ham madde türleri arasında meşe, ceviz, akçaağaç ve diğer ağaç çeşitleri bulunmaktadır.
- **Laminat veya MDF (Medium Density Fiberboard / Orta Yoğunlukta Lif Levha):** Dayanıklılık ve estetik için laminat veya MDF gibi sunta malzemelerdir.
- **Seramik ve Cam:** Banyo lavaboları, tezgâhlar ve duşakabinlerde kullanılan seramik ve cam malzemelerdir.
- **Metal Parçalar:** Musluklar, kapı kolları, menteşeler ve diğer bağlantı parçaları gibi metal parçalardır.
- **Plastik:** Bazı aksesuarlar ve kaplama parçaları gibi çeşitli banyo mobilyası parçaları için plastik malzeme ham maddesidir.
- **Boya ve Kaplama Malzemeleri:** Ahşap ve metal yüzeylerin korunması ve estetik görünümünü sağlamak için boya ve kaplama malzemeleri kullanılmaktadır.
- **Muhtelif Sarf Malzemeleri:** Kablo, ampul, kenar bantı, maskeleme bantı, şeffaf bant, tutkal, vida kapağı tıpası vb. malzemelerdir.

Ham maddelerin tamamı yurt içinden tedarik edilmektedir.

**Vitrifiye seramik ürünlerin üretimi için temin edilen ham maddeler ve üretim girdileri aşağıdaki gibidir:**

- **Kil:** Seramik ürünlerin temel ham maddesidir. Belirli oranlarda çeşitli minerallerin karışımından oluşmaktadır. Kil, seramik ürünlerin şeklini almasını sağlayıp, pişirildiğinde ürünlerin dayanıklılığı sağlayan bir yapı oluşturmaktadır. Üretim sürecinde kil, şekil verme aşamasında kullanılmaktadır.
- **Çamur:** Kil ve suyun karışımı, seramik üretiminde kullanılan bir çeşit hamur veya çamur oluşturmaktadır. Hazırlanan çamur, şekil verme aşamasında kullanılmaktadır. Çamuru istenilen şekle dönüştürmek için genellikle çeşitli teknikler kullanır, bunlar arasında elde şekillendirme, kalıplama ve döküm bulunmaktadır.
- **Sır:** Seramik ürünlerin üzerine uygulanan ince cam tabakası olan sır, ürünlere dekoratif bir görünüm kazandırmakta ve yüzeylerini korumaktadır. Sır, genellikle renklendirilmiş cam tozlarından veya özel sır malzemelerinden oluşmakta ve seramik ürünlerin estetik özelliklerini artırmaktadır. Seramik ürünler şekillendirildikten ve ilk pişirme işleminden sonra sır genellikle ikinci bir pişirme işlemi sırasında uygulanmaktadır.

Bu şekilde, kil şekil verme işlemi için kullanılır iken, çamur ürünlere şekil verme aşamasında kullanılmaktadır. Son olarak, sır ürünlerin yüzeylerine uygulanarak estetik ve koruyucu bir kaplama sağlamaktadır. Bu üç malzeme birlikte, vitrifiye seramik üretimi için temel bileşenlerdir ve ürünlerin dayanıklılığı, görünümü ve kullanılabilirliği üzerinde önemli bir etkiye sahiptirler.

- **Alçı Kalıp:** Vitrifiye seramik üretiminde alçı kalıp, seramik ürünlerin şekil verme ve kalıplama aşamasında kullanılmaktadır.

20

- **Feldspat:** Vitrifiye seramiklerin camlaşma özelliğini artıran ve eriyebilirliği sağlayan bir mineraldir.
- **Kuvars:** Seramiklerin dayanıklılığını artıran ve ısıya karşı direnç sağlayan bir mineraldir.
- **Bentonit:** Kil karışımının kıvamını artıran ve işlenebilirliğini iyileştiren bir tür kil mineralidir.
- **Renklendirici ve Katkı Maddeleri:** Ürünlere istenilen renkleri ve özellikleri kazandırmak için kullanılan kimyasallar ve pigmentlerdir.
- **Su:** Seramik karışımının işlenmesi ve şekil alması için su kullanılmaktadır.
- **Doğal gaz:** Seramik fırınlarının çalışması için doğal gaz gerekmektedir.

### 3.3. Finansal Tablolar

#### Bilanço

Şirket'in 31.03.2026 tarihi itibarıyla satın alma gücü esasına göre hazırlanan ve özel bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 tarihleri itibarıyla bilançosu aşağıda yer almaktadır.

**Tablo 5: Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço**

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Bilanço				
(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Nakit ve Nakit Benzerleri	166.551.764	152.309.142	237.041.214	132.693.793
Finansal Yatırımlar	-	-	670.034	596.312
Ticari Alacaklar	867.456.212	830.303.747	1.126.921.391	1.180.992.882
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>149.284.351</i>	<i>227.373.643</i>	<i>448.400.452</i>	<i>481.417.583</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>718.171.861</i>	<i>602.930.104</i>	<i>678.520.939</i>	<i>699.575.299</i>
Diğer Alacaklar	67.744.102	173.014.136	190.551.297	232.301.673
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>64.501.028</i>	<i>164.086.667</i>	<i>182.574.022</i>	<i>225.896.362</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>3.243.074</i>	<i>8.927.469</i>	<i>7.977.275</i>	<i>6.405.311</i>
Stoklar	604.343.471	753.854.043	947.014.946	936.836.899
Peşin Ödenmiş Giderler	227.300.361	1.071.294.339	735.986.943	675.190.110
<i>İlişkili Taraflara Peşin Ödenen Giderler</i>	<i>140.313.509</i>	<i>905.117.701</i>	<i>541.485.743</i>	<i>466.670.645</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenen Giderler</i>	<i>86.986.852</i>	<i>166.176.638</i>	<i>194.501.200</i>	<i>208.519.465</i>
Cari Dönem Vergisi İle İlgili Varlıklar	15.193.638	4.069.202	2.713.141	-
Diğer Dönen Varlıklar	192.203.249	58.140.376	73.316.095	68.338.403
<b>Ara Toplam</b>	<b>2.140.792.797</b>	<b>3.042.984.985</b>	<b>3.314.215.061</b>	<b>3.226.950.072</b>
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	52.114.053	-	-	-
<b>Toplam Dönen Varlıklar</b>	<b>2.192.906.850</b>	<b>3.042.984.985</b>	<b>3.314.215.061</b>	<b>3.226.950.072</b>
Finansal Yatırımlar	7.382.529	-	-	-
Diğer Alacaklar	260.986	2.761	2.110	1.917
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>260.986</i>	<i>2.761</i>	<i>2.110</i>	<i>1.917</i>
Kullanım Hakkı Varlıkları	264.174.066	255.119.494	235.485.109	222.759.900
Maddi Duran Varlıklar	809.487.724	727.111.166	811.816.419	806.898.703
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	605.592	1.734.131	1.717.007	1.420.958
<i>Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	<i>605.592</i>	<i>1.734.131</i>	<i>1.717.007</i>	<i>1.420.958</i>
Peşin Ödenmiş Giderler	328.285	-	24.540.482	20.571.041
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenen Giderler</i>	<i>328.285</i>	<i>-</i>	<i>24.540.482</i>	<i>20.571.041</i>
Ertelenmiş Vergi Varlığı	158.135.132	150.215.642	148.211.538	156.086.329

<b>Toplam Duran Varlıklar</b>	<b>1.240.374.314</b>	<b>1.134.183.194</b>	<b>1.221.772.665</b>	<b>1.207.738.848</b>
<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 Borçlanmalar	545.285.831	1.092.200.163	1.454.404.045	1.513.498.192
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	78.189.788	244.650.490	384.247.419	295.527.453
Kısa Vadeli Kiralama Borçları	69.100.306	41.407.883	30.354.011	25.463.735
Ticari Borçlar	307.789.491	253.170.438	192.397.239	174.885.363
<i>İlişkili Tarafalara Ticari Borçlar</i>	<i>77.067.430</i>	<i>1.387.423</i>	<i>5.777</i>	<i>126.668</i>
<i>İlişkili Olmayan Tarafalara Ticari Borçlar</i>	<i>230.722.061</i>	<i>251.783.015</i>	<i>192.391.462</i>	<i>174.758.695</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	30.887.113	25.730.052	23.250.843	39.130.767
Diğer Borçlar	111.928.572	145.123.764	110.512.408	100.116.185
<i>İlişkili Tarafalara Diğer Borçlar</i>	<i>110.726.948</i>	<i>143.718.891</i>	<i>109.298.442</i>	<i>99.758.732</i>
<i>İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar</i>	<i>1.201.624</i>	<i>1.404.873</i>	<i>1.213.966</i>	<i>357.453</i>
Ertelenmiş Gelirler	164.603.502	118.192.794	195.144.223	190.483.608
<i>İlişkili Tarafalardan Ertelenmiş Gelirler</i>	<i>-</i>	<i>337</i>	<i>-</i>	<i>955.752</i>
<i>İlişkili Olmayan Tarafalardan Ertelenmiş Gelirler</i>	<i>164.603.502</i>	<i>118.192.457</i>	<i>195.144.223</i>	<i>189.527.856</i>
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	7.079.513	4.665.462	28.361.337	21.255.688
Kısa Vadeli Karşılıklar	3.265.735	3.840.369	6.858.100	5.730.593
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>2.332.829</i>	<i>3.143.296</i>	<i>3.989.928</i>	<i>5.251.351</i>
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>932.906</i>	<i>697.073</i>	<i>2.868.172</i>	<i>479.242</i>
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	10.117.819	3.873.746	3.104.472	2.603.886
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>1.328.247.670</b>	<b>1.932.855.161</b>	<b>2.428.634.097</b>	<b>2.368.695.470</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	48.367.070	471.581.873	257.861.772	176.847.799
Uzun Vadeli Kiralama Borçları	155.130.172	91.515.657	54.484.148	43.888.200
Diğer Borçlar	7.473.586	-	-	-
<i>İlişkili Tarafalara Diğer Borçlar</i>	<i>7.382.529</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar</i>	<i>91.057</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Ertelenmiş Gelirler	20.867	-	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	5.853.792	8.337.298	5.478.905	11.262.166
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	<i>5.853.792</i>	<i>8.337.298</i>	<i>5.478.905</i>	<i>11.262.166</i>
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	332.827.410	325.683.936	351.571.048	371.119.666
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>549.672.897</b>	<b>897.118.764</b>	<b>669.395.873</b>	<b>603.117.831</b>
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>1.877.920.567</b>	<b>2.829.973.925</b>	<b>3.098.029.970</b>	<b>2.971.813.301</b>
Ödenmiş Sermaye	220.000.000	220.000.000	220.000.000	220.000.000
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri	33.405.142	(27.162.879)	(27.162.879)	(27.162.879)
İçeren Birleşmelerin Etkisi				
Sermaye Düzeltmesi Farkları	283.448.606	283.448.606	283.448.606	283.448.606
Kar Veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	481.689.770	481.201.221	485.769.644	478.656.770
<i>Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/ Kayıpları</i>	<i>481.689.770</i>	<i>481.689.770</i>	<i>481.689.770</i>	<i>481.689.770</i>
<i>Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları / Kayıpları</i>	<i>-</i>	<i>(488.549)</i>	<i>4.079.874</i>	<i>(3.033.000)</i>
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.639.142	5.375.404	5.375.404	5.375.404
Geçmiş Yıllar Karları / Zararları	88.909.337	290.747.432	390.852.419	470.526.981

Dönem Net Karı / Zararı	315.225.686	93.584.470	79.674.562	32.030.737
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	131.042.914	-	-	-
<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>
<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: Bağımsız Denetim Raporu

### Dönen Varlıklar

Şirket'in 31.12.2024 tarihi itibarıyla dönen varlıkları 31.12.2023 tarihinde sona eren döneme göre %38,8 artışla 3.042.984.985 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu artış ağırlıklı olarak; ilişkili taraflara ürün satışından kaynaklı ticari alacak, faiz ve gider yansıtılmalarından kaynaklı diğer alacak, avans ödemeleri ile diğer alacaklardaki artışlar etkili olmuştur.

Şirket'in 31.12.2025 tarihi itibarıyla dönen varlıkları 31.12.2024 tarihinde sona eren döneme göre %8,9 oranında artışla 3.314.215.061 TL olmuştur. Anılan dönemde, nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar ve stoklarda artış yaşanırken, ağırlıklı olarak ilişkili taraflara peşin ödenen giderlerde ise azalış yaşanmıştır.

Şirket'in 31.03.2026 tarihi itibarıyla dönen varlıkları 31.12.2025 tarihinde sona eren döneme göre %2,6 oranında azalışla 3.226.950.072 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Söz konusu azalış ağırlıklı olarak ilişkili taraflarla yürütülen cari hesap işlemleri kapsamında gerçekleşen tahsilatların etkisi olmuştur.

**Tablo 6: Nakit ve Nakit Benzerleri**

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Kasa	10.275	28.855	-	-
Banka	114.160.886	75.641.517	178.532.067	71.551.970
Vadesiz Mevduat	114.142.782	75.538.647	55.032.175	60.294.113
Vadeli Mevduat	18.104	102.870	123.499.892	11.257.857
Diğer	52.380.603	71.607.668	58.509.147	61.141.823
<b>Nakit Akış Tablosundaki Nakit ve Nakit Benzerleri</b>	<b>166.551.764</b>	<b>147.278.040</b>	<b>237.041.214</b>	<b>132.693.793</b>
Bloke Mevduat	-	5.031.102	-	-
<b>Toplam</b>	<b>166.551.764</b>	<b>152.309.142</b>	<b>237.041.214</b>	<b>132.693.793</b>

Şirket'in nakit ve nakit benzerleri bankalarda bulunan mevduatlar ile kredi kartı tahsilatları ve doğrudan borçlanma sistemi ile yapılan tahsilatlardan oluşmaktadır.

31.12.2023 tarihinde 166.551.764 TL olan nakit ve nakit benzerleri, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %8,6 oranında azalışla 152.309.142 TL, 31.12.2025 tarihinde 2024 yıl sonuna göre %55,6 oranında artışla 237.041.214 TL ve 31.03.2026 döneminde ise 2025 yıl sonuna göre %44,0 oranında azalışla 132.693.793 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 dönemlerinde nakit ve nakit benzerlerinin toplam dönen varlıklar içerisindeki payı sırasıyla; %7,6, %5,0, %7,2 ve %4,1 olarak gerçekleşmiştir.

**Tablo 7: Kısa Vadeli Ticari Alacaklar**

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Ticari Alacaklar	425.453.855	405.570.400	775.397.301	765.085.045
İlişkili Taraflardan Alacaklar	149.284.351	124.854.062	448.400.452	460.012.583
Diğer Ticari Alacaklar	276.169.504	280.716.338	326.996.849	305.072.462
Alacak Senetleri	479.130.908	460.590.223	381.794.484	444.289.981
İlişkili Taraflardan Alacak Senetleri	-	102.519.580	-	21.405.000
Diğer Ticari Alacak Senetleri	479.130.908	358.070.643	381.794.484	422.884.981
Ertelenmiş Finansman Gelirleri (-)	(36.497.307)	(35.555.962)	(29.142.449)	(27.903.546)
Beklenen Kredi Zararı Karşılığı (-)	(631.244)	(300.914)	(1.127.945)	(478.598)
Şüpheli Ticari Alacaklar	5.489.555	5.439.132	11.523.982	7.528.886
Şüpheli Ticari Alacaklar Karşılığı (-)	(5.489.555)	(5.439.132)	(11.523.982)	(7.528.886)
<b>Toplam</b>	<b>867.456.212</b>	<b>830.303.747</b>	<b>1.126.921.391</b>	<b>1.180.992.882</b>

Şirket'in kısa vadeli ticari alacakları, 31.12.2023 tarihi itibarıyla 867.456.212 TL seviyesindeyken, 31.12.2024 tarihinde ilişkili olmayan taraflardan ticari senetli alacaklardaki azalışın etkisiyle %4,3 oranında azalışla 830.303.747 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2025 tarihinde ise ilişkili taraflara gerçekleştirilen ürün satışlarından kaynaklanan alacaklardaki artışın etkisiyle bir önceki yıl sonuna göre %35,7 oranında artarak 1.126.921.391 TL'ye yükselmiştir. 31.03.2026 tarihi itibarıyla kısa vadeli ticari alacaklar, 2025 yıl sonuna göre %4,8 oranında artış göstererek 1.180.992.882 TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 tarihleri itibarıyla ortalama ticari alacak devir süreleri sırasıyla 92 gün, 109 gün, 172 gün ve 184 gün olarak gerçekleşmiştir.

**Tablo 8: Stoklar**

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
İlk Madde ve Malzeme	154.148.188	213.702.053	301.506.884	325.202.947
Yarı Mamuller	24.940.101	19.215.667	26.782.648	23.601.765
Mamuller	395.037.852	470.636.676	531.895.584	514.154.295
Ticari Mallar	55.222.526	56.385.482	92.267.925	78.239.072
Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	(25.005.196)	(6.085.835)	(5.438.095)	(4.361.180)
<b>Toplam</b>	<b>604.343.471</b>	<b>753.854.043</b>	<b>947.014.946</b>	<b>936.836.899</b>

Şirket'in stokları ağırlıklı olarak; ilk madde ve malzeme, mamuller ve ticari mallardan oluşmaktadır. İlk madde ve malzeme kalemi, Şirket'in üretim faaliyetlerinde kullanılmak üzere temin ettiği ham madde ve yardımcı malzemeleri içermektedir. Mamuller, üretim süreci tamamlanmış ve satışa hazır durumda bulunan nihai ürünlerden oluşmaktadır. Ticari mallar ise üretim sürecine tabi tutulmaksızın, Şirket tarafından doğrudan alım - satım amacıyla temin edilen ürünleri kapsamaktadır.

Şirket'in stoklarının toplam dönen varlıklar içerisindeki payı 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 tarihleri itibarıyla sırasıyla %27,6, %24,8, %28,6 ve %29,0 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in 31.12.2023 tarihinde 604.343.471 TL olan stoklar kalemi, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %24,7 oranında artışla 753.854.043 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu artış, vitrifiye seramik üretimi için temin edilen ilk madde ve malzeme ile üretilen mamul stoklarındaki artışlardan kaynaklanmaktadır.

Şirket'in stokları, 31.12.2025 tarihinde 2024 yıl sonuna göre %25,6 oranında artışla 947.014.946 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu artış ağırlıklı olarak ilk madde ve malzeme ile mamuller stoklarındaki artıştan kaynaklanmaktadır.

Şirket'in stokları, 31.03.2026 tarihinde 2025 yıl sonuna göre benzer seviyelerde kalarak 936.836.899 TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 tarihleri itibarıyla ortalama stok devir süreleri sırasıyla; 82 gün, 143 gün, 219 gün ve 199 gün olarak gerçekleşmiştir.

**Tablo 9: Peşin Ödenmiş Giderler**

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
<b>Kısa Vadeli Peşin Ödenmiş Giderler</b>				
Verilen Sipariş Avansları	154.781.392	916.586.979	553.356.986	477.046.826
<i>İlişkili Taraflara Verilen Sipariş Avansları</i>	<i>140.313.509</i>	<i>905.117.701</i>	<i>541.485.743</i>	<i>466.670.645</i>
<i>Diğer Taraflara Verilen Sipariş Avansları</i>	<i>14.467.883</i>	<i>11.469.278</i>	<i>11.871.243</i>	<i>10.376.181</i>
Gelecek Aylara Ait Giderler	72.518.969	154.707.360	182.629.957	198.143.284
<b>Toplam</b>	<b>227.300.361</b>	<b>1.071.294.339</b>	<b>735.986.943</b>	<b>675.190.110</b>
<b>Uzun Vadeli Peşin Ödenmiş Giderler</b>				
Gelecek Yıllara Ait Giderler	328.285	-	24.540.482	20.571.041
<b>Toplam</b>	<b>328.285</b>	<b>-</b>	<b>24.540.482</b>	<b>20.571.041</b>

Şirket'in kısa vadeli peşin ödenmiş giderleri 31.12.2023 tarihinde 227.300.361 TL iken, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %371,3 oranında artışla 1.071.294.339 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu artış, ağırlıklı olarak tedarikçilere ve ilişkili taraflara verilen sipariş avanslarındaki artıştan kaynaklanmaktadır. 31.12.2025 tarihi itibarıyla kısa vadeli peşin ödenmiş giderler, 2024 yıl sonuna göre %31,3 oranında azalışla 735.986.943 TL olarak gerçekleşmiştir. İlişkili taraflara verilecek olan siparişlerin mal teslimine dönüşmesi ve yeni avans ödemelerinin azalması ile ilgili yılda azalış gerçekleşmiştir. 31.03.2026 tarihi itibarıyla kısa vadeli peşin ödenmiş giderler, 2025 yıl sonuna göre %8,3 oranında azalışla 675.190.110 TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in uzun vadeli peşin ödenmiş giderler kalemi 31.12.2023, 31.12.2025 ve 31.03.2026 tarihlerinde sırasıyla; 328.285 TL, 24.540.482 TL ve 20.571.041 TL olarak gerçekleşmiş olup, söz konusu hesap gelecek yıllara ait giderlerden oluşmaktadır.

