

İşbu rapor, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği' nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin İmaş Makina Sanayi A.Ş. ("İmaş" ve/veya "Şirket" ve/veya "İhraççı") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Bu raporda yer alan Şirket verileri Fiyat Tespit Raporu'ndan sağlanmış olup, yatırımcılar halka arza ilişkin yatırım kararlarını KAP'ta yayınlanan İzahname'yi inceleyerek vermelidirler.

Halka Arz Bilgileri				
Halka Arz Özeti	Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye (TL)	30,000,000	Toplam Halka Arz Edilecek Pay (TL)	14,000,000
	Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye (TL)	37,000,000	Halka Açılacak Oran (%)	37.8%
	Sermaye Arttırımı (TL)	7,000,000	Halka Açılacak Oran (ek satış dahil) (%)	37.8%
	Mevcut Pay Satışı (TL)	7,000,000	Halka Arz Satış Fiyatı (TL)	15.00
	Ek Pay Satışı (TL)	-	Satış Yöntemi	Sabit fiyat ile talep toplama

1.Şirket Faaliyetleri Hakkında Önemli Bilgiler

Buğday, mısır, çavdar, yulaf, arpa gibi tahılların un ve irmik haline getirilmesinde kullanılan makinaların ve anahtar teslimi tesislerin üretilmesi ve kurulması faaliyetlerini gerçekleştirmek amacıyla 1989 yılında İttifak Makina Sanayi A.Ş. ünvanı ile kurulan Şirket 1999 yılında İmaş Makina Sanayi A.Ş. olarak unvan değişikliğine gitmiştir.

Şirket, 1989 yılında tahıl değirmenciliği ekipmanları ve şeritli testere tezgahlarının imalatı faaliyetleri ile makina sektörüne girmiştir. 2003 yılında buğday, mısır, çavdar, yulaf, arpa gibi tahılların un ve irmik haline getirilmesinde kullanılan makinaların ve anahtar teslimi tesislerin üretilmesi ve kurulması faaliyetlerine dönük "Milleral"; şeritli testere tezgahları üretimine dönük "Cuteral" markaları oluşturulmuş ve tescil edilmiştir. Şirket, 2011-12 yılında imalat yeteneklerini ve kapasitelerini artırmak amacıyla 3 adet CNC tezgah ve kaynak robotu yatırımı gerçekleştirmiştir. Şirket, 2014 yılında büyükbaş, küçükbaş ve kanatlı hayvan yemi üretimi için kullanılan makinaların ve anahtar teslimi tesislerin üretilmesi ve kurulması faaliyetlerine başlamış; söz konusu faaliyetler 2015 yılında tescil edilen "Viteral" markasının çatısı altında toplanmıştır.

2017 yılında çelik konstrüksiyon alanında "Sternal" markası oluşturulmuştur. Şirket, Sternal markası ile endüstriyel yapılar, hizmet binaları, sosyal binalar (otel, AVM, hastane), stadyum ve köprü gibi projelerin anahtar teslim yapımı alanında faaliyet göstermeye başlamıştır. 2017 yılında daire testere tezgahların ticareti "Cuteral" markası çatısı altında faaliyete geçirilmiştir. 2018 yılında Pro-support markası ile satış sonrası hizmetler ve yedek parça satış departmanı faaliyete geçirilmiştir.

Beş kıtada 100'ü aşkın ülkeye ihracat gerçekleştiren Şirket, 2017 yılında Konya OSB'de yer alan yaklaşık 56.090 metrekare açık alan üzerinde 29.285 metrekare kapalı alana sahip fabrikasına taşınmıştır. 2017'de ayrıca 1 adet lazer, 2 adet CNC 5 eksen, 1 adet 11 eksenli kaynak robotu ve 2 adet boya hattı yatırımları yapılmıştır. Bu yatırımlarla birlikte tedarikçilerden fason olarak temin ettiği bir kısım girdilerini kendi bünyesinde üretmeye başlamış ve bu sayede üretimde kalite ve maliyetlerde tasarruf sağlanmıştır.

Ortaklık Yapısı

Ortağın Ünvanı	Grup	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
İttifak Holding A.Ş.	A	6,600,000	22.00%	6,600,000	17.84%
	B	18,205,980	60.69%	11,205,980	30.28%
Adese Gayrimenkul Yatırım A.Ş.	B	5,194,020	17.31%	5,194,020	14.04%
Halka Açık Kısım	B			14,000,000	37.84%
Toplam		30,000,000	100.00%	37,000,000	100.00%

2.Halka Arz Gerekçesi ve Halk Arz Gelirlerinin Kullanımı

Şirket paylarının halka arzı ile; Şirket'in özkaynaklarının güçlendirilmesi, kapasite artırımı ve teknolojik yenileme yatırımları gerçekleştirmek sureti ile rekabet gücünü artıracak maliyet avantajının sağlanması, finansal borçların ve tedarikçilere olan borçların azaltılması, işletme sermayesi ihtiyaçlarının karşılanması, Şirket'in adil piyasa değerinin belirlenmesi, Şirket'in ve sahip olduğu markalarının bilinirliğinin artırılması, potansiyel müşteriler nezdinde güvenilirliğinin pekiştirilmesi, mevcut kurumsal yapının geliştirilerek güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Şirket halka arzdan brüt 105,000,000 TL nakit kaynak elde etmeyi planlamaktadır. Tahmini halka arz maliyetleri sonrasında 98,611,349 TL net gelir öngörülmektedir.

