

**GIPTA OFİS KIRTASIYE ve PROMOSYON ÜRÜNLERİ  
İMALAT SAN. A.Ş.**



**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN  
VARSAYIMLARA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU  
(01.01.2024-31.03.2024)**

**24.06.2024**

## İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
1. ŞİRKETİ TANITICI BİLGİLER.....	2
2. RAPORUN KONUSU.....	2
3. DEĞERLEME ANALİZİ.....	3
Gelir Analizleri.....	8
4. DEĞERLENDİRME ve SONUÇ.....	14

## 1. ŞİRKETİ TANITICI BİLGİLER

Gıpta Ofis Kırtasiye ve Promosyon Ürünleri İmalat Sanayi A.Ş. (Şirket)'ni tanıtıcı özet bilgiler aşağıda verilmektedir:

- **Ticaret Unvanı:** Gıpta Ofis Kırtasiye ve Promosyon Ürünleri İmalat Sanayi A.Ş.
- **Merkez Adresi:** Zübeyde Hanım Mah. Kazım Karabekir Cad No:7/82 Altındağ/ANKARA
- **Şube Adresleri:**
  - **Üretim Şube:** Gıpta Caddesi No:3 Gazi Mahallesi Temelli 06909 ANKARA
  - **İstanbul Showroom:** İSTOÇ 16.Ada Aslan Plaza Kat:7 Bağcılar/İSTANBUL
- **Faaliyet Konusu:** Gıpta Ofis Kırtasiye ve Promosyon Ürünleri İmalat San. A.Ş.'nin ("Şirket", "GIPTA") ana faaliyet konusu Şirket esas sözleşmesinin 4. maddesinde detaylı olarak tanımlanan; her türlü defter, bloknot, ajanda, takvim, kutu, çanta, kâğıt, kırtasiye ürünlerinin her türlü safhasında üretimini, pazarlamasını, dağıtımını, ticaretini yapmaktır. Ayrıca kırtasiye grubunda kâğıt dışında diğer ofis ve kırtasiye ürünlerinin her türlü safhasında ithalat, ihracat, pazarlamasını, dağıtımını, ticaretini yapmak şirket faaliyeti ile ilgili her türlü hammadde, yarı mamul ve mamul maddeleri, ihraç ve ithal etmektir.
- **Kurumsal İnternet Sitesi:** www.gipta.com.tr
- **Telefon:** 0312 645 19 00
- **Faks:** 0312 645 19 09
- **E-posta:** info@gipta.com.tr
- **Kayıtlı Sermaye Tavanı:** 500.000.000 TL
- **Çıkarılmış Sermayesi:** 132.000.000 TL
- **Sermaye Piyasası Araçlarının İşlem Gördüğü Borsa / Pazar:** Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Yıldız Pazar
- **Ticaret Sicil Müdürlüğü ve Sicil Numarası:** Ankara - 95940
- **Vergi Dairesi:** Ulus Vergi Dairesi Müdürlüğü, ANKARA
- **Vergi No:** 395 006 7062

## 2. RAPORUN KONUSU

Sermaye Piyasası Kurulu (Kurul)'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29.Maddesi'nin beşinci fıkrasında "*Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir.*" hükmü yer almaktadır.

Şirketimiz payları 14 Eylül 2023 tarihinde Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası Yıldız Pazar'da işlem görmeye başlamış olup, Kurul düzenlemeleri çerçevesinde, paylarının Borsada işlem görmeye başlamasından sonra hazırlanan 01.01.2023-30.09.2023 dönemine ilişkin bağımsız denetimden geçmemiş finansal tablolarının 27 Ekim 2023 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'nda açıklanmasını takiben konuya ilişkin ilk değerlendirme raporu yayımlanmıştır.

Bu defa, Şirketimizin 01.01.2024-31.03.2024 dönemine ilişkin bağımsız denetimden geçmemiş finansal raporları 11 Haziran 2024 tarihinde KAP'ta kamuya açıklandığından işbu Rapor, anılan Tebliği hükmü çerçevesinde

halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların 31.03.2024 tarihi itibarıyla gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içermek amacıyla düzenlenmiştir.

Kurul'un II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği hükümlerine uyum amacıyla Şirket Yönetim Kurulu'nun 13 Ekim 2023 tarihli toplantısında, Yönetim Kurulu Komiteleri oluşturulmuş ve bu Komitelerin görev esasları belirlenmiştir. Bu itibarla, Pay Tebliği'nin 29.Maddesi'nin beşinci fıkrası uyarınca, işbu Rapor Şirketimiz "Denetim Komitesi" tarafından hazırlanmıştır.

### 3. DEĞERLEME ANALİZİ

İş bu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 2 değerlendirme yaklaşımı dikkate alınmıştır.