**Tablo 10: Diğer Alacaklar**

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
İlişkili Taraflardan Alacaklar	64.501.028	164.086.667	182.574.022	225.896.362
Personelden Alacaklar	-	158.716	88.034	-
Verilen Depozito ve Teminatlar	14.555	318.725	561.502	440.265
Vergi Dairesinden Alacaklar	3.186.927	8.450.028	7.327.739	5.051.086
Diğer	41.592	-	-	913.960
<b>Kısa Vadeli Diğer Alacaklar Toplam</b>	<b>67.744.102</b>	<b>173.014.136</b>	<b>190.551.297</b>	<b>232.301.673</b>
Verilen Depozito ve Teminatlar	260.986	2.761	2.110	1.917
<b>Uzun Vadeli Diğer Alacaklar Toplam</b>	<b>260.986</b>	<b>2.761</b>	<b>2.110</b>	<b>1.917</b>

Şirket'in kısa vadeli diğer alacaklar kalemi 31.12.2023 tarihinde 67.744.102 TL iken 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %155,4 oranında artışla 173.014.136 TL, 31.12.2025 tarihinde 2024 yıl sonuna göre %10,1 oranında artışla 190.551.297 TL ve 31.03.2026 tarihinde 2025 yıl sonuna göre %21,9 oranında artışla 232.301.673 TL olarak gerçekleşmiştir.

Uzun vadeli diğer alacakları ise verilen depozito ve teminatlardan oluşmaktadır. Söz konusu yıllar itibarıyla ilgili tutarda azalış gerçekleşmiştir.

#### **Duran Varlıklar**

Şirket'in 31.12.2023 tarihinde 809.487.724 TL olan duran varlıklar toplamı 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %8,6 oranında azalışla 1.134.183.194 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu azalış ağırlıklı olarak, amortisman uygulaması sonucu maddi duran varlıkların net değerinde gerçekleşen azalıştan kaynaklanmaktadır.

Duran varlıklar toplamı 31.12.2025 tarihinde 2024 yıl sonuna göre %7,7 oranında artışla 1.221.772.665 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu artış yeni alımlar kaynaklı maddi duran varlıklarda gerçekleşen artıştan kaynaklanmaktadır. Şirket'in 31.03.2026 tarihinde toplam duran varlıkları 2025 yıl sonuna göre %1,1 oranında azalışla 1.207.738.848 TL olarak gerçekleşmiştir.

**Tablo 11: Maddi Duran Varlıklar**

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Tesis, Makine ve Cihazlar	120.024.788	121.988.845	272.450.837	286.533.910
Taşıtlar	1.063.156	9.577.188	9.577.188	9.577.188
Demirbaşlar	19.137.805	20.624.371	22.244.761	22.648.491
Özel Maliyetler	6.068.182	7.311.878	7.311.878	7.311.878
Kalıplar	722.852.478	728.617.189	765.022.425	775.257.000
Yapılmakta Olan Yatırımlar	6.455.433	7.438.503	7.631.756	7.675.948
<b>Aktif Değeri</b>	<b>875.601.842</b>	<b>895.557.974</b>	<b>1.084.238.845</b>	<b>1.109.004.415</b>
Tesis, Makine ve Cihazlar	(43.867.595)	(58.632.283)	(76.994.128)	(83.973.611)
Taşıtlar	(1.063.156)	(2.141.227)	(3.844.033)	(4.269.735)

Demirbaşlar	(9.578.986)	(12.534.309)	(15.493.291)	(16.165.704)
Özel Maliyetler	(5.014.862)	(5.446.736)	(5.805.480)	(5.895.166)
Kalıplar	(6.589.519)	(89.692.253)	(170.285.494)	(191.801.496)
Yapılmakta Olan Yatırımlar	-	-	-	-
<b>Birikmiş Amortisman</b>	<b>(66.114.118)</b>	<b>(168.446.808)</b>	<b>(272.422.426)</b>	<b>(302.105.712)</b>
Tesis, Makine ve Cihazlar	76.157.193	63.356.562	195.456.709	202.560.299
Taşıtlar	-	7.435.961	5.733.155	5.307.453
Demirbaşlar	9.558.819	8.090.062	6.751.470	6.482.787
Özel Maliyetler	1.053.320	1.865.142	1.506.398	1.416.712
Kalıplar	716.262.959	638.924.936	594.736.931	583.455.504
Yapılmakta Olan Yatırımlar	6.455.433	7.438.503	7.631.756	7.675.948
<b>Net Değer</b>	<b>809.487.724</b>	<b>727.111.166</b>	<b>811.816.419</b>	<b>806.898.703</b>

Yukarıdaki tabloda, Şirket'in maddi duran varlıklarının maliyet bedellerinden birikmiş amortismanların düşülmesi suretiyle hesaplanan net defter değerleri yer almaktadır. 31.12.2024 tarihi itibarıyla maddi duran varlıklar, 2023 yıl sonuna göre %10,2 oranında azalış göstermiştir. Söz konusu azalış, ilgili dönemde ayrılan amortisman giderleri sonucunda birikmiş amortisman tutarının artmasından kaynaklanmaktadır. 31.12.2025 tarihi itibarıyla ise maddi duran varlıklar, 2024 yıl sonuna göre %11,6 oranında artış gerçekleşmiştir. Söz konusu artış ağırlıklı olarak tesisler, makine ve cihazlar kaleminde gerçekleştirilen yatırımlardan kaynaklanmaktadır.

31.03.2026 tarihi itibarıyla maddi duran varlıklar, 2025 yıl sonuna göre benzer seviyelerde kalarak 806.898.703 TL olarak gerçekleşmiştir.

**Tablo 12: Kullanım Hakkı Varlıkları**

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Binalar	188.278.204	227.608.362	258.874.812	258.874.812
Tesis, Makine ve Cihazlar	94.511.305	93.814.740	93.814.740	93.814.740
Taşıtlar	3.290.605	1.465.449	1.465.449	1.465.449
<b>Aktif Değeri</b>	<b>286.080.114</b>	<b>322.888.551</b>	<b>354.155.001</b>	<b>354.155.001</b>
Binalar	(14.515.541)	(42.326.446)	(74.892.752)	(83.034.329)
Tesis, Makine ve Cihazlar	(7.390.507)	(25.232.822)	(43.357.564)	(47.888.749)
Taşıtlar	-	(209.789)	(419.576)	(472.023)
<b>Birikmiş Amortisman</b>	<b>(21.906.048)</b>	<b>(67.769.057)</b>	<b>(118.669.892)</b>	<b>(131.395.101)</b>
Binalar	173.762.663	185.281.916	183.982.060	175.840.483
Tesis, Makine ve Cihazlar	87.120.798	68.581.918	50.457.176	45.925.991
Taşıtlar	3.290.605	1.255.660	1.045.873	993.426
<b>Net Değer</b>	<b>264.174.066</b>	<b>255.119.494</b>	<b>235.485.109</b>	<b>222.759.900</b>

Yukarıdaki tabloda, Şirket'in kullanım hakkı varlıkları içerisinde yer alan binalar, tesis, makine ve cihazlar ile taşıtlara ilişkin maliyet bedellerinden birikmiş amortismanların düşülmesiyle hesaplanan net defter değerlerine yer verilmektedir. Şirket'in kullanım hakkı varlıkları 31.12.2023 tarihinde 264.174.066 TL iken, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %3,4 oranında azalışla 255.119.494 TL, 31.12.2025 tarihinde 2024 yıl sonuna göre %7,7 oranında azalışla 235.485.109 TL ve 31.03.2026 tarihinde ise 2025 yıl sonuna göre %5,4 azalışla 222.759.900 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu azalışlar; ilgili dönemlerde ayrılan amortisman giderleri sonucunda birikmiş amortisman tutarının artması olup, dönem içinde yeni kiralama sözleşmelerinden kaynaklanan ilave kullanım hakkı varlıklarının sınırlı seviyede kalmasından kaynaklanmaktadır.

26

  
MALKYATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

**Tablo 13: Toplam Yükümlülükler**

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.328.247.670	1.932.855.161	2.428.634.097	2.368.695.470
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	549.672.897	897.118.764	669.395.873	603.117.831
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>1.877.920.567</b>	<b>2.829.973.925</b>	<b>3.098.029.970</b>	<b>2.971.813.301</b>

Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri; 31.12.2023 tarihinde 1.328.247.670 TL iken, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %45,5 oranında artışla 1.932.855.161 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu artış, Şirket'in kısa vadeli borçlanmalar tutarının %100,3, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımlarının %212,9 oranında artmasından kaynaklanmaktadır. Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri 31.12.2025 tarihinde 2024 yıl sonuna göre %25,7 oranında artış göstermiş olup, söz konusu artış Şirket'in kısa vadeli borçlanmalarının %33,2 ve uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımlarında gerçekleşen %57,1 oranındaki artışından kaynaklanmaktadır. Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri 31.03.2026 döneminde 2025 yıl sonuna göre %2,5 oranında azalışla 2.368.695.470 TL olarak gerçekleşmiştir. Kısa vadeli yükümlülükleri ağırlıklarına bakıldığında en büyük payı kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, ticari borçlar ve ertelenmiş gelirler oluşturmaktadır.

Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri; 31.12.2023 tarihinde 549.672.897 TL iken 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %63,2 oranında artışla 897.118.764 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu artış, ağırlıklı olarak uzun vadeli borçlanmalar tutarında gerçekleşen artıştan kaynaklanmaktadır. 31.12.2025 tarihinde ise 2024 yıl sonuna göre %25,4 oranında azalışla 669.395.873 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri 31.03.2026 döneminde 2025 yıl sonuna göre %9,9 oranında azalışla 603.117.831 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu azalış, ağırlıklı olarak uzun vadeli borçlanmalar tutarında gerçekleşen azalıştan kaynaklanmaktadır.

**Tablo 14: Ticari Borçlar**

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Ticari Borçlar	312.500.684	257.540.763	195.025.704	177.131.256
<i>İlişkili Tarafalara Borçlar</i>	<i>77.067.430</i>	<i>1.387.423</i>	<i>5.777</i>	<i>126.668</i>
<i>Diğer Ticari Borçlar</i>	<i>235.433.254</i>	<i>256.153.340</i>	<i>195.019.927</i>	<i>177.004.588</i>
Ertelenmiş Finansman Giderleri (-)	(5.267.684)	(4.656.536)	(2.628.465)	(2.245.893)
<b>Toplam</b>	<b>307.789.491</b>	<b>253.170.438</b>	<b>192.397.239</b>	<b>174.885.363</b>

Şirket'in kısa vadeli ticari borçları 31.12.2023 tarihinde 307.789.491 TL iken, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %17,7 oranında azalışla 253.170.438 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu azalışta ilişkili taraflara olan ticari borç ödemeleri etkili olmuştur. Şirket'in kısa vadeli ticari borçları 31.12.2025 tarihinde 2024 yıl sonuna göre %24,0 oranında azalışla 192.397.239 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu azalış, diğer ticari borçların azalmasından kaynaklanmaktadır. Şirket'in kısa vadeli ticari borçları 31.03.2026 döneminde 2025 yıl sonuna göre %9,1 oranında azalışla 174.885.363 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu azalış, diğer ticari borçların azalmasından kaynaklanmaktadır.

Şirket'in kısa vadeli ticari borçlarının toplam kısa vadeli yükümlülükleri içerisindeki payı 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 tarihlerinde sırasıyla; %23,2, %13,1, %7,9 ve %7,4 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket, süreli olarak alım - satım yaptığı ticari borçlarda 1 yıldan uzun vade ile çalışmadığından uzun vadeli ticari borcu bulunmamaktadır. Kısa vadeli ticari borçları için hesaplanan ortalama ticari borç ödeme süreleri 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 dönemleri itibarıyla sırasıyla; 42 gün, 48 gün, 44 gün ve 37 gün olarak hesaplanmaktadır.

**Toplam Finansal Borçlar**

Şirket'in 31.12.2023 tarihi itibarıyla 896.073.167 TL seviyesinde olan toplam finansal borçları, 31.12.2024 tarihinde bir önceki yıl sonuna göre %116,7 oranında artarak 1.941.356.066 TL'ye

27  
  
MALKYATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

ulaşmıştır. Söz konusu artışta, işletme sermayesi ihtiyacının finansmanına yönelik gerçekleştirilen kısa vadeli borçlanmalar ile uzun vadeli finansal borçlardaki yükseliş etkili olmuştur.

31.12.2025 tarihi itibarıyla toplam finansal borçlar, 2024 yıl sonuna göre %12,4 oranında artış göstererek 2.181.351.395 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde, kısa vadeli finansal borçlardaki artışın uzun vadeli finansal borçlardaki azalışı aşması nedeniyle toplam finansal borçlarda yükseliş meydana gelmiştir.

31.03.2026 tarihi itibarıyla ise Şirket'in toplam finansal borçları, 2025 yıl sonuna göre %5,8 oranında azalarak 2.055.225.379 TL seviyesine gerilemiştir. Söz konusu azalış, dönem içerisinde gerçekleştirilen borç geri ödemelerinden kaynaklanmaktadır.

**Tablo 15: Ertelenmiş Gelirler**

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
<b>Kısa Vadeli Ertelenmiş Gelirler</b>				
Gelecek Aylara Ait Gelirler	38.629.549	33.062.443	37.224.258	31.606.250
Alınan Sipariş Avansları	125.973.953	85.130.351	157.919.965	158.877.358
<i>İlişkili Taraflardan Alınan Sipariş Avansları</i>	-	337	-	955.752
<i>Diğer Taraflardan Alınan Sipariş Avansları</i>	125.973.953	85.130.014	157.919.965	157.921.606
<b>Toplam</b>	<b>164.603.502</b>	<b>118.192.794</b>	<b>195.144.223</b>	<b>190.483.608</b>
<b>Uzun Vadeli Ertelenmiş Gelirler</b>				
Gelecek Yıllara Ait Gelirler	20.867	-	-	-
<b>Toplam</b>	<b>20.867</b>			

Şirket'in kısa vadeli ertelenmiş gelirler kalemi ağırlıklı olarak alınan sipariş avanslarından oluşmakta olup 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 dönemlerinde gerçekleşen artış / azalışlar alınan sipariş avanslarına bağlı olarak değişiklik göstermektedir.

**Tablo 16: Diğer Borçlar**

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
İlişkili Taraflara Borçlar	110.726.948	143.718.891	109.298.442	99.758.732
Diğer Borçlar	1.201.624	1.404.873	1.213.966	357.453
<b>Kısa Vadeli Diğer Borçlar Toplam</b>	<b>111.928.572</b>	<b>145.123.764</b>	<b>110.512.408</b>	<b>100.116.185</b>
İlişkili Taraflara Borçlar	7.382.529	-	-	-
Vergi Dairesi Borçları	91.057	-	-	-
<b>Uzun Vadeli Diğer Borçlar Toplam</b>	<b>7.473.586</b>			

Şirket'in kısa vadeli diğer borçlar kalemi, ilişkili taraflara borçlar ile diğer borçlardan oluşmaktadır. 31.12.2023 tarihinde 111.928.572 TL iken, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %29,7 oranında artışla 145.123.764 TL, 31.12.2025 tarihinde 2024 yıl sonuna göre %23,8 oranında azalışla 110.512.408 TL ve 31.03.2026 döneminde ise 2025 yıl sonuna göre %9,4 oranında azalışla 100.116.185 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in uzun vadeli diğer borçlar kalemi sadece 2023 yılında gerçekleşmiş olup ilişkili taraflara borçlar ile vergi dairesi borçlarından oluşmaktadır.

### Özkaynaklar

Şirket'in 31.12.2023 tarihinde 1.555.360.597 TL olan toplam özkaynakları, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %13,4 oranında azalışla 1.347.194.254 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu azalış ortak kontrole tabi teşebbüs veya işletmeleri içeren birleşmelerin etkisinden değerlendirme ile dönem net karındaki azalıştan kaynaklanmaktadır. Şirket'in toplam özkaynakları, 31.12.2025 tarihinde 2024 yıl sonuna göre %6,7 oranında artışla 1.437.957.756 TL ve 31.03.2026 döneminde ise 2025 yıl sonuna göre %1,7 oranında artışla 1.462.875.619 TL olarak gerçekleşmiştir.

28  


## Gelir Tablosu

Şirket'in 31.03.2026 tarihi itibarıyla satın alma gücü esasına göre hazırlanan ve özel bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025, 31.03.2025 ve 31.03.2026 tarihleri itibarıyla gelir tablosu aşağıda yer almaktadır.

**Tablo 17: Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir Tablosu**

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Gelir 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	2.386.689.947	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)
<b>Brüt Kar (Zarar)</b>	<b>744.562.020</b>	<b>890.650.680</b>	<b>830.886.972</b>	<b>170.859.530</b>	<b>158.470.140</b>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım 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 Karı (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 Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (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)
Net Parasal Pozisyon Kazançları veya Kayıpları	(61.970.099)	(62.442.864)	44.517.829	35.575.280	30.811.599
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (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>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir / Gideri</b>	<b>(54.258.931)</b>	<b>(82.889.663)</b>	<b>(91.032.674)</b>	<b>(25.897.407)</b>	<b>(36.177.077)</b>
<i>Dönem Vergi Gideri (-)</i>	<i>(85.367.428)</i>	<i>(81.950.798)</i>	<i>(64.664.269)</i>	<i>(9.204.040)</i>	<i>(22.132.292)</i>
<i>Ertelenmiş Vergi Geliri / Gideri</i>	<i>(31.108.497)</i>	<i>(938.865)</i>	<i>(26.368.405)</i>	<i>(16.693.367)</i>	<i>(14.044.785)</i>
<b>Dönem Karı (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: Bağımsız Denetim Raporu

## Hasılat

**Tablo 18: Hasılat**

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2025	31.03.2026
Yurt İçi Satışlar	2.115.610.566	1.403.050.117	1.253.016.816	329.013.209	334.702.688
Yurt Dışı Satışlar	1.367.546.830	1.302.074.227	1.150.882.046	285.544.396	268.789.709
Diğer Satışlar	74.314.034	171.701.466	58.507.121	15.735.239	14.444.006
<b>Brüt Satışlar</b>	<b>3.557.471.430</b>	<b>2.876.825.810</b>	<b>2.462.405.983</b>	<b>630.292.844</b>	<b>617.936.403</b>
<i>Satıştan İadeler (-)</i>	<i>(29.814.086)</i>	<i>(24.113.338)</i>	<i>(17.797.937)</i>	<i>(649.562)</i>	<i>(2.334.379)</i>
<i>Satış İskontoları (-)</i>	<i>-</i>	<i>(111.852)</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>Diğer İndirimler</i>	<i>(50.956.901)</i>	<i>(26.864.568)</i>	<i>(28.775.650)</i>	<i>(7.329.835)</i>	<i>(3.472.522)</i>
<i>Ertelenmiş Faiz Gelirleri</i>	<i>(36.497.307)</i>	<i>(35.555.962)</i>	<i>(29.142.449)</i>	<i>(26.974.558)</i>	<i>(27.903.546)</i>
<b>Satış İndirimleri</b>	<b>(117.268.294)</b>	<b>(86.645.720)</b>	<b>(75.716.036)</b>	<b>(34.953.955)</b>	<b>(33.710.447)</b>
<b>Net Satışlar</b>	<b>3.440.203.136</b>	<b>2.790.180.090</b>	<b>2.386.689.947</b>	<b>595.338.889</b>	<b>584.225.956</b>

Şirket'in net satış gelirleri 31.12.2023 tarihinde 3.440.203.136 TL iken, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %18,9 oranında azalışla 2.790.180.090 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde yurt içi brüt satış gelirleri yıllık bazda %33,7 oranında azalırken, yurt dışı brüt satış gelirlerinde %4,8 oranında azalış gerçekleşmiştir. Yurt içi satış gelirlerinde gerçekleşen azalışın temel nedeni, Şirket'in 2023 yılında gerçekleştirdiği spot stok satışlarını, 2024 yılı satış stratejisi kapsamında tekrarlamaması

olup, söz konusu düşüş operasyonel hacimde kalıcı bir daralmadan ziyade satış kompozisyonundaki değişimden kaynaklanmaktadır.

Şirket'in net satış gelirleri 31.12.2025 tarihinde 2024 yıl sonuna göre %14,5 oranında azalışla 2.386.689.947 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde yurt içi brüt satış gelirleri %10,7 oranında azalışla 1.253.016.816 TL seviyesine gerilerken, yurt dışı brüt satış gelirleri %11,6 oranında azalışla 1.150.882.046 TL olarak gerçekleşmiştir. Yurt içi brüt satış gelirlerindeki azalışta, Şirket'in katma değeri ve karlılığı daha yüksek ürün gruplarına yönelmesi ile risk yönetimi politikaları kapsamında hedef müşteri segmentinde yaptığı değişiklikler etkili olmuştur. Bu kapsamda, ödeme riski görece yüksek müşteri gruplarından daha düşük riskli müşteri segmentlerine odaklanılması satış hacminde daralmaya yol açmıştır. Yurt dışı brüt satış gelirlerinde gerçekleşen azalışta ise, artan üretim maliyetlerinin kar odaklı strateji doğrultusunda satış fiyatlarına yansıtılması sonucu, özellikle fiyat rekabetinin yoğun olduğu pazarlarda Uzak Doğulu üreticilere karşı rekabet avantajının zayıflaması etkili olmuştur. 31.03.2026 döneminde ise 2025 yılının aynı dönemine göre %1,9 oranında azalışla 584.225.956 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde yurt içi brüt satış gelirlerinde yıllık bazda %1,7 oranında artış gerçekleşirken, yurt dışı brüt satış gelirleri küresel jeopolitik gelişmelerin etkisiyle yıllık bazda %5,9 oranında azalış gerçekleşmiştir.