Şirket'in sermaye artırımı yolu ile ihraç edilecek yeni payların halka arzından elde edilecek fonun kullanım yerleri aşağıdaki gibidir:

- Kapasite artırımı ve teknoloji yenileme yatırımlarının finansmanı (%20)
- Finansal borçların ödenmesi (%20)
- Tedarikçilere olan borçların ödenmesi (%30)
- Peşin hammadde tedariki (%30)

3.Özet Finansallar

Gelir Tablosu	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
Hasılat	272,797,110	202,300,667	161,409,790
Satışların Maliyeti	(170.273.937)	(129.467.433)	(103.388.764)
Brüt Kar/Zarar	105,523,173	72,833,234	58,021,026
Genel Yönetim Giderleri	(16.203.295)	(12.625.630)	(7.693.620)
Pazarlama Giderleri	(46.700.482)	(35.949.876)	(26.765.403)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	(18.013.824)	(8.375.054)	(26.765.620)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	69,633,320	35,732,607	17,598,120
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(48.608.805)	(22.387.741)	(10.747.631)
Esas Faaliyet Karı/Zararı	42,629,987	29,277,540	25,297,882
Yatırım Faaliyetlerinden gelirler	13,401,339	11,988,586	34,429
Yatırım Faaliyetlerden Giderler	-	(91.711)	-
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet K/Z	56,031,326	41,124,415	25,332,311
Finansman Gelirleri	35,248,855	30,225,353	23,178,545
Finansman Giderleri	(30.518.567)	(23.050.601)	(10.020.994)
Vergi Öncesi Kar	60,761,614	48,299,167	38,489,863
Dönem Vergi Gideri/Geliri	(407.610)	(4.270.122)	-
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	(9.578.330)	(3.645.203)	(282.267)
Net Dönem Karı/Zarar	50,775,674	40,383,842	38,207,596

Net Borç

TL	
Finansal Borçlar	96,428,754
Nakit ve Nakit Benzerleri	16,829,128
Net Finansal Borç	79,599,626

4.Değerleme

Şirketin pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerleme yöntemleri kullanılmıştır:

- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)
- Piyasa Çarpanları Analizi (FD/FAVÖK, FD/CİRO, PD/DD, F/K)

AOSM

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Risksiz Faiz Oranı	25.00%	20.50%	18.00%	16.00%	14.00%	13.00%	12.50%	12.50%	12.50%	12.50%
Spesifik Risk Primi	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
Türkiye Risk Primi	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Kurumlar Vergisi Oranı	23.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
Borçlanma Maliyeti	21.42%	18.88%	16.30%	14.13%	12.32%	12.32%	12.32%	12.32%	12.32%	12.32%
Sermaye Maliyeti	31.50%	27.00%	24.50%	22.50%	20.50%	19.50%	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%
Borçluluk Oranı	20.20%	20.20%	20.20%	20.20%	20.20%	20.20%	20.20%	20.20%	20.20%	20.20%
AOSM	28.47%	24.60%	22.18%	20.24%	18.35%	17.55%	17.15%	17.15%	17.15%	17.15%

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)

000 TL	Gerçekleşme			Projeksiyon									
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Net Satışlar	161,410	202,301	272,797	366,491	474,210	578,229	646,809	733,791	820,777	918,568	1,028,546	1,151,991	1,290,347
Brüt Kar	58,021	72,833	102,523	144,330	188,410	229,300	257,751	292,605	327,663	366,406	409,645	460,386	514,718
Düzeltilmiş FAVÖK	22,135	19,836	27,911	58,499	84,407	102,766	117,692	135,680	153,701	172,915	194,416	221,035	247,434
İşletme Sermayesi Değişim	27,117	-17,716	38,579	-13,454	12,572	13,072	10,982	9,730	10,887	11,269	13,310	14,607	16,385
Yatırım Harcamaları	70	3,461	556	17,643	6,000	9,000	6,000	9,000	10,219	11,436	12,805	14,342	16,065
Vergi	4,197	3,750	5,872	12,172	15,441	18,855	21,607	24,936	28,283	31,837	35,812	40,772	45,892
Serbest Nakit Akımları	9,248	30,340	-17,096	42,137	50,394	61,840	79,103	92,013	104,312	118,373	132,488	151,314	169,093
İndirgeme Oranı				0.78	0.64	0.55	0.48	0.43	0.38	0.33	0.28	0.24	0.21
İndirgenmiş S.N.A				32,800	32,461	33,939	37,828	39,611	39,516	39,167	37,306	36,369	34,691
Toplam İndirgenmiş S.N.A	363,687												