- i) Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi
- ii) Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

#### 3.1. Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi Yöntemi

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 varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu yaklaşım da 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 değerlendirme amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

##### 3.1.1 Benzer İşlem Gören Şirket Analizi (Trading Multiples)

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/Satışlar)
- 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 13.07.2023 tarihli veriler olup; kaynak olarak Bloomberg ve Finnet kullanılmıştır.

Bu değerlendirme çalışmasında F/K (Fiyat/Kazanç) ve FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır.

Çarpanların belirlenmesi sonrasında uç değerler olarak kabul edilen ve değerlemeyi etkilemesi olası çarpanların tespit edilmesi ile değerlemeye dahil edilmemesi için Kartil hesaplaması yapılmıştır. Kartil bir seriyi 4 eşit parçaya bölen istatistiksel bir terimdir. Hesaplama yapılırken alt ve üst veri oluşturulmaktadır. Alt sınır serinin %25'lik kısmına denk gelen rakam ve üst sınır serinin %75'lik kısmına denk gelen rakam

formülü ile hesaplanmaktadır. Alt ve üst sınırlar hesaplandıktan sonra alt sınırın altında kalan ve üst sınırın üstünde kalan çarpanlar değerlemeye dahil edilmemektedir.

PD / DD çarpanı, benzer şirketlerin piyasa değeri ile defter değerlerinin bölünmesi sonucu elde edilen göstergedir. 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.

FD / Satışlar çarpanı, benzer şirketlerin firma değeri ile net satışlarının bölünmesi sonucu elde edilen göstergedir. Bu çarpan aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin kar marjlarını dikkate almaması sebebiyle tercih edilmemiştir.

### Değerlemede Esas Alınan Finansal Veriler

Şirket'in 31.03.2023 tarihli bilançosundaki net finansal borç ve son 12 aylık (yıllıklandırılmış) FAVÖK ve Dönem Net Karı çarpan analizinde kullanılmıştır.

**Tablo 1: Değerlemede Esas Alınan Finansal Verilerin Hesaplanması**

(TL)	2022	2022/03	2023/03	Yıllıklandırılmış
Net Satışlar	678.351.421	63.227.872	133.115.514	748.239.063
Satışların Maliyeti	(486.881.526)	(48.827.438)	(64.751.197)	(502.805.285)
Faaliyet Giderleri*	(51.199.423)	(6.948.082)	(19.936.268)	(64.187.609)
FVÖK	140.270.472	7.452.352	48.428.049	181.246.169
Amortisman	1.373.157	329.648	2.574.427	3.617.936
<b>FAVÖK</b>	<b>141.643.629</b>	<b>7.782.000</b>	<b>51.002.476</b>	<b>184.864.105</b>
<b>Dönem Net Karı</b>	<b>96.049.537</b>	<b>(1.763.804)</b>	<b>41.163.818</b>	<b>138.977.159</b>
Ödenmiş Sermaye			100.000.000	
Nakit ve Nakit Benzeri			321.926.870	
Finansal Yatırımlar			41.262.923	
Toplam Finansal Borç			259.562.011	
Net Finansal Borç / (Nakit)			(103.627.782)	

(\*) Faaliyet Giderleri hesaplanırken esas faaliyetlerden diğer gelir / gider kalemleri dahil edilmemiştir.

**Tablo 2: Benzer Şirketler**

Bloomberg Kodu	Ülke	Şirket	Açıklama
603899 CH Equity	ÇİN	Shanghai M&G Stationery Inc	Şirket, kırtasiye ürünleri üretip satışını gerçekleştirmektedir.
600966 CH Equity	ÇİN	Shandong Bohui Paper Industria	Kağıt bazlı kırtasiye ürünlerinin üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir.
002103 CH Equity	ÇİN	Guangbo Group Stock Co Ltd	Defter, ajanda, hediye kutuları, fotokopi kağıdı, foto albüm vb. kırtasiye ürünlerinin satışını gerçekleştirmektedir.
NELI IN Equity	HİNDİSTAN	Navneet Education Ltd	Ders kitapları, çocuk kitapları ve çeşitli yaygın içeriklerin basım ve yayıncılığını yapmaktadır. Bunun yanı sıra kağıt bazlı kırtasiye ürünleri üretim ve satışını gerçekleştirmektedir.
7482 JP Equity	JAPONYA	Shimajima Co Ltd	Büro malzemeleri toptancısıdır. Şirketin ürünleri arasında büyük mağazalar ve perakendecilerin kullandığı kutular, ambalaj malzemeleri, kağıt torbalar ve kırtasiye ürünleri yer almaktadır.
ABOMOATI AB Equity	SUUDİ ARABİSTAN	Abdullah Saad Mohammed Abo Moa	Kırtasiye ürünleri satmaktadır. Şirket, ofis ve okul kırtasiye ürünleri sunmaktadır.
CAMLN IN Equity	HİNDİSTAN	Kokuyo Camlin Ltd	Kağıt kırtasiye ürünleri ve yazma gereçleri üreticisidir
SXP CN Equity	KANADA	Supremex Inc	Kırtasiye ürünleri üretmektedir ve müşteri portföyünde toptancılar, zincir marketler, kar amacı gütmeyen kuruluşlar ve devlet kurumları bulunmaktadır.