### Satışların Maliyeti

Şirket'in satışların maliyeti 31.12.2023 tarihinde 2.695.641.116 TL iken, 31.12.2024 tarihine 2023 yıl sonuna göre %29,5 oranında azalışla 1.899.529.410 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu azalışta, Şirket'in üretim süreçlerinde verimlilik artışı sağlamaya ve birim üretim maliyetlerini düşürmeye yönelik uyguladığı operasyonel iyileştirme çalışmaları ile maliyet kontrolüne yönelik alınan tedbirler etkili olmuştur.

Satışların maliyeti 31.12.2025 tarihinde 2024 yıl sonuna göre %18,1 oranında azalışla 1.555.802.975 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde satışların maliyetinde gerçekleşen azalışta, Şirket'in uyguladığı üretim süreçlerini iyileştirmeye ve maliyetleri azaltmaya yönelik önlemlerin devamı etkili olmuştur. 31.03.2026 döneminde ise 2025 yılının aynı dönemine göre %0,3 oranında artışla 425.755.816 TL olarak gerçekleşmiştir.

**Tablo 19: Brüt Kar**

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2025	31.03.2026
Net Satışlar	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)
<b>Brüt Kar*</b>	<b>744.562.020</b>	<b>890.650.680</b>	<b>830.886.972</b>	<b>170.859.530</b>	<b>158.470.140</b>
<b>Brüt Kar Marjı (%)</b>	<b>21,6</b>	<b>31,9</b>	<b>34,8</b>	<b>28,7</b>	<b>27,1</b>

\*Değerleme çalışması kapsamında, Şirket'in operasyonel performansının karşılaştırılabilir şekilde analiz edilebilmesi amacıyla TFRS 16 Kiralamalar Standardı'ndan kaynaklanan etkiler düzeltilmiştir. Bu kapsamda, satışların maliyeti içerisinde yer alan kullanım hakkı varlıklarına ilişkin amortisman giderleri ilgili kalemlerden çıkarılmış ve TFRS 16 kapsamında finansal tablolardan çıkarılan kira giderleri yeniden dikkate alınmıştır. Bu nedenle, işbu tabloda yer alan brüt kar ve brüt kar marjı tutarları, İşbu Rapor'un değerlendirme analizi bölümünde yer alan tutarlardan farklılık gösterebilmektedir.

Şirket'in brüt karı, 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025, 31.03.2025 ve 31.03.2026 tarihlerinde sırasıyla; 744.562.020 TL, 890.650.680 TL, 830.886.972 TL, 170.859.530 TL ve 158.470.140 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in brüt kar marjı ise 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025, 31.03.2025 ve 31.03.2026 tarihlerinde sırasıyla; %21,6, %31,9, %34,8, %28,7 ve %27,1 olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in satışlarını karlı ürün ve müşteri gruplarına yönlendirme stratejisinin ağırlıklı etkisiyle birlikte brüt kar marjında artış gerçekleşmiştir.

  
WALKYATRİ  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

**Tablo 20: Faaliyet Giderleri**

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2025	31.03.2026
Pazarlama, Satış ve Dağıtım 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)
<b>Faaliyet Giderleri (-)</b>	<b>(273.789.789)</b>	<b>(313.795.955)</b>	<b>(262.920.118)</b>	<b>(76.982.823)</b>	<b>(59.633.745)</b>
<b>Faaliyet Giderleri / Satışlar (%)</b>	<b>8,0</b>	<b>11,2</b>	<b>11,0</b>	<b>12,9</b>	<b>10,2</b>

\*Değerleme çalışması kapsamında TFRS 16 Kiralamalar Standardı etkileri dikkate alınarak düzeltmeler yapılmıştır. Bu kapsamda, kiralanmış alanlara ilişkin kira giderleri pazarlama, satış ve dağıtım giderleri altında yeniden sınıflandırılmış olup, faaliyet giderleri söz konusu düzeltmeler dikkate alınarak hesaplanmıştır. Bu nedenle, tabloda yer alan pazarlama, satış ve dağıtım giderleri tutarları İşbu Rapor'un değerlendirme analizi bölümünde yer alan tutarlardan farklılık gösterebilmektedir.

Şirket'in faaliyet giderleri; pazarlama, satış ve dağıtım giderleri ile genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır. 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025, 31.03.2025 ve 31.03.2026 tarihleri itibarıyla faaliyet giderlerinin net satışlara oranı sırasıyla; %8,0, %11,2, %11,0, %12,9 ve %10,2 olarak gerçekleşmiştir. Faaliyet giderlerinin net satışlara oranında dönemler itibarıyla gözlenen değişimde, personel giderleri başta olmak üzere operasyonel giderleri ile satış hacmindeki değişim etkili olmuştur.

**Tablo 21: Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri**

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2025	31.03.2026
Amortisman Giderleri (-)	(10.060.258)	(6.617.875)	(4.731.167)	(1.795.620)	(1.010.969)
Personel Ücret, Prim, İkramiye vb. Giderleri (-)	(46.587.356)	(63.836.347)	(47.116.651)	(15.600.316)	(14.355.936)
İhracat, Nakliye, Gümrük vb. Giderleri (-)	(111.772.664)	(128.842.614)	(111.591.242)	(30.330.199)	(22.881.864)
Danışmanlık Gideri (-)	(885.364)	(1.193.665)	(1.860.789)	(153.997)	(104.015)
Reklam Giderleri (-)	(37.095.852)	(37.032.003)	(23.377.078)	(6.569.470)	(2.100.707)
Yurt İçi ve Yurt Dışı Seyahat Giderleri (-)	(6.127.830)	(5.919.377)	(2.959.926)	(1.232.682)	(416.792)
Kira Giderleri (-)	(4.207.664)	(4.028.815)	(4.453.838)	(450.314)	(1.277.305)
Diğer Giderler (-)	(9.166.941)	(10.311.598)	(4.088.789)	(1.594.020)	(786.400)
<b>Toplam (-)</b>	<b>(225.903.929)</b>	<b>(257.782.294)</b>	<b>(200.179.480)</b>	<b>(57.726.618)</b>	<b>(42.933.988)</b>
<b>Hasıllata Oranı (%)</b>	<b>6,6</b>	<b>9,2</b>	<b>8,4</b>	<b>9,7</b>	<b>7,3</b>

Şirket'in 31.12.2023 tarihinde 225.903.929 TL olan pazarlama, satış ve dağıtım giderleri, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %14,1 oranında artışla 257.782.294 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu yükseliş ağırlıklı olarak ihracat, nakliye, gümrük giderleri ile personel ücret, prim, ikramiye giderlerindeki artıştan kaynaklanmaktadır.

Şirket'in 31.12.2025 tarihinde pazarlama, satış ve dağıtım giderleri 2024 yıl sonuna göre %22,3 oranında azalışla 200.179.480 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu azalış ağırlıklı olarak ihracat, nakliye, gümrük giderleri, personel ücret, prim, ikramiye giderleri ile yurt içi ve yurt dışı seyahat giderlerindeki azalıştan kaynaklanmaktadır.

Şirket'in 31.03.2026 döneminde pazarlama, satış ve dağıtım giderleri 2025 yılının aynı dönemine göre %25,6 oranında azalışla 42.933.988 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu azalış ağırlıklı olarak ihracat, nakliye, gümrük vb. giderleri ile reklam giderlerindeki azalıştan kaynaklanmaktadır.

Değerleme çalışması kapsamında TFRS 16 Kiralamalar Standardı etkileri dikkate alınarak düzeltmeler yapılmıştır. Bu kapsamda, kiralanmış alanlara ilişkin kira giderleri pazarlama, satış ve dağıtım giderleri altında yeniden sınıflandırılmış olup, faaliyet giderleri söz konusu düzeltmeler dikkate alınarak hesaplanmıştır. Bu nedenle, **Tablo 21**'de yer alan pazarlama, satış ve dağıtım giderleri tutarları ile İşbu Rapor'un değerlendirme analizi bölümünde yer alan pazarlama satış ve dağıtım giderleri tutarları farklılık gösterebilmektedir.

**Tablo 22: Genel Yönetim Giderleri**

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2025	31.03.2026
Personel Ücret, Prim, İkramiye vb. Giderleri (-)	(29.218.964)	(23.850.304)	(29.605.588)	(8.229.501)	(8.074.544)
Danışmanlık Gideri (-)	(5.264.714)	(9.249.027)	(11.256.939)	(4.324.085)	(2.506.878)
Amortisman Giderleri (-)	(3.894.426)	(7.102.014)	(4.170.009)	(1.764.421)	(996.137)
Kira Giderleri (-)	(427.281)	(3.958.477)	(4.711.484)	(1.283.013)	(1.060.555)
Vergi – Resim – Harç Giderleri (-)	(2.000.036)	(2.948.855)	(2.910.549)	(991.837)	(1.380.077)
Yurt İçi ve Yurt Dışı Seyehat Giderleri (-)	(3.429.547)	(2.636.582)	(3.531.581)	(436.969)	(652.201)
Sigorta Giderleri (-)	(178.732)	(1.409.757)	(1.349.942)	(456.200)	(425.323)
Taşıt Giderleri (-)	(254.512)	(743.285)	(816.529)	(139.425)	(175.827)
İletişim Giderleri (-)	(322.647)	(546.396)	(385.443)	(190.760)	(151.673)
Diğer Giderler (-)	(2.895.001)	(3.568.964)	(4.002.574)	(1.439.994)	(1.276.542)
<b>Toplam (-)</b>	<b>(47.885.860)</b>	<b>(56.013.661)</b>	<b>(62.740.638)</b>	<b>(19.256.205)</b>	<b>(16.699.757)</b>
<b>Hasıllata Oranı (%)</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>

Şirket'in genel yönetim giderleri içerisinde ise ağırlıklı payı personel giderleri ve danışmanlık giderleri oluşturmaktadır. Genel yönetim giderleri 31.12.2023 tarihinde 47.885.860 TL iken, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre danışmanlık ve kira giderlerindeki artışın etkisiyle %17,0 oranında artışla 56.013.661 TL, 31.12.2025 tarihinde 2024 yıl sonuna göre ağırlıklı olarak personel ücret, prim, ikramiye giderleri ile danışmanlık giderlerindeki artışın etkisiyle %12,0 oranında artışla 62.740.638 TL ve 31.03.2026 döneminde ise 2025 yılının aynı dönemine göre danışmanlık ve amortisman giderlerindeki azalışın etkisiyle %13,3 azalışla 16.699.757 TL olarak gerçekleşmiştir.

**Tablo 23: Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler**

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2025	31.03.2026
Ticari İşlemlerden Kaynaklanan Kur Farkı Geliri	138.100.234	38.733.425	58.827.893	17.126.846	5.514.233
Konusu Kalmayan Karşılıklar	1.920.107	317.683	1.858.488	321.711	5.830.660
Vade Farkı Gelirler	8.667.286	36.497.308	35.555.961	35.555.961	29.142.450
Teşvik Gelirleri	32.689.818	32.276.722	30.484.608	10.503.836	7.666.543
Kira Gelirleri*	-	16.463.451	33.999.376	9.344.334	2.372.261
Diğer Gelirler	725.637	1.689.450	1.807.085	8.867	715.018
<b>Toplam</b>	<b>182.103.082</b>	<b>125.978.039</b>	<b>162.533.411</b>	<b>72.861.555</b>	<b>51.241.165</b>

\*Şirket ve bağlı ortaklıkları tarafından yürütülen faaliyetler kapsamında, üretim süreçlerinde ihtiyaç duyulan kalıp, ham madde ve yarı mamullerin sürdürülebilir şekilde temin edilebilmesi amacıyla, bu alanlarda uzmanlaşmış işletmeler ile entegre bir üretim organizasyonu oluşturulmuştur. Söz konusu üretim faaliyetleri, Şirket'in bağlı ortaklığı tarafından kiralanmış bulunan üretim alanı içerisinde gerçekleştirilmektedir. Bu kapsamda; kalıp, ham madde ve yarı mamul üretimi gerçekleştiren tedarikçilerin faaliyet gösterdiği alanlar, Şirket'in bağlı ortaklığı tarafından kiralanmış toplam üretim alanının bir bölümünü oluşturmaktadır olup, ilgili alanlar söz konusu işletmelere alt kiralama yöntemiyle tahsis edilmiştir. Kullanılan alanlara ilişkin kira bedelleri aylık olarak faturalandırılmakta ve ilgili işletmelere yansıtılmaktadır. Şirket tarafından ödenen toplam kira bedeli maliyet hesapları içerisinde muhasebeleştirilmekte olup, alt kiralama kapsamında elde edilen gelirler ise Şirket'in üretim organizasyonunun doğal bir sonucu olarak ortaya çıkmakta ve esas faaliyetlerle bağlantılı gelir niteliği taşımaktadır. Nitekim söz konusu alt kiralama gelirleri, bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarda "esas faaliyetlerden diğer gelirler" kalemi altında sınıflandırılmaktadır.

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirleri 31.12.2023 tarihinde 182.103.082 TL iken, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %30,8 oranında azalışla 125.978.039 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu azalış, ticari işlemlerden kur farkı gelirindeki azalıştan kaynaklanmaktadır.

31.12.2025 tarihinde esas faaliyetlerden diğer gelirler, 2024 yıl sonuna göre %29,0 oranında artışla 162.533.411 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemde gerçekleşen artışta, ağırlıklı olarak ticari işlemlerden kaynaklanan kur farkı gelirleri ile kira gelirlerindeki artış etkili olmuştur. 31.03.2026 döneminde ise 2025 yılının aynı dönemine göre %29,7 oranında azalışla 51.241.165 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu azalışta, ağırlıklı olarak ticari işlemlerden kur farkı gelirleri, vade farkı gelirleri, teşvik gelirleri ve kira gelirlerindeki azalış etkili olmuştur.

  
**HALKİYATIRIM**  
**MENKUL DEĞERLER A.Ş.**

**Tablo 24: Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler**

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2025	31.03.2026
Ticari İşlemlerden Kur Farkı Gideri (-)	(56.100.140)	(34.116.351)	(26.320.245)	(7.911.014)	(3.001.808)
Karşılık Giderleri (-)	(742.697)	(4.583.484)	(10.872.377)	(368.415)	(223.943)
Vade Farkı Giderleri (-)	(2.139.059)	(5.267.684)	(4.656.535)	(4.656.535)	(2.628.464)
Komisyon Giderleri (-)	(8.055.906)	(7.012.327)	(6.222.812)	(1.303.055)	(1.007.337)
Diğer (-)	(8.423.853)	(9.365.441)	(5.570.952)	(2.414.220)	(2.535.885)
<b>Toplam (-)</b>	<b>(75.461.655)</b>	<b>(60.345.287)</b>	<b>(53.642.921)</b>	<b>(16.653.239)</b>	<b>(9.397.437)</b>

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer giderleri 31.12.2023 tarihinde 75.461.655 TL iken, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %20,0 oranında azalışla 60.345.287 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2025 tarihinde esas faaliyetlerden diğer giderler, 2024 yıl sonuna göre %11,1 oranında azalışla 53.642.921 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu dönemlerdeki azalış, ticari işlemlerden kaynaklanan kur farkı giderleri ile komisyon giderlerindeki azalıştan kaynaklanmaktadır.

31.03.2026 döneminde ise 2025 yılının aynı dönemine göre %43,6 oranında azalışla 9.397.437 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu azalış, ticari işlemlerden kur farkı giderlerinin %62,1 oranında azalış göstermesinden ve vade farkı giderlerindeki azalıştan kaynaklanmaktadır.

**Tablo 25: Finansman Gelirleri**

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2025	31.03.2026
Kur Farkı Gelirleri	30.826.005	41.785.133	16.426.898	6.960.853	8.194.129
Faiz Gelirleri	1.643.390	13.303.116	60.753.058	359.620	1.587.730
<b>Toplam</b>	<b>32.469.395</b>	<b>55.088.249</b>	<b>77.179.956</b>	<b>7.320.473</b>	<b>9.781.859</b>

Şirket'in 31.12.2023 tarihinde 32.469.395 TL olan finansman gelirleri 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %69,7 oranında artışla 55.088.249 TL ve 31.12.2025 tarihinde ise 2024 yıl sonuna göre %40,1 oranında artışla 77.179.956 TL olarak gerçekleşmiştir. 31.03.2026 döneminde ise 2025 yılının aynı dönemine göre %33,6 oranında artışla 9.781.859 TL olarak gerçekleşmiştir. Faiz gelirleri ve kur farkı gelirleri artışına bağlı olarak finansman gelirlerinde yıllar itibarıyla artış gerçekleşmiştir.

**Tablo 26: Finansman Giderleri**

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2025	31.03.2026
Kredi Faiz Giderleri (-)	(113.185.686)	(366.274.675)	(336.848.410)	(77.495.949)	(88.701.799)
Kur Farkı Giderleri (-)	(6.035.192)	(65.930.986)	(248.535.939)	(77.953.494)	(13.372.700)
Kiralama Yükümlülüklerine İlişkin Faiz Giderleri (-)	(6.658.140)	(14.269.690)	(28.099.642)	(6.134.483)	(7.719.456)
Diğer (-)	(4.855.582)	(12.578.658)	(14.191.026)	(3.567.818)	(3.259.236)
<b>Toplam</b>	<b>(130.734.600)</b>	<b>(459.054.009)</b>	<b>(627.675.017)</b>	<b>(165.151.744)</b>	<b>(113.053.191)</b>

Şirket'in finansman giderleri 31.12.2023 tarihinde 130.734.600 TL iken, 31.12.2024 tarihinde 2023 yıl sonuna göre %251,1 oranında artışla 459.054.009 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu artış, ağırlıklı olarak kredi faiz giderleri ve kur farkı giderlerindeki artıştan kaynaklanmaktadır.

Şirket'in finansman giderleri 31.12.2025 tarihinde 2024 yıl sonuna göre %36,7 oranında artışla 627.675.017 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu artış, ağırlıklı olarak kredi faiz giderleri ve yabancı para cinsinden yükümlülüklerine ilişkin kur farkı giderlerindeki yükselişin yanı sıra, TFRS 16 kapsamında muhasebeleştirilen kiralama yükümlülüklerine ilişkin faiz giderlerinin finansman giderleri içerisinde yer almasından kaynaklanmaktadır. 31.03.2026 döneminde ise 2025 yılının aynı dönemine göre %31,5 oranında azalışla 113.053.191 TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu azalış ağırlıklı olarak kur farkı giderlerindeki azalıştan kaynaklanmaktadır.

  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

#### 4. SEKTÖREL GÖRÜNÜM

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.

##### Türkiye'de İnşaat Sektörü

Türkiye ekonomisinin 2010 - 2025 yılları arasındaki gelişimi incelediğinde ortalama yıllık büyümenin %5,6 seviyesinde olduğu, söz konusu dönemde en düşük yıllık büyümenin %1,3 ile 2019 yılında, en yüksek büyümenin ise %11,8 ile 2021 yılında gerçekleştiği görülmektedir. 2024 yılında %3,3 büyüyen Türkiye ekonomisi, 2025 yılında %3,6 ile büyüme kaydetmeye devam etmiştir.

Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı tarafından yayımlanan 2026 - 2028 dönemi Orta Vadeli Program'a göre Türkiye ekonomisinin 2026 yılında yıllık bazda %3,8, 2027 yılında %4,3 ve 2028 yılında %5 büyüme kaydetmesi beklenmektedir. Bu doğrultuda toplam tüketimin anılan yıllar itibarıyla sırasıyla yıllık bazda %3,3 (kamu %4,8 ve özel %3,2), %3,8 (kamu %5,5 ve özel %3,6) ve %4,4 (kamu %6,0 ve özel %4,1) büyüyeceği tahmin edilmektedir (Kaynak: <https://www.sbb.gov.tr>).

IMF tarafından yayımlanan Nisan / 2026 tarihli Küresel Görünüm Raporu'na göre (World Economic Outlook-WEO)'ya göre, Türkiye ekonomisinin 2026 yılında yıllık bazda %3,4 ve 2027 yılında %3,5 büyümesi beklenirken, 2031 yılında ise %4,0 büyüyeceği tahmin edilmektedir (Kaynak: IMF WEO - <https://www.imf.org>).

##### Türkiye'de Seramik Sağlık Gereçleri Pazarı

Türkiye, seramik sağlık gereçlerinde geleneksel üretici ve ihracatta da rekabetçi bir ülke olarak yer almaktadır. Türkiye İMSAD İnşaat Malzemesi Sektörü 2024 yılı Raporu'na göre, Türkiye'de 2024 yılında seramik sağlık gereçleri üretimi 320.590 ton seviyesinde gerçekleşirken, üretici firma sayısı ise 44'tür.