İNA Sonuç

İNA Sonuç	milyon TL
Terminal Büyüme Oranı	2.0%
Terminal Nakit Akımlarının Toplamı	1,138.2
İndirgeme Oranı	0.21
Terminal Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	233.5
2022-2031 İndirgenmiş SNA Toplamı	363.7
Firma Değeri	597.2
Özsermaye Değeri	517.6

Piyasa Çarpanları Analizi

Yurtiçi Sektör Çarpan Analizi	Çarpan	Düzeltilmiş FAVÖK	Satışlar	Net Kar	Özsermaye	Net Finansal Borç	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye
FD/FAVÖK	26.22	27,911,115				79,599,626	40%	652,299,680
FD/Ciro	1.90		272,797,110			79,599,626	40%	439,976,768
F/K	19.70			50,775,674			20%	1,000,260,225
PD/DD	5.77				380,848,082		0%	2,198,616,851
Ağırlıklandırılmış İskontosuz Özsermaye Değeri								636,962,624
İskontosuz Pay Değeri								21.23

Yurtdışı Benzer Çarpan Analizi	Çarpan	Düzeltilmiş FAVÖK	Satışlar	Net Kar	Özsermaye	Net Finansal Borç	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye
FD/FAVÖK	11.27	27,911,115				79,599,626	25%	234,958,635
FD/Ciro	0.97		272,797,110			79,599,626	25%	185,013,571
F/K	17.04			50,775,674			25%	865,217,485
PD/DD	2.40				380,848,082		25%	914,035,397
Ağırlıklandırılmış İskontosuz Özsermaye Değeri								549,806,272
İskontosuz Pay Değeri								18.33

Değerleme Yöntemleri Sonuçları

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları ve Halka Açık Benzer Şirketlerden elde edilen piyasa çarpanları analizi %55- %45 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir.

Değerleme Özeti	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç	
İndirgenmiş Nakit Akımları	517,610,375	55.0%	284,685,706	
Piyasa Çarpan Analizi	593,384,448	45.0%	267,023,002	
	Yurtiçi	636,962,624	22.5%	143,316,590
	Yurtdışı	549,806,272	22.5%	123,706,411
Ağırlıklandırılmış Hedef Piyasa Değeri		100%	551,708,708	
Çıkarılmış Sermaye			30,000,000	
Pay Başına Değer			18.39	
İskonto Oranı			18.44%	
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri			450,000,000	
İskontolu Halka Arz Fiyatı			15.00	

Çalışma kapsamında hesaplanan değer halka arz öncesi ödenmiş sermayeye (30.000.000TL) bölünmesi sonucunda iskonto öncesi pay değeri **18.39 TL** olarak hesaplanmıştır. Elde edilen bu değere **%18.44** halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz birim pay fiyat **15.00 TL** olarak hesaplanmıştır.

5.Halka Arz Hakkında Nihai Değerlendirme

- Fiyat Tespit Raporu'nda İmaş Makina hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.
- İmaş Makina için yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Analizi" kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi'ne sırasıyla %55-45 ağırlık verilmesinin makul olduğunu düşünüyoruz.
- Şirketin değerlemesinde kullanılan İNA yönteminde TL bazlı risksiz getiri oranı 2022 için %25 olarak kullanıldığına dikkat çekmek isteriz.
- Önceki yıllarda FAVÖK'te dalgalanmalar meydana gelirken ve FAVÖK marjı 2019'da %13.7, 2020'de %9.8 ve 2021'de %10.2 iken gelecek projeksiyonlarında FAVÖK marjı %16 ile başlayıp kademeli olarak 2031 yılında %19.2'ye ulaşmaktadır. Bu beklentilerin gerçekleşmemesi durumunda değerlemeye olası etkilerine dikkat çekmekteyiz.
- Piyasa Çarpanları Analizi'nde yurt dışı benzer şirketler değerlemeye dahil edilmiş olup, ortalama değerler yerine medyan değer alınmasını doğru bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz. Yurtiçinde ise birebir aynı faaliyette bulunan borsa şirketi olmadığı için Makina Metal Eşya Sektörü ve İmalat Sektörü sektörel bazda çarpanlar kullanılmıştır, kullanılan çarpanların görece yüksek olduğu ve değerlemeye etkisi göz önünde bulundurulmalıdır.

Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonrasında pay başına değerden %18.44 iskonto oranı uygulanarak sırasıyla 15.00 TL pay başına fiyat hesaplanmış olup, uygulanan iskonto oranının mevcut mevduat faizleri ile karşılaştırıldığında bir miktar düşük olduğunu düşünüyoruz.

Yukarıdaki çekinceler dışında halka arz değerlendirme çalışmasının makul olduğunu düşünüyoruz.

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.