1481 HK Equity	HONG KONG	Smart Globe Holdings Ltd	Şirket kitap, karton defter, ambalaj kutusu, kırtasiye ürünleri ve diğer ürünlerin basımını ve satışını yapmaktadır.
005360 KS Equity	GÜNEY KORE	MonAmi Co Ltd	Kırtasiye, yazıcı, ofis, yazım-çizim ve sanatçı ekipmanları üreten bir firmadır.
BINO IJ Equity	ENDONEZYA	Perma Plasindo Tbk PT	Holding, bağlı ortaklıkları vasıtasıyla kırtasiye ürünlerinin ticaretini yapmaktadır.
CWGH MK Equity	MALEZYA	CWG Holdings Bhd	Kırtasiye ve baskı malzemeleri üreten ve satan bir yatırım holding şirketidir. Şirket, bağlı ortaklıkları aracılığıyla kağıda dayalı kırtasiye hediyelik eşya ve kağıt ürünleri ticareti yapmaktadır.
DTCI TB Equity	TAYLAND	DTC Industries PCL	Bic, Lancer, Candy ve Cheetah markaları altında tükenmez, dolma, renkli kurşun kalemler ve diğer yazı gereçleri dahil olmak üzere kırtasiye malzemeleri üretmektedir.
SED VN Equity	VIETNAM	Phuong Nam Education Investment & Development Joint Stock Co.	Şirket yayıncılık ve basım faaliyetleri yürütmektedir. Kitap, gazete, dergi, ve çeşitli okul/ofis ürünlerinin üretimini yapmaktadır.
8448 HK Equity	HONG KONG	Universe Printshop Holdings Lt	Baskı hizmetleri sunmaktadır. Şirket, kırtasiye ürünleri, reklam, ajanda, çeşitli markalara ürün kataloğu vb. basımını ve satışını yapmaktadır.
030960 KS Equity	GÜNEY KORE	Yangjisa Co Ltd	Şirket, çeşitli kırtasiye ürünlerinin tasarımı ve üretimini yapmaktadır. Ürün portföyünde ajanda, defter, fotoğraf albümler, bloknot vb . yer almaktadır.
300703 CH Equity	ÇİN	Cre8 Direct Ningbo Co Ltd	Çeşitli büro ve kırtasiye malzemeleri satmaktadır.
ALEXA FP Equity	FRANSA	Exacompta Clairefontaine S.A.	Özel markalarının altında kağıt ve kaplama malzemeleriyle çeşitli kırtasiye ürünleri üretip dağıtımını yapmaktadır.
ADEL TI Equity	TÜRKİYE	Adel Kalemcilik Ticaret ve Sanayi A.Ş.	BİST'te payları işlem gören kırtasiye ürünleri üreticisi firma. Yazma gereçleri alanında çeşitli global markaların distribütörlüğünü yürütmektedir.
SAMAT TI Equity	TÜRKİYE	Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik Tic. ve San. A.Ş.	BİST'te payları işlem gören şirket, defter, kağıt ve takvim gibi materyallerin üretim ve dağıtımını yapmaktadır. Baskı öncesi ve baskı sonrası uçtan uca hizmetler sunmaktadır.
PRZMA TI Equity	TÜRKİYE	Prizma Press Matbaacılık Yayıncılık San. ve Tic. A.Ş.	BİST'te payları işlem gören şirket, matbaacılık hizmeti sunmaktadır. Ürün gamında gazete, kitap ve dergiler yer almaktadır.
ALKA TI Equity	TÜRKİYE	Alkim Kağıt Sanayi ve Tic. A.Ş.	BİST'te payları işlem gören şirket, ofset yazı tabı, kuşe ve ofis kağıtları üretmektedir.
KONKA TI Equity	TÜRKİYE	Konya Kağıt San. ve Tic. A.Ş.	BİST'te payları işlem gören şirket, Türkiye'de kağıt sektörünün öncü kuruluşlarından. Yıllık 100 bin ton üretim kapasitesiyle, Türkiye yazı tabı kağıt üretiminin % 25'ini karşılamaktadır.