**Tablo 27: Türkiye Seramik Sağlık Gereçleri İç Pazarı**

Yıllar	Üretim (Ton)	İhracat (Ton)	İthalat (Ton)	İç Pazar Tüketim (Ton)
2019	322.700	164.856	1.435	159.255
2020	329.800	164.838	2.165	167.127
2021	424.018	201.957	3.179	225.240
2022	485.795	185.242	6.137	306.690
2023	400.300	152.464	7.226	255.062
2024	320.590	126.939	5.775	199.426

Kaynak: Türkiye İMSAD İnşaat Malzemesi Sektörü 2024 yılı Raporu.  
[https://imsad.org/dflip/Uploads/Files/Insaat\\_Malzemesi\\_Sektoru\\_Raporu\\_2024\\_web.pdf](https://imsad.org/dflip/Uploads/Files/Insaat_Malzemesi_Sektoru_Raporu_2024_web.pdf)

Türkiye seramik sağlık gereçlerinde önemli bir ihracatçı ülke olmakla birlikte, yurt içi tüketim büyük ölçüde yerli üretim ile karşılanmakta ve sınırlı ölçüde ithalat yapılmaktadır. Türkiye İMSAD İnşaat Malzemesi Sektörü 2024 yılı Raporu'na göre, Türkiye'de 2024 yılında seramik sağlık gereçleri iç pazar tüketimi 199.426 ton olurken, ihracat ise 126.939 ton seviyesinde gerçekleşmiştir. 2024 yılında seramik sağlık gereçleri alanında en fazla ihracat yapılan ülkeler Fransa, Almanya, İngiltere, İtalya ve ABD olurken, en fazla ithalat yapılan ülkeler Almanya, Mısır, Rusya, Çin ve Polonya olmuştur. Türkiye'nin dünya seramik sağlık gereçleri ihracatındaki payı 2024 yılında %2,75 seviyesinde gerçekleşmiştir.

  
MALKYAPIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

**Tablo 28: Türkiye Seramik Sağlık Gereçleri İhracat Göstergeleri:**

Yıllar	Ton	Milyon (USD)	Birim Fiyat (Dolar / Kg)
2019	164.856	271,2	1,65
2020	164.838	269,2	1,63
2021	201.957	339,9	1,68
2022	185.242	338,8	1,83
2023	152.464	312,0	2,05
2024	126.939	253,9	2,00

Kaynak: Türkiye İMSAD İnşaat Malzemesi Sektörü 2024 yılı Raporu,  
[https://imsad.org/dflip/Uploads/Files/Insaat\\_Malzemesi\\_Sektoru\\_Raporu\\_2024\\_web.pdf](https://imsad.org/dflip/Uploads/Files/Insaat_Malzemesi_Sektoru_Raporu_2024_web.pdf)

İMSAD 2024 yılı Yapı Sektörü Raporu<sup>3</sup>'na göre; seramik sağlık gereçleri sektöründe Türkiye'nin ihracat yaptığı pazarlarda, 2024 yılında ilk üç sırada Fransa (34.213.917 ABD Doları), Almanya (33.663.536 ABD Doları) ve İngiltere (21.824.915 ABD Doları) yer almaktadır.

**Tablo 29: Türkiye'nin Seramik Sağlık Gereçleri İhracat Pazarları:**

2023			2024		
Sıra	Ülke	İhracat (USD)	Sıra	Ülke	İhracat (USD)
1	Fransa	47.987.756	1	Fransa	34.213.917
2	Almanya	36.044.900	2	Almanya	33.663.536
3	İngiltere	23.083.331	3	İngiltere	21.824.915
4	İtalya	19.950.220	4	İtalya	16.874.334
5	ABD	13.399.281	5	ABD	11.636.720
6	İsrail	12.415.158	6	Irak	7.188.645
7	Rusya	9.094.891	7	Bulgaristan	6.756.923
8	Irak	8.494.289	8	Fas	6.115.352
9	Polonya	7.179.254	9	İspanya	6.083.697
10	İspanya	6.854.399	10	Çekya	5.289.535
<b>Toplam İhracat</b>		<b>312.132.202</b>	<b>Toplam İhracat</b>		<b>253.938.764</b>

Kaynak: Türkiye İMSAD İnşaat Malzemesi Sektörü 2024 yılı Raporu,  
[https://imsad.org/dflip/Uploads/Files/Insaat\\_Malzemesi\\_Sektoru\\_Raporu\\_2024\\_web.pdf](https://imsad.org/dflip/Uploads/Files/Insaat_Malzemesi_Sektoru_Raporu_2024_web.pdf)

**Tablo 30: Türkiye Seramik Sağlık Gereçleri İthalat Göstergeleri**

Yıllar	Ton	Milyon (USD)	Birim Fiyat (USD / Kg)
2019	1.435	4,5	3,16
2020	2.161	6,3	2,90
2021	3.179	10,2	3,20
2022	6.137	18,9	3,08
2023	7.226	22,9	3,17
2024	5.775	22,6	3,91

Kaynak: Türkiye İMSAD İnşaat Malzemesi Sektörü 2024 yılı Raporu,  
[https://imsad.org/dflip/Uploads/Files/Insaat\\_Malzemesi\\_Sektoru\\_Raporu\\_2024\\_web.pdf](https://imsad.org/dflip/Uploads/Files/Insaat_Malzemesi_Sektoru_Raporu_2024_web.pdf)

**Tablo 31: Türkiye'nin Seramik Sağlık Gereçleri İthalatı Yaptığı Ülkeler 2023 - 2024**

2023			2024		
Sıra	Ülke	İthalat (USD)	Sıra	Ülke	İthalat (USD)
1	Mısır	4.955.916	1	Almanya	5.980.281
2	Almanya	3.870.643	2	Mısır	3.853.072
3	Rusya	3.043.334	3	Rusya	2.482.073
4	İtalya	1.705.403	4	Çin	2.202.610
5	Polonya	1.579.555	5	Polonya	1.995.800
6	Hindistan	1.445.983	6	İtalya	1.278.674
7	Çin	1.425.591	7	İsviçre	864.084
8	Tunus	630.817	8	Tunus	828.035

9	Fransa	587.117	9	Çekya	574.268
10	Bulgaristan	483.514	10	İspanya	505.400
<b>Toplam İthalat</b>		<b>22.876.512</b>	<b>Toplam İthalat</b>		<b>22.681.941</b>

Kaynak: Türkiye İMSAD İnşaat Malzemesi Sektörü 2024 yılı Raporu,  
[https://imsad.org/dflip/Uploads/Files/Insaat\\_Malzemesi\\_Sektoru\\_Raporu\\_2024\\_web.pdf](https://imsad.org/dflip/Uploads/Files/Insaat_Malzemesi_Sektoru_Raporu_2024_web.pdf)

**Tablo 32:Dünya Seramik Sağlık Gereçleri İhracatçıları 2023 - 2024**

2023			2024		
Sıra	Ülke	İhracat (USD)	Sıra	Ülke	İhracat (USD)
1	Çin	5.966.936.000	1	Çin	5.084.927.000
2	Meksika	577.603.705	2	Meksika	667.649.000
3	Almanya	505.734.000	3	Almanya	487.104.000
4	Türkiye	312.132.202	4	Türkiye	253.938.764
5	Vietnam	290.335.000	5	Polonya	225.826.000
6	İtalya	220.165.000	6	Vietnam	223.489.000
7	Polonya	218.508.000	7	İtalya	220.574.000
8	Tayland	178.702.000	8	Tayland	174.806.000
9	Portekiz	167.030.000	9	Portekiz	168.385.000
10	Çekya	116.062.000	10	Hindistan	159.609.000
<b>Toplam İhracat</b>		<b>10.229.255.000</b>	<b>Toplam İhracat</b>		<b>9.221.679.000</b>

Kaynak: Türkiye İMSAD İnşaat Malzemesi Sektörü 2024 yılı Raporu,  
[https://imsad.org/dflip/Uploads/Files/Insaat\\_Malzemesi\\_Sektoru\\_Raporu\\_2024\\_web.pdf](https://imsad.org/dflip/Uploads/Files/Insaat_Malzemesi_Sektoru_Raporu_2024_web.pdf)

**Tablo 33:Dünya Seramik Sağlık Gereçleri İthalatçıları 2023 - 2024**

2023			2024		
Sıra	Ülke	İthalat (USD)	Sıra	Ülke	İthalat (USD)
1	ABD	1.463.907.000	1	ABD	1.725.376.000
2	Almanya	418.191.000	2	Almanya	431.140.000
3	Fransa	335.203.000	3	Vietnam	385.839.000
4	İngiltere	283.991.000	4	Fransa	297.744.000
5	Kanada	223.649.000	5	İngiltere	287.788.000
6	İspanya	222.471.000	6	Kanada	246.199.000
7	İtalya	192.322.000	7	İspanya	239.170.000
8	Slovakya	157.790.000	8	İtalya	201.753.000
9	Kjaponya	126.270.000	9	Avustralya	149.806.000
10	Avustralya	119.588.000	10	BAE	147.064.000
55	Türkiye	22.876.512	57	Türkiye	22.681.941
<b>Toplam İthalat</b>		<b>7.940.737.000</b>	<b>Toplam İthalat</b>		<b>7.803.759.000</b>

Kaynak: Türkiye İMSAD İnşaat Malzemesi Sektörü 2024 yılı Raporu,  
[https://imsad.org/dflip/Uploads/Files/Insaat\\_Malzemesi\\_Sektoru\\_Raporu\\_2024\\_web.pdf](https://imsad.org/dflip/Uploads/Files/Insaat_Malzemesi_Sektoru_Raporu_2024_web.pdf)

  
**HALK YATIRIM**  
 MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## 5. DEĞERLEME ANALİZİ

İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi A.Ş.'nin sermaye artırımını ve ortak satışı yoluyla halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem dikkate alınmıştır:

- i. Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”)
- ii. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Değerleme metodolojileri, sektörün ve Şirket'in özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve söz konusu küresel ölçekte kabul görmüş yöntemlerin Şirket değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatine varılmıştır.

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen Gelir Yaklaşımı - İNA ile Pazar Yaklaşımı - Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmıştır.

### 1. Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

UDS'nin 104 Değer Esasları kapsamında Gelir Yaklaşımı aşağıda tanımlanmıştır:

#### Gelir Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İNA yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler, UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca, değerlendirme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olması durumlarında gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve / veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.1 uyarınca gelir yaklaşımı; gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akımlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlamaktadır. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akımlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. İşbu Rapor'a konu olan değerlendirme çalışması kapsamında gelir yaklaşımında İNA yöntemi kullanılmış olup; UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 50.2 uyarınca, İNA yönteminde tahmini nakit akımları değerlendirme tarihine indirgenmekte ve bu işlem varlığın bugünkü değeriyle sonuçlanmaktadır.

Uluslararası alanda kabul görmüş ve şirketlerin orta - uzun vadeli değerini yansıtan İNA yöntemine göre, şirket paylarının değerinin, şirketin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugünkü değerine eşit olduğu kabul edilmektedir.

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 ulaşılabilecek 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

  
HALKYATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

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 doğru ve tutarlı şekilde yansıtabilecek şekilde normalize edilmiştir.

## Makro Varsayımlar

**Tablo 34: Makro Varsayımlar\***

	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
TÜFE Enflasyon (dönem sonu)	%28,0	%18,1	%16,3	%11,8	%10,7
TÜFE Enflasyon (ortalama)	%31,2	%20,6	%16,5	%13,6	%10,8
USD / TRY (dönem sonu)	50,44	57,84	65,20	72,59	79,98
USD / TRY (ortalama)	46,66	54,41	61,82	69,20	76,58
EUR/TRY (ortalama)	54,32	63,39	72,44	81,47	90,49

(\*) Orta Vadeli Plan öngörülleri ile uyumludur.

Makro varsayımlarda Halk Yatırım'ın Orta Vadeli Plan öngörülleri ile uyumlu olan makro tahminleri kullanılmıştır.

## Gelir Analizleri

**Tablo 35: Kanal Bazında Satış Adetleri**

Satış Hacimleri (Adet)	2023G	2024G	2025G
<b>1. Yurt İçi Satışlar</b>	<b>1.135.601</b>	<b>962.697</b>	<b>766.592</b>
Vitrifiye Seramik Ürünler	704.508	534.356	365.203
FFC Lavabo	92.333	102.758	76.306
FFC Duş Tekne ve Evye	16.107	558	973
Banyo Mobilyaları	31.426	27.938	23.516
Rezervuar Mekanizmaları	118.059	122.243	102.300
Klozet Kapakları	128.487	121.645	122.028
Seramik Aksesuarlar	3.419	4.396	8.006
Armatürler (Duş Sistemleri Dahil )	34.929	40.997	52.202
Metal Aksesuarlar	495	717	1.030
Yedek Parçalar	5.838	7.089	15.028
<b>2. Yurt Dışı Satışlar</b>	<b>561.348</b>	<b>642.916</b>	<b>617.261</b>
Vitrifiye Seramik Ürünler	193.455	210.383	257.993
FFC Lavabo	197.628	204.932	160.722
FFC Duş Tekne ve Evye	33.111	49.573	52.049
Banyo Mobilyaları	23.000	20.058	9.342
Rezervuar Mekanizmaları	19.910	23.825	29.216
Klozet Kapakları	61.182	81.001	66.693
Seramik Aksesuarlar	8.461	10.904	6.767
Armatürler (Duş Sistemleri Dahil )	18.131	27.942	19.452
Metal Aksesuarlar	414	1.448	3.539
Yedek Parçalar	6.056	12.850	11.488
<b>Toplam Satış Adedi (1+2)</b>	<b>1.696.949</b>	<b>1.605.613</b>	<b>1.383.853</b>

  
HALK YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Satış Hacimleri (Adet)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
<b>1. Yurt İçi Satışlar</b>	<b>810.274</b>	<b>957.003</b>	<b>1.119.174</b>	<b>1.330.406</b>	<b>1.598.185</b>
Vitrifiye Seramik Ürünler	347.856	373.365	393.687	421.052	496.149
FFC Lavabo	70.743	76.897	89.000	100.974	116.569
FFC Duş Tekne ve Evye	16.687	20.561	21.561	23.286	28.456
Banyo Mobilyaları	33.863	38.942	47.598	58.435	71.992
Rezervuar	115.088	165.726	204.626	250.462	309.394
Mekanizmaları	136.183	163.783	200.913	247.194	291.124
Klozet Kapakları	1.641	1.305	952	1.062	1.163
Seramik Aksesuarlar	66.558	90.831	130.184	190.069	237.586
Armatürler (Duş Sistemleri Dahil )	1.458	1.788	2.135	2.654	3.140
Metal Aksesuarlar	20.198	23.804	28.517	35.218	42.614
Yedek Parçalar					
<b>2. Yurt Dışı Satışlar</b>	<b>633.521</b>	<b>741.427</b>	<b>888.599</b>	<b>1.098.777</b>	<b>1.293.306</b>
Vitrifiye Seramik Ürünler	262.121	289.414	331.597	399.087	470.125
FFC Lavabo	153.088	175.357	206.575	248.619	288.436
FFC Duş Tekne ve Evye	55.302	65.341	77.465	96.056	113.154
Banyo Mobilyaları	10.930	13.359	16.904	22.059	27.795
Rezervuar	23.008	32.978	39.880	51.246	59.957
Mekanizmaları	59.290	73.638	94.385	122.701	145.400
Klozet Kapakları	3.959	4.218	4.469	5.162	6.096
Seramik Aksesuarlar	29.178	42.308	60.078	79.903	91.889
Armatürler (Duş Sistemleri Dahil )	14.244	17.184	21.298	27.570	32.023
Metal Aksesuarlar	22.402	27.629	35.949	46.374	58.431
Yedek Parçalar					
<b>Toplam Satış Adedi (1+2)</b>	<b>1.443.796</b>	<b>1.698.430</b>	<b>2.007.773</b>	<b>2.429.183</b>	<b>2.891.491</b>

31.03.2026 tarihi itibarıyla Şirket 5 tesisinde farklı ürün gruplarından toplam 2.740.000 adet üretim kapasitesine sahiptir. Şirket'in yurt içi ve yurt dışı satış miktarlarının ürün kırılımlarına göre; birinci sırada vitrifiye seramik ürünleri, ikinci sırada FFC lavabo, üçüncü sırada klozet kapakları ve dördüncü sırada ise rezervuar mekanizmaları yer almaktadır.

Şirket'in yurt içi satış hacminin, toplam satış hacmi içerisindeki payı 2023, 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla; %66,9, %60,0 ve %55,4 oranında gerçekleşmiştir. Yurt içi satış hacminin, 2026 – 2030 yılları arasında da toplam satış hacmindeki payının, yurt dışı satış hacmine göre daha fazla olacağı varsayılmıştır.

Şirket'in, yurt içi satış adetleri 2024 yılında 2023 yılına göre %15,2 oranında azalış gösterirken yurt dışı satış adetleri ise %14,5 oranında artış göstermiştir. Söz konusu durum Şirket'in yurt dışı pazarda artan talebin etkisiyle, ürettiği ürünlerini yurt içi yerine yurt dışı pazarda satmayı tercih etmesinden kaynaklanmıştır.

Şirket'in 2025 yılında 2024 yılına göre yurt içi satış adetleri %20,4 oranında, yurt dışı satış adetleri ise %4 oranında azalmıştır. Söz konusu azalış; talep koşullarındaki zayıflamanın yanı sıra Şirket tarafından uygulanan stratejik ürün dönüşüm sürecinden kaynaklanmaktadır. Bu kapsamda Şirket, düşük marjlı ve yoğun fiyat rekabetine açık ürünlerin üretimini kademeli olarak azaltmış; buna karşılık tasarım gücü, marka değeri ve birim karlılığı daha yüksek olan yeni ürün segmentlerine odaklanma stratejisini benimsemiştir. Söz konusu stratejik dönüşüm süreci; ürün geliştirme ve kalıp yatırımlarının gerçekleştirilmesi, deneme üretimi ve seri üretime geçiş süreçlerinin tamamlanması, yeni ürün segmentinin pazarda konumlandırılması ve satış ile dağıtım kanallarının yeniden yapılandırılması aşamalarını içermektedir. Bu geçiş süreci, Şirket'in uzun vadeli karlılık ve sürdürülebilir büyüme

hedefleri doğrultusunda gerçekleştirilmiş olup, kısa vadede satış adetleri üzerinde geçici bir baskı yaratmıştır.

Şirket'in geçmiş dönemde satış adetlerinde gerçekleşen azalışın, geçici piyasa ve operasyonel koşullardan kaynaklandığı değerlendirilmiş olup, projeksiyon döneminde Şirket'in mevcut üretim kapasitesi, müşteri portföyü, ihracat kabiliyeti, sektörel büyüme beklentileri ve Şirket yönetiminin iş planı dikkate alınmıştır. Bu doğrultuda, Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca satış adetlerinde artış göstereceği öngörülmüş olup, toplam satış hacminin 2025 – 2030 yılları YBBO'su %15,9 olarak varsayılmıştır.

İsvea Sermaik'in hasılatının tamamı inşaat sektörüne yapılan satışlardan oluşmaktadır. Projeksiyon dönemindeki hacimsel artışların ise satışlara yeni başlanacak segmentler haricinde, 3 temel varsayımı bulunmaktadır:

- i. **Kredi faizleri ve enflasyonda beklenen gerileme:** Türkiye'de orta vadede enflasyon ve faiz oranlarında düşüş yaşanacağı öngörülmektedir. Buna bağlı olarak konut kredisi maliyetlerinin azalması ve konut talebinin artması beklenmekte olup, söz konusu gelişmelerin inşaat sektöründeki faaliyet hacmini destekleyeceği değerlendirilmektedir.
- ii. **Kentsel dönüşüm:** Türkiye'de özellikle deprem riski yüksek ve yaşlı konut stokuna sahip bölgelerde devam eden kentsel dönüşüm faaliyetlerinin önümüzdeki dönemde de sektörel büyümeyi desteklemeye devam edeceği öngörülmektedir. Bu kapsamda, mevcut konut stokunun yenilenmesine yönelik yatırımların inşaat sektöründeki talebi artıracacağı değerlendirilmektedir.
- iii. **Deprem konutları:** 6 Şubat 2023 tarihinde meydana gelen Kahramanmaraş merkezli depremler sonrasında başlatılan deprem konutu projelerinin önümüzdeki yıllarda da devam etmesi beklenmektedir. Yeniden inşa faaliyetleri kapsamında gerçekleştirilecek yatırımların, inşaat sektöründeki harcamaları ve malzeme talebini artırarak sektörel büyümeye katkı sağlayacağı öngörülmektedir.

**Tablo 36: Ürünler Bazında Ortalama Birim Satış Fiyatları**

(TL / Adet)	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
<b>1. Yurt İçi Satış Fiyatları</b>								
Vitrifiye Seramik Ürünler	1.898	1.567	1.931	2.486	2.953	3.444	3.888	4.359
FFC Lavabo	2.162	1.951	2.410	3.104	3.686	4.299	4.854	5.442
FFC Duş Tekne ve Eveye	4.307	7.006	7.292	9.391	11.152	13.006	14.684	16.464
Banyo Mobilyaları	5.243	5.594	5.222	6.725	7.986	9.314	10.516	11.648
Rezervuar Mekanizmaları	1.588	1.011	982	1.265	1.507	1.761	1.990	2.217
Klozet Kapakları	915	865	799	1.029	1.225	1.432	1.618	1.802
Seramik Aksesuarlar	65	291	155	200	238	278	314	350
Armatürler (Duş Sistemleri Dahil)	328	397	450	580	691	808	912	1.016
Metal Aksesuarlar	1.921	2.479	944	1.215	1.447	1.692	1.911	2.129
Yedek Parçalar	176	174	92	119	141	165	186	208
<b>2. Yurt Dışı Satış Fiyatları</b>								
Vitrifiye Seramik Ürünler	2.363	2.116	1.767	2.272	2.697	3.148	3.546	3.949
FFC Lavabo	2.412	2.171	2.043	2.628	3.120	3.641	4.101	4.567
FFC Duş Tekne ve Eveye	3.953	3.918	3.491	4.489	5.329	6.220	7.006	7.801
Banyo Mobilyaları	6.912	6.109	7.168	9.218	10.943	12.772	14.387	16.012
Rezervuar Mekanizmaları	1.654	1.307	1.021	1.314	1.559	1.820	2.050	2.282
Klozet Kapakları	1.320	1.073	985	1.255	1.489	1.738	1.958	2.179
Seramik Aksesuarlar	167	155	177	227	270	315	355	395
Armatürler (Duş Sistemleri Dahil)	567	489	462	594	705	823	927	1.031

  
HALKYATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Metal Aksesuarlar	1.914	947	891	1.146	1.361	1.588	1.789	1.991
Yedek Parçalar	141	96	77	98	117	136	154	171

Şirket'in ana ürün grubu olan vitrifiye seramik, FFC lavabo, klozet kapakları ve rezervuar mekanizmalarının 2023 – 2025 yılları arasında yurt içi ortalama birim satış fiyatları dalgalı seyir izlemiştir.

Yurt içi seramik aksesuarlar ürün grubu içerisinde sabunluk, kağıtlık, etajer gibi ürünler yer almakta olup, gelen talebe göre her bir ürünün fiyatlaması farklılık göstermektedir. Bundan dolayı bu ürün grubunda 2023 – 2025 döneminde fiyatlarda farklılık gerçekleşmiş olup projeksiyon döneminde makroekonomik varsayımlarda yer alan enflasyon beklentilerine paralel olarak artış göstereceği öngörülmektedir.

Yurt dışı satışlar kaleminde ise satış adetlerinin yüksek olduğu ve Şirket'in ana ürün grupları olan vitrifiye seramik, FFC lavabo, klozet kapakları ve rezervuar mekanizmalarının 2024 yılında 2023 yılına kıyasla hem satış fiyatlarında hem de maliyetlerinde düşüş gerçekleşmiştir. Talebin düşük olduğu 2025 yılında, hem satış fiyatları hem de maliyetler, 2024 yılına göre gerileme göstermiştir.

Yurt içi satışlar için faiz indirimleri, kentsel dönüşüm teşvikleri ve deprem konutlarının inşaatlarının başlaması ve tamamlanması projeksiyon döneminde talebin artması ile birlikte makroekonomik varsayımlarda yer alan enflasyon beklentilerine benzer fiyatlama davranışının görülmesi beklenmektedir.

Projeksiyon dönemi kapsamında yurt içi ortalama birim satış fiyatlarının %17,7'lik bir YBBO ile artması öngörülmektedir.

Yurt dışı satışlar tarafının 1962'den beri varolan ISVEA markasından, patentlerinden ve markanın satın alınmasından sonra korunan tasarım ekibinin gücünden faydalanmaya devam etmesi beklenmektedir. Şirket'in Ideal Standard gibi küresel çaptaki firmalarla var olan iş ilişkileri güçlenerek devam etmektedir.

Yurt dışı pazarlara yönelik ürün fiyatlarındaki değişimin, yurt içi piyasadaki benzer ürün gruplarına ilişkin fiyat gelişmeleri ile uyumlu ve paralel bir seyir izleyeceği varsayılmıştır. Projeksiyon dönemi kapsamında ise yurt dışı ortalama birim satış fiyatlarının YBBO'su %17,4 seviyesinde gerçekleşeceği varsayılmıştır.

**Tablo 37: Net Satışlar**

(TL)	2023G	2024G	2025G
<b>1. Yurt İçi Satışlar</b>	<b>2.089.520.879</b>	<b>1.447.165.455</b>	<b>1.244.046.780</b>
Vitrifiye Seramik Ürünler	1.337.063.232	837.096.760	705.133.533
FFC Lavabo	199.605.192	200.507.001	183.929.961
FFC Duş Tekne ve Evye	69.364.875	3.909.332	7.095.406
Banyo Mobilyaları	164.759.631	156.278.664	122.807.103
Rezervuar Mekanizmaları	187.475.805	123.532.967	100.508.481
Klozet Kapakları	117.579.472	105.267.630	97.458.847
Seramik Aksesuarlar	223.032	1.277.379	1.242.200
Armatürler (Duş Sistemleri Dahil )	11.470.994	16.282.169	23.516.277
Metal Aksesuarlar	950.686	1.777.793	971.918
Yedek Parçalar	1.027.960	1.235.760	1.383.054
<b>2. Yurt Dışı Satışlar</b>	<b>1.350.682.257</b>	<b>1.343.014.635</b>	<b>1.142.643.167</b>
Vitrifiye Seramik Ürünler	457.093.098	445.239.621	455.844.144
FFC Lavabo	476.688.343	444.992.997	328.408.977
FFC Duş Tekne ve Evye	130.873.599	194.233.796	181.683.139
Banyo Mobilyaları	158.968.365	122.542.391	66.964.665
Rezervuar Mekanizmaları	32.938.080	31.137.601	29.843.019
Klozet Kapakları	80.777.716	86.920.757	65.689.406
Seramik Aksesuarlar	1.412.468	1.685.801	1.195.494
Armatürler (Duş Sistemleri Dahil )	10.282.602	13.655.847	8.981.251

  
**HALK YATIRIM**  
**MENKUL DEĞERLER A.Ş.**

Metal Aksesuarlar	792.412	1.371.897	3.153.847
Yedek Parçalar	855.574	1.233.927	879.225
<b>Toplam Satışlar (1+2)</b>	<b>3.440.203.136</b>	<b>2.790.180.090</b>	<b>2.386.689.947</b>

(TL)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
<b>1. Yurt İçi Satışlar</b>	<b>1.797.766.464</b>	<b>2.445.498.845</b>	<b>3.223.884.886</b>	<b>4.167.103.818</b>	<b>5.572.024.610</b>
Vitrifiye Seramik Ürünler	864.937.593	1.102.435.040	1.355.740.375	1.636.999.014	2.162.777.540
FFC Lavabo	219.597.545	283.455.683	382.623.588	490.096.286	634.363.711
FFC Duş Tekne ve Evye	156.707.498	229.289.655	280.432.459	341.932.047	468.486.959
Banyo Mobilyaları	227.737.422	311.003.918	443.339.190	614.481.157	838.568.255
Rezervuar	145.614.175	249.702.905	360.391.588	498.372.914	685.826.346
Mekanizmaları	140.066.373	200.602.622	287.646.019	399.840.191	524.583.323
Klozet Kapakları	327.940	310.469	264.925	333.731	407.099
Seramik Aksesuarlar	38.612.433	62.751.438	105.130.183	173.411.799	241.478.248
Armatürler (Duş Sistemleri Dahil )	1.771.691	2.587.417	3.611.964	5.072.394	6.684.779
Metal Aksesuarlar	2.393.794	3.359.697	4.704.595	6.564.287	8.848.350
Yedek Parçalar	1.488.257.152	2.040.787.525	2.819.959.886	3.902.766.117	5.125.851.727
<b>2. Yurt Dışı Satışlar</b>	<b>1.488.257.152</b>	<b>2.040.787.525</b>	<b>2.819.959.886</b>	<b>3.902.766.117</b>	<b>5.125.851.727</b>
Vitrifiye Seramik Ürünler	595.604.756	780.686.513	1.043.951.955	1.415.241.717	1.856.376.806
FFC Lavabo	402.279.659	547.029.573	752.106.171	1.019.598.674	1.317.146.842
FFC Duş Tekne ve Evye	248.251.357	348.206.155	481.799.252	672.947.538	882.707.304
Banyo Mobilyaları	100.758.021	146.194.179	215.898.836	317.361.481	445.048.897
Rezervuar	30.223.266	51.426.725	72.583.253	105.058.926	136.804.943
Mekanizmaları	74.385.657	109.675.867	164.067.813	240.248.201	316.855.657
Klozet Kapakları	899.397	1.137.748	1.406.722	1.830.137	2.405.562
Seramik Aksesuarlar	17.325.116	29.822.526	49.424.860	74.044.105	94.770.092
Armatürler (Duş Sistemleri Dahil )	16.325.053	23.380.014	33.818.687	49.311.953	63.746.212
Metal Aksesuarlar	2.204.870	3.228.224	4.902.338	7.123.385	9.989.412
Yedek Parçalar	3.286.023.616	4.486.286.369	6.043.844.773	8.069.869.935	10.697.876.337
<b>Toplam Satışlar (1+2)</b>	<b>3.286.023.616</b>	<b>4.486.286.369</b>	<b>6.043.844.773</b>	<b>8.069.869.935</b>	<b>10.697.876.337</b>

Şirket'in 2023 – 2025 yıllarında satış gelirlerinde gerçekleşen azalış; ağırlıklı olarak ürün karmasındaki değişim, stok yönetimine ilişkin uygulamalar ve üretim planlamasına bağlı olarak gerçekleşmiştir. Bu kapsamda, önceki dönemlerde üretilen stokların satışına ağırlık verilmesi, yeni ürün segmentlerine yönelik üretim planlaması ve operasyonel süreçlerde gerçekleştirilen düzenlemeler, satış gelirlerinin ilgili dönemlerde görece düşük seviyelerde gerçekleşmesine neden olmuştur.

İç piyasada faiz indirimleri, konut kredisi kısıtlarının kalkması, kentsel dönüşüm teşviklerinin artması ve deprem konutlarının inşasının hızlanarak devam etmesi gibi varsayımların 2026 yılı sonrasında olumlu beklentilerin gerçekleşmesiyle, yurt içi satış adetlerinin 2025 – 2030 yıllarında %15,9 YBBO ile artması beklenmektedir. Hem yukarıda bahsedilen sektör bazındaki olumlu koşullar hem de ISVEA markasının ve yenilikçi dizaynlarının iç piyasada bilinirliğinin artması ile birlikte iç piyasadaki satışların artacağı varsayılmaktadır. İç piyasaya yapılan satışların 2025 – 2030 yıllarında %35,0 YBBO ile büyüyerek 5,6 Milyar TL'ye ulaşması beklenmektedir.

Şirket'in 2023 – 2025 yılları arasında yurt dışı satışlarının dalgalı seyrettiği gözlemlenmektedir. İç piyasadaki duruma paralel olarak, Şirket'in ana satış pazarı olan Avrupa'da da faizler yükseliş göstermiş ve bu durum toplam talepte bir daralmaya yol açmıştır. AB Merkez Bankası'nın da faiz indirimlerine başlamasıyla 2026 yılı ve sonrası için daha güvercin politikaları öngörmesi ile birlikte Avrupa inşaat sektörü için daha olumlu yansıması ve ihracat pazarlarına yönelik pazarlama ve satış faaliyetlerinin kademeli olarak artırılması, ihracat süreçlerine ilişkin finansman olanaklarının gelişmesi ve mevcut müşteri portföyünün derinleştirilmesi varsayımlarında bulunulmuştur. Dış piyasaya yapılan satışların 2025 – 2030 yıllarında %35,0 YBBO ile büyüyerek 5,1 Milyar TL'ye ulaşması beklenmektedir.

  
HALK ARAÇLARI  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

**Tablo 38: Ürünler Bazında Ortalama Birim Maliyet**

(TL / Adet)	2023G	2024G	2025G	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
<b>1. Yurt İçi Ortalama Birim Maliyetler</b>								
Vitrifiye Seramik Ürünler	1.487	1.066	1.259	1.414	1.585	1.782	1.973	2.164
FFC Lavabo	1.694	1.328	1.571	1.775	1.991	2.225	2.463	2.709
FFC Duş Tekne ve Evye	3.374	4.770	4.754	5.370	6.022	6.730	7.450	8.195
Banyo Mobilyaları	4.108	3.808	3.404	3.846	4.313	4.820	5.335	5.873
Rezervuar	1.244	688	640	739	843	942	1.043	1.147
Mekanizmaları								
Klozet Kapakları	717	589	521	601	685	766	848	932
Seramik Aksesuarlar	51	198	101	117	133	149	165	181
Armatürler (Duş Sistemleri Dahil)	257	270	294	339	387	432	478	526
Metal Aksesuarlar	1.505	1.688	615	710	810	904	1.002	1.102
Yedek Parçalar	138	119	60	69	79	88	98	107
<b>2. Yurt Dışı Ortalama Birim Maliyetler</b>								
Vitrifiye Seramik Ürünler	1.851	1.441	1.152	1.302	1.468	1.638	1.815	1.998
FFC Lavabo	1.890	1.478	1.332	1.529	1.727	1.940	2.125	2.337
FFC Duş Tekne ve Evye	3.097	2.667	2.275	2.613	2.950	3.314	3.630	3.992
Banyo Mobilyaları	5.416	4.159	4.673	5.420	6.057	6.806	7.455	8.194
Rezervuar	1.296	890	666	764	878	981	1.089	1.195
Mekanizmaları								
Klozet Kapakları	1.035	731	642	730	838	937	1.040	1.141
Seramik Aksesuarlar	131	105	115	132	152	170	188	207
Armatürler (Duş Sistemleri Dahil )	444	333	301	345	397	444	492	540
Metal Aksesuarlar	1.500	645	581	667	766	856	950	1.042
Yedek Parçalar	111	65	50	57	66	74	82	90

Şirket'in satışlarının maliyeti her bir ürün kırılımı bazında incelenmiştir. Satışların maliyeti; ilk madde ve malzeme giderleri, enerji (elektrik ve doğal gaz) giderleri, personel giderleri, ambalaj ve sarf giderleri, genel üretim giderleri ile satılan ticari mal maliyetinden oluşmaktadır. Söz konusu maliyet içerisindeki ağırlığı en fazla olan giderler ilk madde ve malzeme giderleri ile personel giderleridir.

Şirket'in ana ürün gruplarında enflasyonun yüksek olduğu dönemde bazı ana ürün gruplarında hem 2024 yılında, hem de 2025 yılında TL bazında ortalama birim maliyetlerde düşüş gerçekleşmiştir. Projeksiyon dönemindeki ortalama birim maliyetlerdeki değişimlerin de enflasyonun altında bir görünüm arz edeceği varsayılmıştır. Yurt içine olan satışların ortalama birim maliyetlerinin, 2025 - 2030 yılları arasında %12,0 YBBO ile artacağı varsayılmaktadır.

Yurt dışı satışlarının maliyetlerinin 2026 yılı ve sonrasında hem satış yapılan ülkelerin artacağı hem de ürün gamının çeşitlenmesi (renk, ebat vb.) beklentisi ile ortalama birim maliyetlerin enflasyonun altında bir görünüm arz edeceği varsayılmıştır. Yurt dışına olan satışların ortalama birim maliyetlerinin, 2025 - 2030 döneminde %12,2 YBBO ile artacağı varsayılmaktadır.

**Tablo 39: Satışların Maliyeti**

(TL)	2023G	2024G	2025G
<b>1. Yurt İçi Maliyetler</b>			
Vitrifiye Seramik Ürünler	1.047.683.081	569.887.915	459.652.855
FFC Lavabo	156.404.707	136.503.355	119.897.761
FFC Duş Tekne ve Evye	54.352.258	2.661.438	4.625.257
Banyo Mobilyaları	129.100.759	106.393.103	80.053.824
Rezervuar Mekanizmaları	146.900.479	84.100.128	65.518.102
Klozet Kapakları	92.131.786	71.665.252	63.530.147
Seramik Aksesuarlar	174.761	869.628	809.749

  
**HALK YATIRIM**  
**MENKUL DEĞERLER A.Ş.**

Armatürler (Duş Sistemleri Dahil )	8.988.331	11.084.754	15.329.471
Metal Aksesuarlar	744.929	1.210.306	633.561
Yedek Parçalar	805.480	841.294	901.566
<b>2. Yurt Dışı Maliyetler</b>	<b>1.058.354.545</b>	<b>914.312.236</b>	<b>744.850.684</b>
Vitrifiye Seramik Ürünler	358.164.591	303.115.114	297.149.480
FFC Lavabo	373.518.844	302.947.214	214.078.777
FFC Duş Tekne ve Evye	102.548.670	132.232.614	118.433.133
Banyo Mobilyaları	124.562.895	83.425.753	43.652.015
Rezervuar Mekanizmaları	25.809.302	21.198.197	19.453.661
Klozet Kapakları	63.295.022	59.174.866	42.820.716
Seramik Aksesuarlar	1.106.768	1.147.678	779.303
Armatürler (Duş Sistemleri Dahil )	8.057.142	9.296.777	5.854.576
Metal Aksesuarlar	620.911	933.975	2.055.887
Yedek Parçalar	670.402	840.046	573.138
<b>Toplam Satışların Maliyeti (1+2)</b>	<b>2.695.641.116</b>	<b>1.899.529.410</b>	<b>1.555.802.975</b>
<b>Toplam Satışların Maliyeti (TFRS 16 Öncesi)*</b>	<b>2.693.942.700</b>	<b>1.918.345.942</b>	<b>1.578.816.364</b>

\* Satışların maliyeti kalemi, TFRS 16 Kiralamalar standardının muhasebesel etkilerinden arındırılarak TFRS 16 öncesi muhasebe yaklaşımı ile uyumlu olacak şekilde düzeltilmiştir. Bu kapsamda, satışların maliyeti içerisinde muhasebeleştirilen kullanım hakkı varlığına ilişkin amortisman giderleri ilgili kalemden çıkarılmış, söz konusu kiralamalara ilişkin giderler operasyonel nitelikleri dikkate alınarak kira gideri olarak satışların maliyeti içerisine dahil edilmiştir.

(TL)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
<b>1. Yurt İçi Maliyetler</b>	<b>1.029.212.537</b>	<b>1.327.259.033</b>	<b>1.681.288.413</b>	<b>2.132.562.272</b>	<b>2.805.198.218</b>
Vitrifiye Seramik Ürünler	491.703.219	591.833.548	701.505.019	830.552.137	1.073.897.585
FFC Lavabo	125.567.745	153.066.069	197.982.130	248.656.544	315.764.283
FFC Duş Tekne ve Evye	89.606.681	123.816.413	145.105.052	173.483.545	233.196.581
Banyo Mobilyaları	130.222.196	167.942.115	229.398.396	311.764.780	422.778.162
Rezervuar Mekanizmaları	85.083.602	139.730.123	192.696.877	261.285.992	354.896.698
Klozet Kapakları	81.841.974	112.254.317	153.800.731	209.627.445	271.457.768
Seramik Aksesuarlar	191.618	173.734	141.652	174.968	210.663
Armatürler (Duş Sistemleri Dahil )	22.561.573	35.114.794	56.211.795	90.916.004	124.958.502
Metal Aksesuarlar	1.035.214	1.447.881	1.931.272	2.659.345	3.459.194
Yedek Parçalar	1.398.714	1.880.038	2.515.488	3.441.512	4.578.783
<b>2. Yurt Dışı Maliyetler</b>	<b>1.091.249.717</b>	<b>1.514.660.149</b>	<b>2.112.680.911</b>	<b>2.913.043.178</b>	<b>3.790.328.565</b>
Vitrifiye Seramik Ürünler	426.601.906	582.179.796	798.646.356	1.097.250.939	1.422.891.313
FFC Lavabo	312.169.016	426.455.899	589.411.477	800.511.356	1.037.029.640
FFC Duş Tekne ve Evye	169.979.164	232.209.520	320.940.469	435.886.473	564.673.055
Banyo Mobilyaları	65.828.574	91.953.672	135.356.689	193.471.705	267.953.315
Rezervuar Mekanizmaları	39.071.966	67.319.568	97.850.810	139.501.540	179.053.528
Klozet Kapakları	61.819.794	89.471.124	132.049.444	190.454.561	247.586.949
Seramik Aksesuarlar	1.046.448	1.334.214	1.685.714	2.160.117	2.798.628
Armatürler (Duş Sistemleri Dahil )	10.078.886	16.786.700	26.652.223	39.327.517	49.614.930
Metal Aksesuarlar	3.798.840	5.721.868	8.289.380	11.905.169	15.169.553
Yedek Parçalar	855.122	1.227.787	1.798.349	2.573.802	3.557.654

<b>Toplam Satışların Maliyeti (1+2)</b>	<b>2.120.462.254</b>	<b>2.841.919.182</b>	<b>3.793.969.324</b>	<b>5.045.605.450</b>	<b>6.595.526.784</b>
<b>Toplam Satışların Maliyeti (TFRS 16 Öncesi)*</b>	<b>2.268.125.733</b>	<b>3.013.208.769</b>	<b>3.978.984.678</b>	<b>5.242.573.516</b>	<b>6.792.425.263</b>

\*Projeksiyon döneminde, TFRS 16 standardının etkilerinden arındırılmış finansal yapı ile uyumlu olacak şekilde, üretim faaliyetlerine ilişkin kira giderleri satışların maliyeti kalemi altında operasyonel gider olarak dikkate alınmıştır.