Tablo 3: Benzer Şirket Çarpanları (1/2)

Şirket	Piyasa Değeri (mio USD)	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Net Satış
Shanghai M&G Stationery Inc	5,532.02	5.55	29.45	m.d.	1.74
Shandong Bohui Paper Industria	1,166.86	1.28	m.d.	m.d.	0.90
Guangbo Group Stock Co Ltd	462.61	4.09	233.92	m.d.	1.36
Navneet Education Ltd	361.14	2.58	14.52	10.84	1.90
Shimajima Co Ltd	182.76	0.75	15.76	6.12	0.34
Abdullah Saad Mohammed Abo Moa	184.18	2.85	40.65	14.96	2.18
Kokuyo Camlin Ltd	150.29	4.72	50.68	23.68	1.66
Supremex Inc	120.41	1.19	4.86	4.48	0.92
Smart Globe Holdings Ltd	33.26	1.98	m.d.	m.d.	1.56

MonAmi Co Ltd	51.53	0.63	21.23	8.55	0.74
Perma Plasindo Tbk PT	17.59	0.60	42.31	26.09	0.95
CWG Holdings Bhd	10.97	0.49	9.17	3.42	0.45
DTC Industries PCL	10.43	0.91	22.43	5.55	1.11
Phuong Nam Education Investment	7.33	0.62	4.62	m.d.	0.21
Universe Printshop Holdings	3.45	m.d.	m.d.	m.d.	0.35
Yangjisa Co Ltd	206.92	1.20	m.d.	m.d.	2.46
Cre8 Direct Ningbo Co Ltd	242.73	2.29	28.29	m.d.	1.45
Exacompta Clairefontaine	157.87	0.30	5.23	2.61	0.30
Adel Kalemcilik	240.32	<del>36.02</del>	76.66	27.19	<del>6.03</del>
Saray Matbaacılık	21.50	<del>12.78</del>	31.98	17.09	1.63
Prizma Press	28.00	6.20	38.76	<del>203.10</del>	<del>11.31</del>
Alkim Kağıt	201.13	8.28	13.19	11.66	2.68
Konya Kağıt	238.09	2.34	7.01	12.79	2.96

m.d. : mevcut değil

**Tablo 4: Benzer Şirket Çarpanlar (2/2)**

	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
<b>Ortalama</b>	2,44	25,38	12,50	1,33
<b>Medyan</b>	1,63	21,83	11,25	1,36

**Tablo 5: Benzer Şirket Çarpanlar Çeyrekler Açıklığı**

	PD/DD	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
1. Çeyrek	0,79	11,18	5,84	0,82
3. Çeyrek	4,57	39,70	20,39	2,04
Çeyrekler Açıklığı	3,78	28,52	14,55	1,23
Üst Sınır	10,23	82,49	42,21	3,88
Alt Sınır	-4,88	-31,60	-15,99	-1,02

Benzer şirketler örnekleminde yer alan yurt dışı menşeli şirketler, GIPTA'nın faaliyetleri ve iş modeli itibarıyla yüksek benzerlik taşımaktadır. BIST'te payları işlem gören seçilmiş şirketler faaliyet konusu itibarıyla GIPTA ile bire bir benzememektedir fakat ana hammadde emtia (kağıt) olması ve emtia (kağıt) fiyatlarındaki hareketliliğin firmayı doğrudan etkilemesi sebebiyle seçilmiş kağıt şirketleri, matbaanın GIPTA fabrikasında bulunan üretim faktörlerinden biri olması sebebiyle matbaacılık faaliyetinde bulunan şirketler örnekleme dahil edilmiştir.

Örneklem grubunda yer alan şirketlerin F/K ve FD/FAVÖK rasyoları sırasıyla uç değerlerden arındırılmış, medyan çarpanı **21,83x** ve **11,25** olarak hesaplanmıştır. Söz konusu çarpanlar ile Şirket'in baz değerleri (Yıllıklandırılmış Net Kar ve Yıllıklandırılmış FAVÖK) çarpıldıktan sonra %50'şer ağırlık verilerek özkaynak değeri 2.608.320.832 TL olarak aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır. Özkaynak değerine ulaşabilmek için net borç düzeltilmesi yapılmıştır. Ham çarpan verisi çekildikten sonra uç değerler olarak kabul edilen ve değerlemeyi etkilemesi olası olan çarpanların tespit edilmesi ve değerlemeye dahil edilmemesi için örneklem grubunda çeyrekler açıklığı hesaplanarak üst limit F / K için "82,49" ve alt limit olan "-31,60" arasında kalan değerler, üst limit FD / FAVÖK için "42,21" ve alt limit olan "-15,99" arasında kalan değerler, değerlemeye dahil edilirken, aralığın dışında kalanlar uç değer olarak kabul edilip değerlemeye dahil edilmemiştir.

Merkezi eğilim ölçülerinden Medyan'ın (Ortanca Değer) tercih edilmesinin temel sebebi, ortalamanın aksine örneklem kümesinin dışına düşen (aşırı yüksek veya aşırı düşük) değerlerin çıkartılması yoluyla örneklem kümesinin daha iyi temsil edilmesidir.

**Tablo 6: Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri**

Benzer Şirketler					
Çarpan	Katsayı	Gösterge	Değer	Ağırlık	Ağırlıklı Değer
F/K	21,83	138.977.159	3.033.488.229	%50	1.516.744.114
FD/FAVÖK	11,25	184.864.105	2.183.153.436	%50	1.091.576.718
<b>Toplam</b>				<b>%100</b>	<b>2.608.320.832</b>

### 3.2. Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akışları Yöntemi

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.1 uyarınca gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlamaktadır. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. İşbu değerlendirme çalışması kapsamında gelir yaklaşımında İNA yöntemi kullanılmış olup, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 50.2 uyarınca, İNA yönteminde tahmini nakit akışları 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, Şirket'in faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akışlarının bugünkü değerine eşit olduğu kabul edilmektedir.

İşbu raporda yer alan İNA değerlemesinde, Şirket'in faaliyetlerinden gerçekleşmesini beklediği nakit akımlarının miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olup, söz konusu tahminler şüphecilikten taviz verilmeden muhafazakar varsayımlar üzerinden İNA değerlemesine yansıtılmıştır. Sonuç olarak, Şirket'in gelir yaratma kabiliyetinin değeri en çok etkileyen bir unsur olmasından dolayı değerlemenin amacına uygun olduğu düşünülmüş, Gelir (İNA) Yaklaşımı değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.

İNA yönteminde, projeksiyonlar genellikle 5 ila 10 yıllık zaman dilimi için yapılmakta ve projeksiyon döneminin son yılındaki nakit akışları baz alınarak Şirket faaliyetlerinin süresiz bir şekilde devam edileceği varsayılarak devam eden değer tahmini yapılmaktadır. İşbu rapora konu değerlendirme çalışması kapsamında, 2023/03 dönemi faaliyet sonuçları baz olarak esas alınmış olup, 2023 - 2028 yılları arası da projeksiyon dönemi olarak kabul edilmiştir. Projeksiyon döneminde ulaşılmış öngörülen nakit akışları ve diğer finansal verilerin, projeksiyon dönemine göre belirlenen makul bir geçmiş dönemde değerlendirme konusu Şirket tarafından elde edilen nakit akışları ve diğer finansal veriler ile uyumlu, tutarlı ve öngörülebilir olmasına özen gösterilmiştir.

Gerek miktar ve gerekse fiyatlamaya yönelik öngörü ve projeksiyonlar, yurt içi ve yurt dışı piyasa ve makroekonomik koşullar doğrultusunda değişiklik gösterebileceğinden gelir tutarının projeksiyonu görece sağlıklı olmayabilecektir. Bu nedenle, tahmin dönemi için UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca bozulan bir yapıda gelir projeksiyonu uygulanmıştır ve Şirket'in tarafımıza sağladığı 5 yıllık projeksiyon bu yaklaşım altında incelenmiştir.

Şirket'in projekte edilen dönemde mamül ve ticari ürün gruplarında yer alan ürünlerin satış hacimlerini artıracak potansiyel fırsatlara yönelik çeşitli stratejilerine aşağıda yer verilmiştir. Gelir analizi yapılırken bu stratejiler de göz önünde bulundurularak nakit akışları tahmin edilmiştir.

- Zincir marketlerde, kırtasiye ürün satışlarında mevsimselliğin etkisini ortadan kaldırmak için 12 ay boyunca Gıpta ürünlerine özel raf tahsisi,
- Gıpta markasıyla ABD pazarına giriş yapılması yoluyla ihracat oranının artırılması,
- Yurt içinde yerleşik kırtasiyelerin henüz iş ilişkisinde bulunulmayan %40 - 45'lik dilimine ulaşabilmek için satış görüşmeleri yürütülmesi,
- Yayın grubu ürünleri kategorisinde MEB ihalelerine ilave olarak, 2024 yılı itibarıyla özel yayınevleri ile yeni iş ilişkileri başlatılması yoluyla satış hacimlerinin artırılması,
- Nüfus artışına bağlı olarak büyümekte olan okul öncesi hedef kitlesine yönelik hikaye ve boyama kitapları ürünleri ile yaklaşık 7500 noktada Gıpta ürünlerinin pazara sunulması,
- Kurumsal firma sayısındaki artışa bağlı olarak büyüyen promosyon ürünleri pazarında odaklanma stratejisi ile kar marjlarının korunarak hacimlerin artırılmasıdır.
-