**Tablo 37'de** Şirket'in net satış projeksiyonlarının oluşturulmasında esas alınan satış hacmi artış varsayımlarına yer verilmiştir. Söz konusu satış hacmi tahminleri ile **Tablo 38'de** sunulan ürün bazındaki ortalama birim maliyet varsayımları dikkate alınarak satışların maliyeti projekte edilmiştir. Üretim faaliyetlerine ilişkin operasyonel maliyetler ile üretimde kullanılan kiralanmış alanlara ilişkin kira giderlerinin de dahil edilmesi sonucunda satışların maliyetinin projeksiyon döneminde yıllık bileşik %33,9 oranında büyüyerek 2030 yılı itibarıyla yaklaşık 6,7 milyar TL seviyesine ulaşacağı öngörülmektedir.

**Tablo 40: Brüt Karlılık**

(TL)	2023G	2024G	2025G	2026 / 1.Ç
Net Satışlar	3.440.203.136	2.790.180.090	2.386.689.947	584.225.956
Satışların Maliyeti (-) (TFRS 16 Öncesi)	(2.693.942.700)	(1.918.345.942)	(1.578.816.364)	(428.687.499)
<b>Brüt Kar</b>	<b>746.260.436</b>	<b>871.834.148</b>	<b>807.873.583</b>	<b>155.538.457</b>
<b>Brüt Kar Marjı (%)</b>	<b>21,7</b>	<b>31,2</b>	<b>33,8</b>	<b>26,6</b>

(TL)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	3.286.023.616	4.486.286.369	6.043.844.773	8.069.869.935	10.697.876.337
Satışların Maliyeti (-) (TFRS 16 Öncesi)	(2.268.125.733)	(3.013.208.769)	(3.978.984.678)	(5.242.573.516)	(6.792.425.263)
<b>Brüt Kar</b>	<b>1.017.897.883</b>	<b>1.473.077.600</b>	<b>2.064.860.095</b>	<b>2.827.296.419</b>	<b>3.905.451.074</b>
<b>Brüt Kar Marjı (%)</b>	<b>31,0</b>	<b>32,8</b>	<b>34,2</b>	<b>35,0</b>	<b>36,5</b>

Şirket'in TFRS 16 Kiralamalar standardı kapsamında amortisman gideri olarak muhasebeleştirilen kiralama giderlerinin, işbu Rapor'a konu olan değerlendirme çalışmasında TFRS 16 öncesi muhasebe yaklaşımı ile uyumlu olacak şekilde, satışların maliyeti içerisinde kira gideri olarak dikkate alınması nedeniyle, hesaplanan brüt kar ve brüt kar marjı tutarları, bağımsız denetim raporunda yer alan TFRS 16 sonrası finansallar ile farklılık göstermektedir. Bu doğrultuda, TFRS 16 öncesi bazda hesaplanan 2023 – 2025 dönemi ortalama brüt kar marjı %28,9 olarak gerçekleşmiştir.

Projeksiyon döneminde, yüksek katma değerli ürün segmentlerinin toplam satışlar içerisindeki payının artması, üretim süreçlerinde verimlilik artışının sağlanması ve ölçek ekonomisinin olumlu etkilerinin hissedilmesi sonucunda brüt kar marjının kademeli olarak yükselmesi beklenmektedir. Bu doğrultuda, projeksiyon dönemi boyunca brüt kar marjının ortalama %33,9 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.

**Tablo 41: Faaliyet Giderleri**

(TL)	2023G	2024G	2025G	2026 / 1.Ç
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-) (TFRS 16 Öncesi)	(228.436.110)	(257.984.626)	(200.600.791)	(42.922.038)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(47.885.860)	(56.013.661)	(62.740.638)	(16.699.757)
<b>Faaliyet Giderleri (-)</b>	<b>(276.321.970)</b>	<b>(313.998.287)</b>	<b>(263.341.429)</b>	<b>(59.621.795)</b>
<b>Faaliyet Giderleri / Satışlar (%)</b>	<b>8,0</b>	<b>11,3</b>	<b>11,0</b>	<b>10,2</b>

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarında yer alan pazarlama, satış ve dağıtım giderleri işbu Rapor'a konu değerlendirme çalışmasında TFRS 16 Kiralamalar standardının etkilerinden arındırılmıştır. Bu kapsamda, amortisman giderleri içerisinde yer alan kullanım hakkı varlığı

  
HALK YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

amortismanları ilgili kalemden çıkarılmıştır. Kiralamalara ilişkin giderler ise operasyonel nitelikte dikkate alınarak kira gideri olarak ilgili pazarlama, satış ve dağıtım giderlerine dahil edilmiştir. Bu nedenle, yukarıdaki tabloda yer alan faaliyet giderleri tutarları 31.03.2026 tarihli bağımsız denetim raporunda yer alan tutarlardan farklılık göstermektedir.

(TL)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-) (TFRS 16 Öncesi)	(261.175.488)	(355.548.719)	(477.442.720)	(635.799.302)	(840.681.059)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(73.004.688)	(99.670.598)	(134.274.447)	(179.286.094)	(237.671.794)
<b>Faaliyet Giderleri (-)</b>	<b>(334.180.177)</b>	<b>(455.219.317)</b>	<b>(611.717.167)</b>	<b>(815.085.396)</b>	<b>(1.078.352.853)</b>
<b>Faaliyet Giderleri / Satışlar (%)</b>	<b>10,2</b>	<b>10,1</b>	<b>10,1</b>	<b>10,1</b>	<b>10,1</b>

Projeksiyon döneminde, Şirket'in pazarlama, satış ve dağıtım giderleri ile genel yönetim giderleri ayrı ayrı projekte edilmiş; kiralanmış alanlara ilişkin giderler ise TFRS 16 öncesi muhasebe yaklaşımı ile uyumlu olacak şekilde pazarlama, satış ve dağıtım giderleri altında değerlendirilmiştir. Böylece, projeksiyonlar oluşturulurken kiralama işlemlerinin operasyonel gider niteliği esas alınmıştır.

**Tablo 42: Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri**

(TL)	2023G	2024G	2025G	2026 / 1.Ç
Amortisman Giderleri (TFRS 16 Öncesi) (-)	(8.075.362)	(4.281.534)	(2.186.125)	(374.709)
TFRS 16 Kira Gideri (-)	(4.517.077)	(2.538.673)	(2.966.353)	(624.310)
Personel Ücret, Prim, İkramiye vb. Giderleri (-)	(46.587.356)	(63.836.347)	(47.116.651)	(14.355.936)
İhracat, Nakliye, Gümrük vb. Giderleri (-)	(111.772.664)	(128.842.614)	(111.591.242)	(22.881.864)
Danışmanlık Gideri (-)	(885.364)	(1.193.665)	(1.860.789)	(104.015)
Reklam Giderleri (-)	(37.095.852)	(37.032.003)	(23.377.078)	(2.100.707)
Seyahat Giderleri (-)	(6.127.830)	(5.919.377)	(2.959.926)	(416.792)
Kira Giderleri (-)	(4.207.664)	(4.028.815)	(4.453.838)	(1.277.305)
Diğer Giderler (-)	(9.166.941)	(10.311.598)	(4.088.789)	(786.400)
<b>Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri Toplamı (-)</b>	<b>(228.436.110)</b>	<b>(257.984.626)</b>	<b>(200.600.791)</b>	<b>(42.922.038)</b>

(TL)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Amortisman Giderleri (TFRS 16 Öncesi) (-)	(4.659.037)	(6.360.810)	(8.569.170)	(11.441.737)	(15.167.814)
TFRS 16 Kira Gideri (-)	(4.991.173)	(5.789.759)	(6.253.703)	(6.657.717)	(6.655.365)
Personel Ücret, Prim, İkramiye vb. Giderleri (-)	(66.336.441)	(90.566.686)	(122.009.820)	(162.910.104)	(215.962.854)
İhracat, Nakliye, Gümrük vb. Giderleri (-)	(135.083.087)	(184.423.937)	(248.452.630)	(331.739.229)	(439.772.299)
Danışmanlık Gideri (-)	(1.313.024)	(1.792.623)	(2.414.989)	(3.224.545)	(4.274.640)
Reklam Giderleri (-)	(30.651.530)	(41.847.399)	(56.376.068)	(75.274.523)	(99.788.169)
Seyahat Giderleri (-)	(4.827.123)	(6.590.292)	(8.878.324)	(11.854.527)	(15.715.032)
Kira Giderleri (-)	(5.590.992)	(7.633.174)	(10.283.276)	(13.730.448)	(18.201.859)
Diğer Giderler (-)	(7.723.083)	(10.544.039)	(14.204.741)	(18.966.471)	(25.143.028)
<b>Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri Toplamı (-)</b>	<b>(261.175.488)</b>	<b>(355.548.719)</b>	<b>(477.442.720)</b>	<b>(635.799.302)</b>	<b>(840.681.059)</b>

Şirket'in 2023 – 2025 dönemi ile 31.03.2026 itibarıyla dönemlerinde pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin içerisindeki en fazla paya sahip olan kalemler; ihracat, nakliye, gümrük vb. giderleri, personel ücret, prim, ikramiye vb. giderleri ve reklam giderleridir. Pazarlama ve satış giderlerinde; 2024 ve 2025 yıllarında devam eden TL'deki reel değerlenmenin personel giderleri başta olmak üzere reel giderleri yukarı çekmesi nedeniyle yıllar itibarıyla artış gerçekleşmiştir. 2023 – 2025 dönemi ile 31.03.2026 itibarıyla arasında pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin satışlara oranı ortalama %7,9

olarak gerçekleştirilmiştir. Projeksiyon dönemi boyunca söz konusu oranın %7,9 seviyesinde korunacağı varsayılmıştır.

**Tablo 43: Genel Yönetim Giderleri**

(TL)	2023G	2024G	2025G	2026 / 1.Ç
Amortisman Giderleri (-)	(3.894.426)	(7.102.014)	(4.170.009)	(996.137)
Personel Giderleri (-)	(29.218.964)	(23.850.304)	(29.605.588)	(8.074.544)
Seyahat Giderleri (-)	(3.429.547)	(2.636.582)	(3.531.581)	(652.201)
Vergi – Resim – Harç Giderleri (-)	(2.000.036)	(2.948.855)	(2.910.549)	(1.380.077)
Danışmanlık Gideri (-)	(5.264.714)	(9.249.027)	(11.256.939)	(2.506.878)
İletişim Giderleri (-)	(322.647)	(546.396)	(385.443)	(151.673)
Taşıt Giderleri (-)	(254.512)	(743.285)	(816.529)	(175.827)
Sigorta Giderleri (-)	(178.732)	(1.409.757)	(1.349.942)	(425.323)
Kira Giderleri (-)	(427.281)	(3.958.477)	(4.711.484)	(1.060.555)
Diğer Giderler (-)	(2.895.001)	(3.568.964)	(4.002.574)	(1.276.542)
<b>Genel Yönetim Giderleri Toplamı (-)</b>	<b>(47.885.860)</b>	<b>(56.013.661)</b>	<b>(62.740.638)</b>	<b>(16.699.757)</b>

(TL)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Amortisman Giderleri (-)	(6.100.127)	(8.328.277)	(11.219.706)	(14.980.790)	(19.859.382)
Personel Giderleri (-)	(36.344.637)	(49.619.987)	(66.847.159)	(89.255.747)	(118.322.470)
Seyahat Giderleri (-)	(3.906.346)	(5.333.190)	(7.184.778)	(9.593.269)	(12.717.380)
Vergi – Resim – Harç Giderleri (-)	(4.078.092)	(5.567.668)	(7.500.662)	(10.015.044)	(13.276.509)
Danışmanlık Gideri (-)	(11.034.636)	(15.065.180)	(20.295.541)	(27.099.037)	(35.924.017)
İletişim Giderleri (-)	(578.896)	(790.346)	(1.064.740)	(1.421.663)	(1.884.637)
Taşıt Giderleri (-)	(768.881)	(1.049.725)	(1.414.170)	(1.888.230)	(2.503.145)
Sigorta Giderleri (-)	(1.385.001)	(1.890.891)	(2.547.374)	(3.401.308)	(4.508.966)
Kira Giderleri (-)	(3.982.307)	(5.436.896)	(7.324.489)	(9.779.814)	(12.964.674)
Diğer Giderler (-)	(4.825.766)	(6.588.440)	(8.875.828)	(11.851.194)	(15.710.614)
<b>Genel Yönetim Giderleri Toplamı (-)</b>	<b>(73.004.688)</b>	<b>(99.670.598)</b>	<b>(134.274.447)</b>	<b>(179.286.094)</b>	<b>(237.671.794)</b>

Şirket'in 2023 – 2025 dönemi ile 31.03.2026 itibarıyla genel yönetim giderlerinin net satışlara oranı ortalama %2,2 seviyesinde gerçekleşmiştir. Geçmiş dönem gerçekleştirmeleri ve Şirket'in mevcut operasyonel yapısı dikkate alınarak, projeksiyon dönemi boyunca söz konusu oranın %2,2 seviyesinde sabit kalacağı varsayılmıştır.

**Tablo 44: Yatırımlar ve Amortisman**

Birim	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
<b>1. Yatırımlar</b>					
A. Ek Yatırımlar	EUR 375.000	80.000	295.000	180.000	275.000
B. İdame Yatırımlar	EUR 200.000	200.000	200.000	200.000	200.000
<b>Toplam Yatırımlar (A+B)</b>	<b>EUR 575.000</b>	<b>280.000</b>	<b>495.000</b>	<b>380.000</b>	<b>475.000</b>
EUR / TRY (ortalama) (C)	54,32	63,39	72,44	81,47	90,49
<b>Toplam Yatırımlar (A+B)*C</b>	<b>TL 31.234.000</b>	<b>17.749.200</b>	<b>35.857.800</b>	<b>30.958.600</b>	<b>42.982.750</b>
<b>2. Amortisman</b>					
C. Maliyet Amortismanı	TL 140.573.697	146.934.407	153.148.263	158.966.086	164.265.562
D. Pazarlama ve Satış Kaynaklı Amortisman	TL 4.659.037	6.360.810	8.569.170	11.441.737	15.167.814
E. Genel Yönetim Kaynaklı Amortisman	TL 6.100.127	8.328.277	11.219.706	14.980.790	19.859.382

  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

F. Yeni Yatırımlar Amortismanı	TL	3.123.400	4.898.320	8.484.100	11.579.960	15.878.235
<b>Toplam Amortisman (C+D+E+F)</b>	<b>TL</b>	<b>154.456.260</b>	<b>166.521.814</b>	<b>181.421.239</b>	<b>196.968.573</b>	<b>215.170.994</b>

Projeksiyon dönemi boyunca öngörülen yatırım harcamaları, ikame yatırımlar ve kapasite artışına yönelik ek yatırımlardan oluşmaktadır. Ek yatırımlar, Şirket'in mevcut ürün gruplarına ilişkin üretim kapasitesinin artırılmasına yönelik yatırımları kapsamaktadır. Bu kapsamda, kapasite artışına yönelik ek yatırımlar için 2026 – 2030 yılları arasında toplam 1.205.000 EUR tutarında nakit çıkışı öngörülmüştür.

İkame yatırımlar kapsamında ise, Şirket'in mevcut üretim faaliyetlerinin sürdürülebilirliğini sağlamak amacıyla, projeksiyon dönemi boyunca her yıl 200.000 EUR tutarında yatırım harcaması yapılacağı varsayılmıştır. EUR cinsinden belirlenen söz konusu yatırım tutarları, değerlendirme çalışmasında kullanılan makroekonomik varsayımlar ile uyumlu olacak şekilde, ilgili yıllar için öngörülen EUR / TL ortalama kur varsayımları kullanılarak TL'ye çevrilmiştir.

Projeksiyon dönemi amortisman giderleri hesaplanırken, projeksiyon başlangıç tarihi olan 31.03.2026 itibarıyla Şirket'in bilançosunda yer alan mevcut maddi duran ve maddi olmayan duran varlıkların kalan faydalı ömürlerine göre hesaplanan amortisman tutarları ile projeksiyon dönemi içerisinde gerçekleştirilmesi öngörülen yeni yatırımlara ilişkin amortisman giderleri birlikte dikkate alınmıştır. Projeksiyon dönemi içerisinde yapılması planlanan yeni yatırımlar için ortalama faydalı ömürün 10 yıl olacağı varsayılmıştır.

TFRS hükümleri ile uyumlu olacak şekilde söz konusu yatırımlara ilişkin amortisman giderleri, varlıkların kullanıma hazır hale geldiği yıldan itibaren amortize edilmiştir. EUR cinsinden planlanan yatırımlar, ilgili yatırımın gerçekleştiği yılda kullanılan kur varsayımları esas alınarak TL'ye çevrilmiş ve amortisman hesaplamaları TL bazında gerçekleştirilmiştir.

**Tablo 45: Net İşletme Sermayesi İhtiyacı**

Net İşletme Sermayesi (TL)	2023G	2024G	2025G	2026 / 1.C
<b>Varlıklar</b>				
Ticari Alacaklar	867.456.212	830.303.747	1.126.921.391	1.180.992.882
Stoklar	604.343.471	753.854.043	947.014.946	936.836.899
Kısa Vadeli Peşin Ödenmiş Giderler	227.300.361	1.071.294.339	735.986.943	675.190.110
Diğer Dönen Varlıklar	192.203.249	58.140.376	73.316.095	68.338.403
<b>Yükümlülükler</b>				
Ticari Borçlar	307.789.491	253.170.438	192.397.239	174.885.363
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	30.887.113	25.730.052	23.250.843	39.130.767
Ertelenmiş Gelirler	164.603.502	118.192.794	195.144.223	190.483.608
<b>Net İşletme Sermayesi</b>	<b>1.388.023.187</b>	<b>2.316.499.221</b>	<b>2.472.447.070</b>	<b>2.456.858.556</b>
<b>Net İşletme Sermayesi Farkı</b>		<b>(928.476.034)</b>	<b>(155.947.849)</b>	<b>15.588.514</b>

(TL)	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
<b>Varlıklar</b>					
Ticari Alacaklar	1.254.660.472	1.666.751.710	2.183.192.059	2.831.958.886	3.644.062.106
Stoklar	999.943.588	1.301.942.498	1.684.260.665	2.173.045.076	2.755.757.005
Kısa Vadeli Peşin Ödenmiş Giderler	852.100.534	1.127.479.728	1.482.861.400	1.945.873.067	2.510.899.803
Diğer Dönen Varlıklar	106.570.530	143.370.199	191.687.508	255.677.100	335.299.889
<b>Yükümlülükler</b>					
Ticari Borçlar	266.548.015	358.009.127	477.905.646	636.456.923	833.402.094
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	35.396.865	45.213.383	57.312.916	72.361.920	89.670.820
Ertelenmiş Gelirler	208.236.917	277.516.153	364.728.210	474.793.487	613.240.947
<b>Net İşletme Sermayesi</b>	<b>2.703.093.327</b>	<b>3.558.805.471</b>	<b>4.642.054.861</b>	<b>6.022.941.800</b>	<b>7.709.704.941</b>

<b>Net İşletme Sermayesi Farkı</b>	<b>(230.646.257)</b>	<b>(855.712.144)</b>	<b>(1.083.249.389)</b>	<b>(1.380.886.940)</b>	<b>(1.686.763.141)</b>
------------------------------------	----------------------	----------------------	------------------------	------------------------	------------------------

<b>Net İşletme Sermayesi Hesabı</b>	<b>Birim</b>	<b>2023G</b>	<b>2024G</b>	<b>2025G</b>	<b>2026 / 1.Ç</b>
<b>Hasılat</b>	<b>TL</b>	<b>3.440.203.136</b>	<b>2.790.180.090</b>	<b>2.386.689.947</b>	<b>584.225.956</b>
<b>Satışların Maliyeti (-) (TFRS 16 Öncesi)</b>	<b>TL</b>	<b>(2.693.942.700)</b>	<b>(1.918.345.942)</b>	<b>(1.578.816.364)</b>	<b>(428.687.499)</b>
Ticari Alacaklar	Gün	92	109	172	184
Stoklar	Gün	82	143	219	199
Kısa Vadeli Peşin Ödenmiş Giderler	%	8,4	55,8	46,6	39,4
Diğer Dönen Varlıklar	%	7,1	3,0	4,6	4,0
Ticari Borçlar	Gün	42	48	44	37
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	%	1,1	1,3	1,5	2,3
Ertelenmiş Gelirler	%	4,8	4,2	8,2	8,2

<b>Net İşletme Sermayesi Hesabı</b>	<b>Birim</b>	<b>2026T</b>	<b>2027T</b>	<b>2028T</b>	<b>2029T</b>	<b>2030T</b>
<b>Hasılat</b>	<b>TL</b>	<b>3.286.023.616</b>	<b>4.486.286.369</b>	<b>6.043.844.773</b>	<b>8.069.869.935</b>	<b>10.697.876.337</b>
<b>Satışların Maliyeti (-) (TFRS 16 Öncesi)</b>	<b>TL</b>	<b>(2.268.125.733)</b>	<b>(3.013.208.769)</b>	<b>(3.978.984.678)</b>	<b>(5.242.573.516)</b>	<b>(6.792.425.263)</b>
Ticari Alacaklar	TL	1.254.660.472	1.666.751.710	2.183.192.059	2.831.958.886	3.644.062.106
	Gün	139	136	132	128	124
Stoklar	TL	999.943.588	1.301.942.498	1.684.260.665	2.173.045.076	2.755.757.005
	Gün	161	158	155	151	148
Kısa Vadeli Peşin Ödenmiş Giderler	TL	852.100.534	1.127.479.728	1.482.861.400	1.945.873.067	2.510.899.803
	%	37,6	37,4	37,3	37,1	37,0
Diğer Dönen Varlıklar	TL	106.570.530	143.370.199	191.687.508	255.677.100	335.299.889
	%	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9
Ticari Borçlar	TL	266.548.015	358.009.127	477.905.646	636.456.923	833.402.094
	Gün	43	43	44	44	45
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	TL	35.396.865	45.213.383	57.312.916	72.361.920	89.670.820
	%	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3
Ertelenmiş Gelirler	TL	208.236.917	277.516.153	364.728.210	474.793.487	613.240.947
	%	6,3	6,2	6,0	5,9	5,7

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 gelirlere 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.