**Tablo 7: Makro Varsayımlar**

Halk Yatırım Makro Veriler	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Türkiye TÜFE ( Yıl Sonu Değişimleri)	%59,5	%39,5	%26,0	%22,0	%20,0	%20,0

Kaynak: Halk Yatırım, TÜİK, TCMB Piyasa Katılımcıları Anketi

Değerleme çalışmasında kullanılan makro varsayımlar, Halk Yatırım Araştırma Birimi'nin, her aya ait mevsimsel faktörler ve mevcut koşullar altında oluşturduğu aylık tahminler çerçevesinde ulaştığı yıllık enflasyon değeridir. 2023 yılının 1. çeyrek sonu itibariyle kalan çeyrekler için tahmini enflasyon oranı, 2023 yıl sonu tahmini enflasyondan TÜİK'in açıkladığı 2023 ilk çeyrek enflasyon oranı arındırılarak hesaplanmıştır.

### Gelir Analizleri

Mamül Satışları, Ticari Mal Satışları ve Diğer Satışlar olmak üzere üç ayrı grupta sınıflandırılmaktadır. Gruplar aşağıda yer alan ürün kategorilerinden oluşmaktadır.

#### Mamül Satışları

- Spiralli Defterler
- Tel Dikişli Defterler
- İplik Dikişli Defterler
- Promosyon Ürünleri
- Yayın Grubu Ürünleri
- Diğer Ürünler

#### Ticari Mal Satışları

- Okul Ürünleri
- Ofis Ürünleri
- Hediyelik Ürünler
- Diğer Ürünler

#### Diğer Satışlar

- Hurda kâğıt, plastik malzeme, mamül üretiminden arta kalan geri dönüşümü mümkün olan çeşitli atıkların satışı yoluyla elde edilen gelirlerden oluşmaktadır.

Geçmiş 3 yıl ve 2023 1.çeyrekte satılan ürünlerin adet bazında hacim bilgisine göre toplam hacmin ortalama %76'sı mamul tarafında, %24'ü ticarî mal tarafında oluşmuştur.

Ürün grupları için satış büyüklükleri projekte edilirken, her bir kategori için geçmiş 3 yıl ve ara dönemde oluşan brüt kar marjları dikkate alınmıştır. 2020-2021-2022 ve 2023/03 dönemleri için ağırlık oranları sırasıyla %10, %10, %50 ve %30 olarak belirlenmiş ve bu ağırlıklar ile aynı dönemlerde oluşan brüt kar marj ortalamaları çarpılarak baz değer hesaplanmıştır. Baz değeri oluşturan ağırlık oranları belirlenirken Covid-19 pandemisinin 2020- 2021 yıllarında firmanın finansal performansında yarattığı olumsuz etkinin süreklilik arz etmemesi sebebiyle bahse konu olan yıl marjlarının gelecek dönem nakit akışlarına olan etkisi minimize edilmiştir.

Her ürün grubu için 2023 ilk çeyrekte oluşan birim maliyetler hesaplanmıştır. Bu maliyetlerin yılın geri kalanında enflasyon oranı kadar artacağı beklentisi ile 2023/3 dönemindeki maliyetler yıl sonuna kadar olan 3 çeyrek için beklenen enflasyon oranıyla artırılmıştır.

Şirket fiyatlama stratejisini oluştururken yıl başında yapılan bayi toplantıları, fuarlardaki arz talep dengesi, pazardaki rakip firmaların fiyatlamaları, vade ve beklentileri göz önünde bulundurarak güncel ham madde fiyatları üzerinden maliyet analizi yaptıktan sonra ürün birim satış fiyatlarını belirlemektedir. Bu bağlamda satış tutarları hesaplanırken öncelikle birim maliyetler ile satış adetleri çarpılarak toplam maliyetlere ulaşılmış daha sonra "Maliyet / (1- Brüt Kar Marjı) formülü ile satış tutarları elde edilmiştir. Hesaplanan satış tutarları, projeksiyon döneminde satılması öngörülen satış adetlerine bölünerek ortalama birim satış fiyatları elde edilmiştir. Bu yöntem her bir ürün grubu için uygulanmış ancak marj artışları / azalışları ürüne bağlı olarak değişkenlik göstermektedir.

**Tablo 8: Satış Hacimleri**

Satış Hacimleri (Adet)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Mamül Grubu</b>	<b>40.045.047</b>	<b>44.814.800</b>	<b>49.158.954</b>	<b>52.835.066</b>	<b>55.626.634</b>
<b>Değişim (%)</b>	<b>%14,1</b>	<b>%11,9</b>	<b>%9,7</b>	<b>%7,5</b>	<b>%5,3</b>
Spiralli Defterler	21.403.206	24.089.141	26.505.960	28.498.255	29.923.168

Değişim (%)	%15,1	%12,5	%10,0	%7,5	%5,0
Tel Dikişli Defterler	9.404.695	10.584.911	11.646.876	12.522.302	13.148.417
Değişim (%)	%15,1	%12,5	%10,0	%7,5	%5,0
İplik Dikişli Defterler	2.720.041	3.061.385	3.368.528	3.621.720	3.802.806
Değişim (%)	%15,1	%12,5	%10,0	%7,5	%5,0
Promosyon Ürünleri	2.684.395	2.899.147	3.102.087	3.288.212	3.452.623
Değişim (%)	%9,0	%8,0	%7,0	%6,0	%5,0
Yayın Grubu Ürünleri	2.880.973	3.057.168	3.232.768	3.406.430	3.576.752
Değişim (%)	%6,5	%6,1	%5,7	%5,4	%5,0
Diğer Ürünler	951.736	1.123.048	1.302.736	1.498.146	1.722.868
Değişim (%)	%20,0	%18,0	%16,0	%15,0	%15,0
<b>Ticari Ürün Grubu</b>	<b>18.503.307</b>	<b>21.809.427</b>	<b>24.825.436</b>	<b>27.164.853</b>	<b>28.467.134</b>
<b>Değişim (%)</b>	<b>%21,4</b>	<b>%17,9</b>	<b>%13,8</b>	<b>%9,4</b>	<b>%4,8</b>
Okul Ürünleri	8.422.813	9.602.007	10.658.227	11.510.886	12.086.430
Değişim (%)	%17,0	%14,0	%11,0	%8,0	%5,0
Ofis Ürünleri	7.721.617	9.729.237	11.577.792	12.967.126	13.615.483
Değişim (%)	%33,0	%26,0	%19,0	%12,0	%5,0
Hediyelik Ürünler	601.073	685.224	760.598	821.446	862.519
Değişim (%)	%17,0	%14,0	%11,0	%8,0	%5,0
Diğer Ürünler	1.757.804	1.792.960	1.828.819	1.865.395	1.902.703
Değişim(%)	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0	%2,0

Şirket'in hazırlanmış olduğu 5 yıllık iş planında yer alan satış hacim bilgisi temin edilmiştir. Satış hacimlerine yönelik öngörü ve projeksiyonlar, yurt içi ve yurt dışı piyasa ve makroekonomik koşullar doğrultusunda değişiklik gösterebileceğinden gelir tutarının projeksiyonu görece sağlıklı olmayabilecektir. Bu nedenle, tahmin dönemi için UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinin 50.22 maddesinin (b) bendi uyarınca bozulan bir yapıda gelir projeksiyonu uygulanmıştır ve Şirket'in tarafımıza sağladığı 5 yıllık projeksiyon bu yaklaşım altında incelenmiştir. Bu bağlamda 2023 yılı için sağlanan satış hacimleri Şirket'in iş modeli gereği siparişlerin ağırlıklı olarak ilk çeyrekte alınıyor olması dolayısıyla doğrudan kullanılmış, geri kalan yıllar için satış hacmi bozulan pazar yapısı varsayımı altında ihtiyatlı bir yaklaşımla değerlendirilmiştir.

Şirket "Yayın Grubu" ürünlerinde 2022 yılında faaliyet göstermeye başlamış, bu grup ilk sene fason üretim yapıldığı için ticari mal olarak sınıflanırken 2023 ilk çeyrekte üretimin Gıpta Fabrikası'na kaydırılmasıyla beraber mamül olarak sınıflandırılmaya başlanmıştır. Burada yer alan tutarları MEB'e satışı yapılan ders kitapları oluşturmaktadır. Şirket'in devam eden yıllarda özel yayınevi markası ile pazarda faaliyet gösterme planı bulunmaktadır. Yayın Grubu ürünleri pazarına yeni giriş yapılmış olması sebebiyle projeksiyon boyunca satılacak hacim bilgisi adetsel olarak Şirket'ten temin edilmiştir.

"Diğer Ürünler" kategorisi ağırlıklı olarak fotokopi kağıdı satışlarından oluşmaktadır. Şirket üretimini yaptığı ana ürün gruplarında hammadde olarak kağıt kullanması sebebiyle fotokopi kağıtlarını uygun fiyat ve koşullarda satın alarak, maliyet avantajı elde etmektedir. Bu maliyet avantajının korunacağı öngörüsü ve defter grubunda artan iş hacmine bağlı olarak diğer ürünler grubunda bozulan pazar yapısı yaklaşımı kullanılmamış olup, Şirket'in tahmini satış hacimleri makul bulunarak kullanılmıştır.