  
HALKYATKIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

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.

**Tablo 46: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM")**

	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	Uç Değer
Risksiz Faiz Oranı	%38,6	%32,1	%25,6	%19,1	%12,6	%12,6
Beta	1,0	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
<b>Özkaynak Maliyeti</b>	<b>%44,1</b>	<b>%37,6</b>	<b>%31,1</b>	<b>%24,6</b>	<b>%18,1</b>	<b>%18,1</b>
Kaldıraç Oranı	%57,6	%57,6	%57,6	%57,6	%57,6	%57,6
<b>Borçlanma Maliyeti</b>	<b>%43,6</b>	<b>%37,1</b>	<b>%30,6</b>	<b>%24,1</b>	<b>%17,6</b>	<b>%17,6</b>
Kurumlar Vergisi Oranı	%22,0	%22,0	%22,0	%22,0	%22,0	%24
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>

- 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 pratikte 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.

**Tablo 47: İndirgenmiş Nakit Akımları**

(TL)	2026/09T*	2027T	2028T	2029T	2030T	Uç Değer
<b>Net Satışlar</b>	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)	
<b>Brüt Kar</b>	<b>862.359.426</b>	<b>1.473.077.600</b>	<b>2.064.860.095</b>	<b>2.827.296.419</b>	<b>3.905.451.074</b>	
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>31,9</i>	<i>32,8</i>	<i>34,2</i>	<i>35,0</i>	<i>36,5</i>	
<b>Faaliyet Giderleri (-)</b>	<b>(274.558.382)</b>	<b>(455.219.317)</b>	<b>(611.717.167)</b>	<b>(815.085.396)</b>	<b>(1.078.352.853)</b>	
<i>Faaliyet Giderleri / Satışlar (%)</i>	<i>10,2</i>	<i>10,1</i>	<i>10,1</i>	<i>10,1</i>	<i>10,1</i>	
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (TFRS 16 Öncesi)	(218.253.451)	(355.548.719)	(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)	
<i>Kira Gelirleri**</i>	<i>41.146.940</i>	<i>51.396.177</i>	<i>59.773.754</i>	<i>66.827.056</i>	<i>73.977.551</i>	
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>628.947.985</b>	<b>1.069.254.460</b>	<b>1.512.916.681</b>	<b>2.079.038.079</b>	<b>2.901.075.772</b>	
Amortisman (TFRS 16 Öncesi)	124.476.925	166.521.814	181.421.239	196.968.573	215.170.994	
<b>FAVÖK</b>	<b>753.424.909</b>	<b>1.235.776.274</b>	<b>1.694.337.920</b>	<b>2.276.006.652</b>	<b>3.116.246.766</b>	
<i>FAVÖK Marjı (%)</i>	<i>27,9</i>	<i>27,5</i>	<i>28,0</i>	<i>28,2</i>	<i>29,1</i>	
Vergi (-)	(142.672.940)	(235.235.981)	(332.841.670)	(457.388.377)	(638.236.670)	
NİS 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)	
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>358.048.769</b>	<b>127.078.949</b>	<b>242.389.061</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
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>

İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	967.019.112
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)
<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>

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

\*\*Şirket ve bağlı ortaklıkları tarafından yürütülen faaliyetler kapsamında, üretim süreçlerinde ihtiyaç duyulan kalıp, ham madde ve yarı mamullerin sürdürülebilir şekilde temin edilebilmesi amacıyla, bu alanlarda uzmanlaşmış işletmeler ile entegre bir üretim organizasyonu oluşturulmuştur. Söz konusu üretim faaliyetleri, Şirket'in bağlı ortaklığı tarafından kiralanmış bulunan üretim alanı içerisinde gerçekleştirilmektedir. Bu kapsamda; kalıp, ham madde ve yarı mamul üretimi gerçekleştiren tedarikçilerin faaliyet gösterdiği alanlar, Şirket'in bağlı ortaklığı tarafından kiralanmış toplam üretim alanının bir bölümünü oluşturmaktadır olup, ilgili alanlar söz konusu işletmelere alt kiralama yöntemiyle tahsis edilmiştir. Kullanılan alanlara ilişkin kira bedelleri aylık olarak faturalandırılmakta ve ilgili işletmelere yansıtılmaktadır. Şirket tarafından ödenen toplam kira bedeli maliyet hesapları içerisinde muhasebeleştirilmekte olup, alt kiralama kapsamında elde edilen gelirler ise Şirket'in üretim organizasyonunun doğal bir sonucu olarak ortaya çıkmakta ve esas faaliyetlerle bağlantılı gelir niteliği taşımaktadır. Nitekim söz konusu alt kiralama gelirleri, bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarda "esas faaliyetlerden diğer gelirler" kalemi altında sınıflandırılmaktadır. Projeksiyon dönemi boyunca, mevcut alt kiralama sözleşmelerinin süresi göz önünde bulundurularak esas faaliyetlerden diğer gelirler kalemi altında hesaplamaya dahil edilmiştir.

\*\*\*Projeksiyon döneminde ödenecek olan TFRS 16 kapsamındaki kiralama nakit olarak düşüldüğü için, kiralama kapsamındaki yükümlülükler toplam finansal borçluluk içerisinde dahil edilmemiştir.

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 karşılığın 2026 yılı ağırlıklı özsermaye maliyeti kullanılarak getirilmiş ve özsermaye değeri 7.051.127.016 TL olarak hesaplanmıştır.

  
HALKYATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları TFRS 16 Kiralamalar standardı kapsamında hazırlanmakta olup, söz konusu standart uyarınca kira ödemeleri finansal tablolarda amortisman ve faiz gideri olarak muhasebeleşmekte ve kiralama yükümlülükleri finansal borçlar içerisinde gösterilmektedir. Ancak işbu Rapor'a konu olan değerlendirme çalışmasında, kiralamalara ilişkin giderler TFRS 16 öncesi yaklaşıma paralel olarak operasyonel gider olarak değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, projeksiyon dönemi boyunca kira giderleri; satışların maliyeti ve pazarlama, satış ve dağıtım giderleri kalemleri içerisinde dikkate alınmıştır. Bu nedenle, kiralama yükümlülükleri finansal borç tutarına dahil edilmemiştir. Böylece kira ödemeleri serbest nakit akımları içerisinde operasyonel gider olarak dikkate alınmış ve aynı tutarın hem nakit akımı hem de finansal borç olarak mükerrer şekilde dikkate alınması önlenmiştir.

## 2.Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca Pazar Yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığına veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu yaklaşımda UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar madde 50.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması ve Şirket paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceğinden dolayı değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

### Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yönteminde, Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler incelenmektedir. Burada emsal olarak alınacak şirketlerin benzer ürün veya hizmetleri üretmesi beklenmektedir. Bu yöntemde Şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin (net kar, satışlar, defter değeri, FAVÖK vb.) katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanılmasındaki en büyük zorluk, bire bir karşılaştırılabilir şirket bulunmasıdır. Çarpan analizi yönteminde kullanılan başlıca değerlendirme çarpanları aşağıda yer almaktadır.

- Firma Değeri / FAVÖK (FD / FAVÖK)
- Firma Değeri / Net Satışlar (FD / NS)
- Fiyat / Kazanç (F / K)
- Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD / DD)

Pazar yaklaşımı uygulaması üç ana süreçten meydana gelmektedir:

- Pazar yaklaşımı uygulanacak uygun benzer şirket ya da işlemlerin tespiti
- Uygun çarpanların / değerlerin tespiti
- Çarpanların tespit edilmiş baz değerlere uygulanarak şirket değeri tespiti.

Pazar yaklaşımında kullanılan çarpanlar 02.06.2026 tarihli veriler olup; kaynak olarak Bloomberg, Finnet kullanılmıştır.

Bu değerlendirme çalışmasında Şirket'in halka arz sonrasında dahil olacağı öngörülen endeks olan BIST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri, halka arz sonrasında işlem görmesi öngörülen pazar olan BIST Ana Pazar Endeksi Şirketleri ve faaliyet konusunda benzerliği bulunan Yurt Dışı Benzer Şirketler olmak üzere üç ayrı grubun FD / FAVÖK çarpanları kullanılmıştır.

FD / FAVÖK çarpanı, benzer şirketlerin firma değeri ile FAVÖK'ün bölünmesi sonucunda elde edilen göstergedir. Finnet ve Bloomberg'den alınan şirketlerin FAVÖK verileri kendi ülke muhasebe standartları uyarınca hazırlanan finansal verileri dikkate alınarak hesaplanmaktadır. İlgili çarpan,

şirketlerin operasyonel performanslarını ve karlılık seviyelerini daha etkin şekilde yansıttığı için kullanılmıştır.

FD / Net Satışlar çarpanının ise şirketler arasındaki karlılık ve faaliyet marjı farklılıklarını dikkate almaması nedeniyle değerlendirme sonucunun sağlıklı yansıtılmasına sınırlı katkı sağlayacağı değerlendirilerek analize dahil edilmemiştir.

F / K çarpanı, benzer şirketlerin pay başına fiyatının pay başına net karına bölünmesi sonucu elde edilen göstergedir. Bu çarpan, örneklem içerisinde farklı ülkelerin yer alması, bu ülkelerde farklı vergi ve teşvik uygulamaların olması sebebiyle değerlendirme çalışmasında kullanılmamıştır.

PD / DD çarpanı, benzer şirketlerin piyasa değerlerinin defter değerlerine bölünmesi sonucu elde edilen göstergedir. Bu çarpan, örneklem içerisindeki ülkelere ve şirketlere göre vergi, temettü, borçlanma politikalarının ve büyüme evrelerinin farklılık göstermesinin özkaynaklar üzerindeki etkileri nedeniyle uygun bir gösterge olmayacağı değerlendirilerek değerlendirme çalışmasında kullanılmamıştır.

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 değer 1,5 katsayısına bölünmesi suretiyle alt sınır, medyan değer 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.

**Tablo 48: Değerlemede Kullanılan Finansal Veriler**

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

\*FD / FAVÖK çarpanıyla hesaplanan pazar yaklaşımı çalışmasında kullanılan net borçluluk ile İNA çalışmasında kullanılan net borçluluk farklılık göstermektedir. Çarpan analizinde; analize konu olan şirketler TFRS 16 hükümleri gereği ilgili düzeltmeleri yapmaktadırlar. Söz konusu analizde Şirket'in kiralamadan kaynaklanan borçları da net borçluluk içerisinde yükümlülük olarak dahil edilmiştir.

Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi kapsamında; BIST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri, BIST Ana Pazar Endeksi Şirketleri ve Yurt Dışı Benzer Şirketler çarpanına uygulanacak Düzeltilmiş FAVÖK hesabı yukarıdaki tabloda verilmiştir. Şirket'in Esas Faaliyet Karı'na Amortisman giderleri ekleyerek FAVÖK elde edilmiştir. Daha sonra Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderlerin net etkisi çıkarılıp Kira Geliri eklenerek Düzeltilmiş FAVÖK'e ulaşılmıştır. 31.12.2025, 31.03.2025 ve 31.03.2026 dönemleri için hesaplanan Düzeltilmiş FAVÖK son 12 ayı baz alacak şekilde yıllıklandırılarak gösterge değer olarak kullanılmıştır.

  
HALKYATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

**Tablo 49: Yurt Dışı Benzer Şirketler**

Şirket Kodu	Ülke	Şirket Unvanı	Faaliyet Alanı
DCC TB Equity	Tayland	Dynasty Ceramic Pub Co Ltd	Dynasty Ceramic Public Company Limited, hem iç hem de dış mekan inşaat ve dekorasyonunda kullanılan seramik yer karoları üretmektedir.
GEBN SW Equity	İsviçre	Geberit Ag-Reg	Geberit AG, ticari ve konut inşaat pazarları için su temini boruları ve bağlantı parçaları, tesisat ve görünür rezervuarlar gibi drenaj ve yıkama sistemleri üretme ve tedarik etmektedir.
IKAI IJ Equity	Endonezya	Intikeramik Alamasri Indu Pt	PT Intikeramik Alamasri Industri Tbk porselen karo üretimi ve dağıtımını yapmaktadır, Şirket ürünlerini iç ve dış pazarlarda satmaktadır.
MCER IN Equity	Hindistan	Murudeshwar Ceramics Ltd,	Murudeshwar Ceramics Limited seramik yer karoları üretmektedir, Şirket vitrifiye, duvar, cegres, durapave ve ahşap fayans sunmaktadır.
OBL IN Equity	Hindistan	Orient Bell Ltd	Orient Bell Ltd, sırlı beyaz, renkli ve dekoratif seramik duvar ve yer karoları üretmektedir.
RAKC BD Equity	Bangladeş	Rak Ceramics Bangladesh Ltd	RAK Ceramics Bangladesh Ltd, geniş bir yelpazede seramik ürünler üretmektedir. Ürünleri arasında seramik duvar ve yer karoları, dekorlar ve listellolar, kalemler ve kapaklar, kenarlıklar ve köşeler bulunmaktadır.
SOMC IN Equity	Hindistan	Somany Ceramics Ltd	Somany Ceramics Limited, seramik duvar ve yer karoları üretmektedir.
SCERCO AB Equity	Suudi Arabistan	Saudi Ceramic Co	Saudi Ceramic Company, seramik ürünleri üreten, toptan satan ve perakende satış yapmaktadır. Aynı zamanda banyo armatürleri, duvar ve yer karoları, elektrikli su ısıtıcıları ve seramik yol işaretleri üretmektedir.
CRS IN Equity	Hindistan	Cera Sanitaryware Ltd	Cera Vitrifiye Ltd, sıhhi tesisat üretmekte ve banyo aksesuarları ve esir konvansiyonel olmayan enerji ticareti yapmaktadır. Şirket'in ürünleri arasında sıhhi tesisat, cam lavabolar, jakuziler, küvetler, duş çeşitleri ve banyo armatürleri bulunmaktadır.
KJC IN Equity	Hindistan	Kajaria Ceramics Ltd	Kajaria Ceramics Limited, sırlı ve sırsız seramik karolar üretmektedir.
VGC VN Equity	Vietnam	Viglacera Corp Jsc	Viglacera Corporation - JSC inşaat malzemeleri üretmekte ve dağıtmaktadır. Şirket bina camı, geleneksel sağlık gereçleri ve armatürleri, seramik ve granit fayanslar, pişmiş toprak ve kil fayanslar sunmaktadır.
VIB3 GY Equity	Almanya	Villeroy & Boch Ag - Pref	Villeroy & Boch AG, konut ve ticari pazarlar için seramik ve porselen ürünler tasarlamakta ve üretmektedir. Şirket yer ve duvar karoları, lavabolar, küvetler, bide ve tuvaletler pazarlar, Villeroy ayrıca masa porseleni, cam, sofrta takımı ve yemek odası aksesuarları tasarlamakta ve ürünlerini dünya çapında satmaktadır.

MCPL IN Equity	Hindistan	MANOJ CERAMIC LTD	Manoj Ceramic Limited, inşaat malzemeleri sağlar. Şirket, çok çeşitli seramik duvar ve yer karoları üretmekte ve ihraç etmektedir.
EXXARO IN Equity	Hindistan	Exxaro Tiles Ltd	Exxaro Tiles Limited, döşeme ürünleri üreticisi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, çift şarjlı vitrifiye fayanslar sunmaktadır.
MHK US Equity	Amerika Birleşik Devletleri	Mohawk Industries Inc	Mohawk Industries, Inc., konut ve ticari uygulamalar için zemin kaplamaları tasarlamakta, üretmekte, tedarik etmekte dağıtmakta ve pazarlamaktadır. Şirket, seramik karo, laminat, ahşap, taş ve vinil sunmaktadır.
001322 CH Equity	Çin	Arrow Home Group Co Ltd - A	Arrow Home Group Co., Ltd. akıllı ev ürünleri üretmekte ve satmaktadır. Şirket; küvetler ve duş odaları, musluklar, duşlar, donanım bilgiçleri, akıllı tuvaletler ve diğer ürünleri üretmekte ve pazarlamaktadır. Arrow Home Group ayrıca seramik karolar da üretmektedir.

Kaynak: Bloomberg

Şirket Kodu	FD / FAVÖK
DCC TB Equity	8,5
GEBN SW Equity	19,4
IKAI IJ Equity	-
MCER IN Equity	9,1
OBL IN Equity	11,8
RAKC BD Equity	-
SOMC IN Equity	9,3
SCERCO AB Equity	9,0
CRS IN Equity	21,8
KJC IN Equity	19,7
VGC VN Equity	6,6
VIB3 GY Equity	6,0
MCPL IN Equity	7,1
EXXARO IN Equity	15,3
MHK US Equity	6,8
001322 CH Equity	-

Kaynak: Bloomberg, 02.06.2026

	FD / FAVÖK
<b>Medyan</b>	<b>9,1</b>
Üst Sınır	13,6
Alt Sınır	6,0
<b>Eliminasyon Sonrası Medyan</b>	<b>8,7</b>

Yurt Dışı Benzer Şirketler grubunda 16 şirket olup uç değer eliminasyonu öncesi medyan FD / FAVÖK değeri 9,1 olarak hesaplanmıştır. Bu bağlamda Yurt Dışı Benzer Şirketler grubunda eliminasyon sonrası medyan değer FD / FAVÖK çarpanı için 8,7 olarak hesaplanmıştır.

**Tablo 50: Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri Hesabı**

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

55

  
**İSMAIL ÇELİKKAYA**  
 MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Yurt Dışı Benzer Şirketler grubu çarpanlarına göre özsermaye değerini hesaplayabilmek için eliminasyon sonrası medyan çarpan Şirket'in değerlemeye konu ilgili finansal verisi ile çarpılmış ve daha sonra belirlenen ağırlıkta toplama dahil edilmiştir. FD / FAVÖK için hesaplanan değerlere 1.921.935.274 TL net borç düzeltmesi yapılmıştır.

**Tablo 51: BIST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri**

Şirket Kodu	Şirket Adı	Faaliyet Alanı
AFYON	Afyon Çimento Sanayi T.A.Ş.	Şirket'in ana faaliyet konusu çimento ve klinker üretimi, pazarlanması, satışı, ithalatı ve ihracatını gerçekleştirmektedir. Şirket ayrıca bu faaliyetleri desteklemek amacıyla yurt içinde ve yurt dışında üretim ve ticari tesisler kurmakta, kiralamakta, kiraya vermekte ve söz konusu tesislere iştirak etmektedir.
AKCNS	Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirket'in ana faaliyet konusu çimento ve hazır beton üretimi ile bu ürünlerin yurt içi ve yurt dışı pazarlarda satışını gerçekleştirmektedir..
BIENY	Bien Yapı Ürünleri Sanayi Turizm ve Ticaret A.Ş.	Şirket, yer ve duvar seramiği, seramik karo, vitrifiye ürünleri ve granit üretimi gerçekleştirmekte olup, söz konusu ürünlerin ve ilgili ham maddelerin üretimi, ticareti, ithalatı ve ihracatı alanlarında faaliyet göstermektedir.
BOBET	Boğaziçi Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirket'in ana faaliyet konusu hazır beton üretimi ve satışı olup, bunun yanı sıra agrega, kum ve diğer yapı malzemelerinin üretimi, ticareti ve madencilik faaliyetlerini gerçekleştirmektedir.
BSOKE	Batisöke Söke Çimento Sanayii T.A.Ş.	Şirket'in ana faaliyet konusu klinker, çimento ve agrega üretimi ile söz konusu ürünlerin satışını gerçekleştirmektedir.
BTCIM	Batıçim Batı Anadolu Çimento Sanayii A.Ş.	Şirket, klinker, çimento ve agrega üretimi gerçekleştirmekte olup, söz konusu ürünlerin satış ve pazarlama faaliyetlerini yürütmektedir.
BUCIM	Bursa Çimento Fabrikası A.Ş.	Şirket'in ana faaliyet konusu çimento ve hazır beton üretimi ile bu ürünlerin satışını gerçekleştirmektedir.
CGCAM	Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirket, cam işleme faaliyetleri gerçekleştirmekte olup, başta beyaz eşya ve enerji sektörleri olmak üzere çeşitli sektörlerle yönelik cam ürünlerinin üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir.
CIMSA	Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirket'in ana faaliyet konusu, çimento, klinker ve hazır beton üretimi ile bu ürünlerin yurt içi ve yurt dışı pazarlarda satışını gerçekleştirmektedir.
CMBTN	Çimbeton Hazır beton ve Prefabrik Yapı Elemanları Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirket'in ana faaliyet konusu hazır beton ve prefabrik yapı elemanları üretimi olup, söz konusu ürünlerin üretimi, montajı, ticareti, ithalatı ve ihracatını gerçekleştirmektedir.
DOGUB	Doğusan Boru Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirket, beton kiremit ve seramik yapı malzemeleri üretimi gerçekleştirmekte olup, söz konusu ürünlerin satış ve pazarlama faaliyetlerini yürütmektedir.
EGSER	Ege Seramik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirket'in ana faaliyet konusu seramik yer ve duvar karoları üretimi ile bu ürünlerin satışını gerçekleştirmektedir.
GOLTS	Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Klinker, çimento ve hazır beton üretimi gerçekleştirmekte olup, söz konusu ürünlerin yurt içi ve yurt dışı pazarlarda satışını gerçekleştirmektedir.
KLKIM	Kalekim Kimyevi Maddeler Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirket'in ana faaliyet konusu yapı kimyasalları üretimi olup, başta yapıştırıcılar, dolgu malzemeleri, izolasyon ürünleri ve cephe kaplama sistemleri olmak üzere çeşitli yapı malzemelerinin üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir.

  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

KLSEK	Kaleseramik Çanakkale Kalebodur Seramik Sanayi A.Ş.	Şirket, seramik kaplama malzemeleri, seramik sağlık gereçleri, banyo ve mutfak ürünleri ile porselen ve seramikten mamul çeşitli ürünlerin üretimi, satışı, ithalatı ve ihracatını gerçekleştirmektedir.
KONYA	Konya Çimento Sanayii A.Ş.	Şirket'in ana faaliyet konusu çimento ve klinker üretimi, satışı, ithalatı ve ihracatını gerçekleştirmek olup, bu faaliyetler kapsamında üretim tesisleri kurmakta, işletmekte ve iştirak faaliyetlerinde bulunmaktadır.
KUTPO	Kütahya Porselen Sanayi A.Ş.	Şirket'in ana faaliyet konusu porselen sofa ve süs eşyaları üretimi ve satışı olup, bunun yanı sıra ambalaj malzemelerinin üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir.
LMKDC	Limak Doğu Anadolu Çimento Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	Şirket'in ana faaliyet konusu klinker ve çimento üretimi olup, söz konusu ürünlerin yurt içi ve yurt dışı pazarlarda satış ve pazarlama faaliyetlerini gerçekleştirmektedir.
MARBL	Tureks Turunç Madencilik İç ve Dış Ticaret A.Ş.	Şirket'in ana faaliyet konusu mermer, granit ve diğer doğal taşların üretimi, işlenmesi ve satışı olup, doğal taş ocaklarının işletilmesi ve ilgili ürünlerin yurt içi ve yurt dışı pazarlarda ticaretini gerçekleştirmektedir.
NIBAS	Niğbaş Niğde Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirket'in ana faaliyet konusu prefabrike beton yapı elemanları ve hazır beton üretimi olup, söz konusu ürünlerin üretimi, nakliyesi, montajı ve satışını gerçekleştirmektedir.
NUHCM	Nuh Çimento Sanayi A.Ş.	Şirket, klinker, çimento ve çeşitli yapı malzemelerinin üretimi ile söz konusu ürünlerin ticareti, ithalatı ve ihracatını gerçekleştirmektedir.
OYAKC	Oyak Çimento Fabrikaları A.Ş.	Şirket'in ana faaliyet konusu klinker ve çeşitli çimento türlerinin üretimi ile bu ürünlerin satış ve pazarlama faaliyetlerini gerçekleştirmektedir.
QUAGR	Qua Granite Hayal Yapı ve Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.	Şirket, seramik ve granit kaplama malzemeleri üretimi gerçekleştirmekte olup, söz konusu ürünlerin üretimi, ticareti, ithalatı ve ihracatı alanlarında faaliyet göstermektedir.
SERNT	Seranit Granit Seramik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Şirket'in ana faaliyet konusu seramik ve granit kaplama malzemeleri üretimi olup, söz konusu ürünlerin üretimi, satışı ve ihracatını gerçekleştirmektedir.
USAK	Uşak Seramik Sanayi A.Ş.	Şirket'in ana faaliyet konusu seramik yer ve duvar karoları üretimi ile bu ürünlerin satışını gerçekleştirmektedir.

Kaynak: KAP

**Tablo 52: BIST Taş, Toprak Endeksi Şirket Çarpanları**

Şirket Kodu	FD / FAVÖK
AFYON	4,5
AKCNS	11,9
BIENY	7,1
BOBET	7,3
BSOKE	148,6
BTCIM	30,1
BUCIM	10,5
CGCAM	14,2
CIMSA	9,0
CMBTN	79,7
DOGUB	-

  
MUSTAFA YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

EGSER	115,4
GOLTS	11,3
KLKIM	5,4
KLSEK	48,8
KONYA	24,5
KUTPO	4,4
LMKDC	4,8
MARBL	9,1
NIBAS	250,2
NUHCM	8,8
OYAKC	6,8
QUAGR	8,4
SERNT	14,8
USAK	8,2

Kaynak: KAP, Fimmet, 02.06.2026

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

BIST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri grubunda 25 şirket olup uç değer eliminasyonu öncesi medyan FD / FAVÖK değeri 9,8 olarak hesaplanmıştır. Bu bağlamda BIST Taş, Toprak Endeksi Şirketleri grubunda eliminasyon sonrası medyan değer FD / FAVÖK çarpanı için 8,9 olarak hesaplanmıştır.

**Tablo 53: BIST Taş, Toprak Endeksi Şirket Çarpanları**

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>

BIST Taş, Toprak Endeksi Şirket çarpanlarına göre özsermaye değerini hesaplayabilmek için eliminasyon sonrası medyan çarpan Şirket'in değerlemeye konu ilgili finansal verisi ile çarpılmış ve daha sonra belirlenen ağırlıkta toplama dahil edilmiştir. FD / FAVÖK için hesaplanan değerlere 1.921.935.274 TL net borç düzeltilmesi yapılmıştır.

**Tablo 54: BIST Ana Pazar Endeksi Şirket Çarpanları**

Şirket Kodu	FD / FAVÖK
AIYEN	8,1
ACSEL	25,6
ADEL	57,0
ADESE	17,1
AFYON	4,5
AHSGY	38,3
AKENR	39,6
AKHAN	17,1
AKMGY	13,3
AKSUE	128,0
ALCAR	-
ALCTL	8,3
ALKA	59,1

  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

ALKIM	23,0
ALKLC	40,4
ALVES	3,9
ANELE	-
ANGEN	39,1
ARENA	25,7
ARFYE	61,6
ARSAN	-
ARTMS	17,9
ARZUM	-
ASUZU	20,0
AVGYO	54,5
AVHOL	-
AVOD	19,0
AYCES	370,7
AYEN	7,3
AZTEK	22,2
BAGFS	12,5
BAHKM	54,6
BAKAB	9,9
BANVT	-
BAYRK	59,3
BEGYO	151,9
BESTE	28,7
BEYAZ	6,9
BIGCH	4,0
BIGTK	40,8
BIZIM	2,1
BLCYT	36,1
BLUME	81,8
BMSCH	40,7
BMSTL	55,7
BNTAS	6,1
BORSK	11,8
BOSSA	11,1
BRKVY	-
BRLSM	12,8
BULGS	15,8
BURCE	-
BVSAN	10,7
BYDNR	7,5
CATES	15,0
CELHA	40,3
CEMAS	-
CEMTS	7,0
CEOEM	27,5

  
**HALK YATIRIM**  
**MENKUL DEGERLER A.Ş.**

CGCAM	14,2
CMBTN	79,7
CONSE	17,4
CRFSA	13,8
CUSAN	-
DAGI	8,3
DARDL	14,8
DCTTR	54,2
DENGE	-
DERHL	6,3
DERIM	4,1
DESA	5,6
DESPC	2,4
DGATE	4,2
DGNMO	-
DITAS	-
DMRGD	79,7
DMSAS	10,8
DNISI	28,4
DOCO	3,7
DOFER	8,5
DOKTA	12,9
DUNYH	-
DURDO	11,9
DURKN	12,5
DYOBY	7,1
DZGYO	-
EDATA	101,1
EDIP	9,3
EGEGY	4,8
EGEPO	43,5
EGSER	115,4
EKOS	-
EKSUN	23,5
ELITE	9,3
EMKEL	56,8
EMPAE	34,5
ENDAE	10,4
ENSRI	2.641,5
EPLAS	37,6
ERBOS	10,7
ERCB	20,9
ESCOM	1,8
ETILR	8,8
EYGYO	-
FADE	10,8

  
  
**HALKYATIRIM**  
 MENKUL DEGERLER A.Ş.

FMIZP	37,3
FONET	14,5
FORMT	-
FORTE	10,0
FRIGO	-
FRMPL	10,0
GARFA	13,3
GEDZA	5,1
GENKM	10,0
GEREL	75,7
GLRYH	(0,4)
GOODY	22,5
GSDDE	6,7
GSDHO	2,1
GUNDG	-
GZNMI	34,2
HATEK	487,4
HDFGS	2,9
HEDEF	121,8
HKTM	23,6
HOROZ	6,4
HUNER	8,9
HURGZ	-
ICBCT	-
ICUGS	-
IHAAS	-
IHGZT	-
IHLGM	-
IHYAY	-
IMASM	17,0
INFO	(7,2)
INGRM	25,0
INTEM	15,9
ISGSY	2,4
ISSEN	18,3
ISYAT	3,2
IZFAS	-
IZINV	218,8
IZMDC	28,2
JANTS	29,3
KAPLM	-
KARTN	-
KBORU	25,0
KFEIN	7,6
KGYO	-
KIMMR	4,0

KLMSN	17,0
KLSYN	16,9
KNFRT	45,1
KONKA	25,6
KRGYO	19,7
KRONT	15,0
KRPLS	5,4
KRSTL	4,9
KRVGD	7,8
KTSKR	-
KUTPO	4,4
KZGYO	54,2
LIDFA	9,6
LKMNH	6,0
LUKSK	131,7
LXGYO	475,2
LYDYE	1.632,5
MAALT	526,7
MACKO	7,9
MAKIM	10,8
MAKTK	13,6
MANAS	681,2
MARBL	9,1
MARKA	50,7
MARMR	-
MARTI	26,7
MCARD	19,6
MEDTR	12,3
MEKAG	-
MERCN	11,3
MERIT	31,5
MERKO	14,6
METRO	67,0
MEYSU	18,1
MHRGY	25,4
MNDRS	6,6
MNDTR	11,5
MRGYO	38,9
MRSHL	22,7
MSGYO	7,1
MTRKS	8,7
NETAS	20,0
NETCD	21,0
NIBAS	250,2
NUGYO	-
OBASE	9,0

  
**HALKYATIM**  
 MENKUL DEĞERLER A.Ş.

OFSYM	9,6
ONCSM	31,2
ONRYT	60,3
OSMEN	4,3
OSTIM	48,9
OTTO	-
OZGYO	34,8
OZSUB	6,5
OZYSR	17,4
PAMEL	293,5
PCILT	5,7
PEKGY	-
PENGD	170,5
PENTA	5,5
PETUN	7,1
PINSU	9,9
PKART	15,3
PKENT	26,7
PLTUR	3,4
PNLSN	7,9
PNSUT	28,8
PRDGS	109,4
PRKAB	14,0
PRKME	9,3
PRZMA	1.207,1
RAYSG	-
RTALB	75,5
RUBNS	3,6
RUZYE	81,5
SAFKR	12,3
SANFM	24,6
SANKO	-
SAYAS	10,3
SEGMN	37,3
SEGYO	-
SELVA	30,4
SERNT	14,8
SKTAS	52,8
SKYMD	9,7
SMART	15,3
SMRVA	-
SNICA	10,1
SOKE	19,8
SVGYO	417,2
TARKM	30,6
TATGD	9,5

*Handwritten signature*  
**HALKYATIRIM**  
 MENKUL DEGERLER A.Ş.

TBORG	4,3
TEHOL	34,3
TEKTU	56,4
TERA	1,5
TGSAS	23,1
TKNSA	2,8
TLMAN	7,5
TMPOL	28,8
TRILC	4,9
TSGYO	112,0
TUCLK	6,6
TURGG	-
UCAYM	10,6
UFUK	-
ULUFA	14,9
ULUSE	37,1
ULUUN	3,0
UNLU	7,4
VBTYZ	6,8
VERTU	-
VERUS	-
VKING	-
VRGYO	28,5
VSNMD	51,8
YAPRK	20,7
YATAS	5,3
YAYLA	-
YESIL	-
YIGIT	7,6
YKSLN	4,4
YUNSA	10,3
ZEDUR	95,0
ZGYO	-

Kaynak: KAP, Finnet, 02.06.2026

	FD / FAVÖK
<b>Medyan</b>	<b>15,3</b>
Üst Sınır	23,0
Alt Sınır	10,2
<b>Eliminasyon Sonrası Medyan</b>	<b>14,8</b>

BIST Ana Pazar Endeksi Şirketleri grubunda 276 şirket olup, uç değer eliminasyonu öncesi medyan FD / FAVÖK değeri 15,3 olarak hesaplanmıştır. Bu bağlamda BIST Ana Pazar Endeksi Şirketleri grubunda eliminasyon sonrası medyan değer FD / FAVÖK çarpanı için 14,8 olarak hesaplanmıştır.

  
MALKİYAT  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

**Tablo 55: BIST Ana Pazar Endeksi Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri Hesabı**

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>

BIST Ana Pazar Endeksi Şirket çarpanlarına göre özsermaye değerini hesaplayabilmek için eliminasyon sonrası medyan çarpan Şirket'in değerlemeye konu ilgili finansal verisi ile çarpılmış ve daha sonra belirlenen ağırlıkta toplama dahil edilmiştir. FD / FAVÖK için hesaplanan değerlere 1.921.935.274 TL net borç düzeltilmesi yapılmıştır.

**Tablo 56: Pazar Yaklaşımı Değer Özeti**

Pazar Yaklaşımı Özeti (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>

Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi kapsamında; BIST Taş, Toprak Endeksi şirketleri, BIST Ana Pazar Endeksi şirketleri ve yurt dışı benzer şirketler olmak üzere üç farklı çarpan grubu kullanılmış olup, söz konusu şirketlere ait çarpanlar ve Şirket'in finansal verileri kullanılarak hesaplanan özsermaye değerlerine yukarıdaki tabloda yer verilmiştir.

Değerleme çalışmasında, Şirket'in faaliyet konusu ile birebir örtüşen halka açık yurt içi benzer şirket sayısının sınırlı olması, buna karşın faaliyet yapısı, ürün gamı ve iş modeli bakımından daha yüksek benzerlik gösteren yurt dışı şirketlerin bulunması nedeniyle yurt dışı benzer şirket analizine daha yüksek ağırlık verilmiştir. Bununla birlikte, Şirket'in faaliyetlerini ağırlıklı olarak Türkiye'de sürdürmesi ve Borsa İstanbul'da işlem göreceği olması dikkate alınarak yurt içi piyasa çarpanları da değerlendirilmesine dahil edilmiştir. Bu kapsamda, yurt dışı benzer şirketler grubuna %60, yurt içi benzer şirket analizine ise %40 ağırlık verilmiştir. Yurt içi benzer şirket analizinde kullanılan BIST Ana Pazar Endeksi şirketleri ile BIST Taş ve Toprak Endeksi şirketleri ise kendi içerisinde eşit ağırlıklandırılmış olup, her birine %20 oranında ağırlık verilmiştir. Söz konusu ağırlıklandırma sonucunda 5.687.678.801 TL tutarında ağırlıklı özsermaye değerine ulaşılmıştır.



HALK YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## 6. SONUÇ

Yukarıda yer verilen değerlendirme sonuçlarının Şirket'in değerini makul bir şekilde yansıttığı düşünülmektedir. Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı sonucunda bulunan özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

**Tablo 57: Halka Arz Öncesi Özsermaye Değer**

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>

Şirket'in gelir yaklaşımından gelen özsermaye değeri 7.051.127.016 TL , piyasa yaklaşımından gelen değeri 5.687.678.801 TL olarak hesaplanmaktadır. UDS kapsamında; daha yüksek olan gelir yaklaşımından hesaplanan özsermaye değerine daha düşük bir ağırlık verilmiştir. Bu yaklaşım dahilinde gelir yaklaşımından hesaplanan özsermaye değerine %45, pazar yaklaşımından hesaplanan özsermaye değerine %55 ağırlık verilmiştir. Yapılan ağırlıklandırma ile halka arz öncesi özsermaye değeri 6.301.230.497 TL olarak hesaplanmıştır.

Halka arz pay fiyatı ve iskonto oranı aşağıda hesaplanmıştır.

**Tablo 58: Halka Arz Pay Fiyatı ve İskonto Hesabı**

	(TL)
Çıkarılmış Sermaye	220.000.000
Sermaye Artırımı	60.000.000
Ortak Satışı	7.000.000
Yeni Sermaye	280.000.000
<b>Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri</b>	<b>6.301.230.497</b>
Halka Arz Öncesi 1 TL Nominal Pay Değeri	28,64
<b>Halka Arz İskontosu</b>	<b>%27,03</b>
İskonto Sonrası Özsermaye Değeri	4.598.000.000
<b>İskonto Sonrası 1 TL Nominal Pay Değeri</b>	<b>20,90</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>

Değerleme yöntemleri ile hesaplanan halka arz öncesi piyasa değerleri dikkate alındığında, halka arz öncesi pay başına değer üzerinden halka arz iskontosu oranı yaklaşık %27,03 olarak hesaplanmıştır.

Ek 1: Yetkinlik Beyanı

Ek 2: Sorumluluk Beyanı

Ek 3: Lisans Bilgileri

  
HALK ARZ  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

## Ek 1: Yetkinlik Beyanı

### T.C. SERMAYE PİYASASI KURULU Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı

3 Haziran 2026

#### Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi Anonim Şirketi'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 03.06.2026 tarihli değerlendirme 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 esaslar' da 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 çalışana,

- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne

- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, 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,

#### HALK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Menevşe ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN  
Bölüm Müdürü

Cüner GEZEN  
Genel Müdür Yardımcısı V.

**Ek 2: Sorumluluk Beyanı**

**T.C. SERMAYE PİYASASI KURULU  
Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı**

**3 Haziran 2026**

**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 03.06.2026 tarihli İsvea Seramik ve Banyo Ürünleri Sanayi Anonim Şirketi 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,

**HALK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**

Menevşe ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN  
Bölüm Müdürü

  
HALK YATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Güner GEZEN  
Genel Müdür Yardımcısı V.

### Ek 3: Lisans Belgeleri

Güner Gezen

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/8D48B479-57A3-44D4-9BE5-8C9E07736404>



SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Doğrulama Linki:

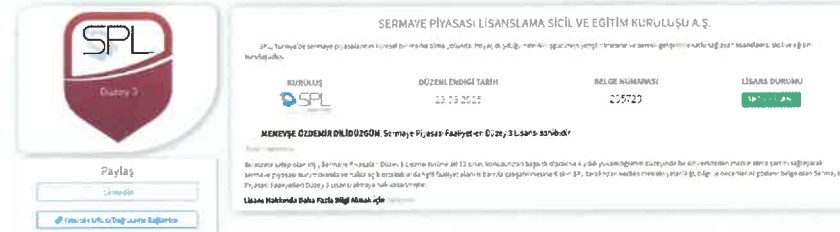
<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/7BD7F0E7-EBAF-42FA-82A2-B9046296F2B4>



Menevşe Özdemir Dilidüzgün

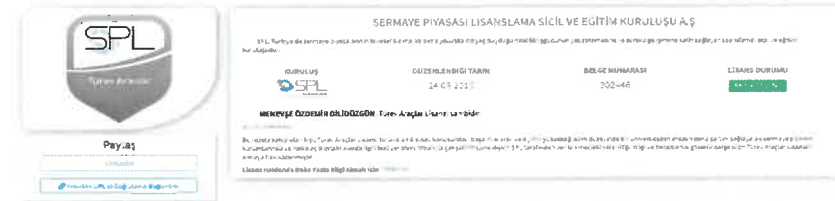
SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/534B8278-8DD9-4641-B749-86BF93FEFF0C>



SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/F15C3B95-56CE-40A5-BD60-BA43E7D2EFF1>





Adem Yılmaz

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/1738BAC7-F54A-4D55-817C-C1F0BA5DD42A>

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasasının sürekliliğini sağlamak amacıyla kurulmuş ve sermaye piyasasının düzenlenmesini ve geliştirilmesini amaçlayan bir kurumdur.

**KURULUŞ** **SPL**

**DÜZENLENDİĞİ TARİH** 14.05.2023

**BELGE NUMARASI** 927651

**LİSANS DURUMU** Aktif Lisans

**ADEM YILMAZ** Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Sahibi'dir.

**Paylaş**

**Lisans Durumu**

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Türev Araçlar Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/014224A3-3105-45CE-8A5D-177110DC3B30>

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasasının sürekliliğini sağlamak amacıyla kurulmuş ve sermaye piyasasının düzenlenmesini ve geliştirilmesini amaçlayan bir kurumdur.

**KURULUŞ** **SPL**

**DÜZENLENDİĞİ TARİH** 14.05.2023

**BELGE NUMARASI** 927651

**LİSANS DURUMU** Aktif Lisans

**ADEM YILMAZ** Türev Araçlar Lisansı Sahibi'dir.

**Paylaş**

**Lisans Durumu**

HALKYATIRIM  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.