Ortalama birim satış fiyatları, her ürün grubu için hasılat tutarı satılması planlanan adetlere bölünerek hesaplanmaktadır. Fiyat artışları projekte edilirken ihtiyatlılık ilkesine bağlı kalınmış, geçmiş 3 yılda oluşan birim fiyatlar YBBO'su mamül grubunda %57, ticari ürün grubunda %45 iken, 2022 yılı itibarıyla 2028 yılına kadar YBBO, iki ürün grubunda sırasıyla %30 ve %18 olarak gerçekleşeceği hesaplanmıştır.

**Tablo 9: Ortalama Birim Satış Fiyatı**

Ortalama Birim Satış Fiyatı (TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Mamül Grubu</b>	<b>39,07</b>	<b>49,28</b>	<b>60,30</b>	<b>72,70</b>	<b>87,79</b>
Spiralli Defterler	35,88	45,60	56,12	67,93	82,23
Tel Dikişli Defterler	20,16	25,59	31,44	38,00	45,93
İplik Dikişli Defterler	69,72	88,56	108,92	131,78	159,44
Promosyon Ürünleri	76,59	97,16	119,36	144,23	174,29
Yayın Grubu Ürünleri	61,95	77,56	94,02	112,10	133,68
Diğer Ürünler	34,80	43,85	53,50	64,20	77,03
<b>Ticari Ürün Grubu</b>	<b>31,60</b>	<b>38,09</b>	<b>44,72</b>	<b>52,05</b>	<b>61,15</b>
Okul Ürünleri	40,42	49,62	59,02	69,09	80,94
Ofis Ürünleri	14,57	17,93	21,38	25,08	29,44
Hediyelik Ürünler	141,20	174,34	208,52	245,40	288,92
Diğer Ürünler	26,69	33,62	41,02	49,23	59,07

**Tablo 10: Net Satışlar**

Net Satışlar (TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Mamül Grubu	1.564.501.945	2.208.509.851	2.964.404.323	3.841.286.578	4.883.576.707
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%72,1</i>	<i>%72,0</i>	<i>%72,0</i>	<i>%72,4</i>	<i>%73,0</i>
Ticari Ürün Grubu	584.761.959	830.686.423	1.110.193.030	1.413.971.312	1.740.633.836
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%26,9</i>	<i>%27,1</i>	<i>%27,0</i>	<i>%26,6</i>	<i>%26,0</i>
Diğer Satışlar	21.327.168	30.157.976	40.432.271	52.147.978	65.732.109
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%1,0</i>	<i>%1,0</i>	<i>%1,0</i>	<i>%1,0</i>	<i>%1,0</i>
<b>Net Satışlar</b>	<b>2.170.591.072</b>	<b>3.069.354.250</b>	<b>4.115.029.624</b>	<b>5.307.405.869</b>	<b>6.689.942.652</b>

Şirket hasılatı 2020-2022 arası dönemde yıllık bazda bileşik %78 büyürken, 2022 yılından itibaren 2028 yılına kadar yıllık bazda bileşik %39 büyüyeceği beklenmektedir.

2020-2022 arası dönemde net satışların ortalama %73'ünü mamül grubu, %26'sını ticari ürün grubu ve yaklaşık %1'ini diğer satışlar oluşturmuştur. Projeksiyon döneminde mamül grubunun payının ortalama %72'ye gerileyeceği, ticari ürün çeşidinin artması sonucunda bu grubun ortalama %27'ye yükseleceği ve diğer satışların payının değişmeyeceği hesaplanmıştır.

**Tablo 11: Satışların Maliyeti**

Satışların Maliyeti (TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Satılan mamuller maliyeti (-)	1.015.475.508	1.421.880.706	1.894.068.578	2.437.217.790	3.079.172.774
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%46,8</i>	<i>%46,3</i>	<i>%46,0</i>	<i>%45,9</i>	<i>%46,0</i>
Satılan ticari mal maliyeti (-)	360.511.797	523.333.921	714.802.068	930.249.899	1.169.709.435
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%16,6</i>	<i>%17,1</i>	<i>%17,4</i>	<i>%17,5</i>	<i>%17,5</i>
Diğer satışların maliyeti (-)	2.094.186	2.960.523	3.970.575	5.125.124	6.466.594
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%0,1</i>	<i>%0,1</i>	<i>%0,1</i>	<i>%0,1</i>	<i>%0,1</i>
<b>Satışların Maliyeti</b>	<b>1.378.081.491</b>	<b>1.948.175.150</b>	<b>2.612.841.221</b>	<b>3.372.592.813</b>	<b>4.255.348.803</b>
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%63,5</i>	<i>%63,5</i>	<i>%63,5</i>	<i>%63,5</i>	<i>%63,6</i>
<b>Net Satışlar</b>	<b>2.170.591.072</b>	<b>3.069.354.250</b>	<b>4.115.029.624</b>	<b>5.307.405.869</b>	<b>6.689.942.652</b>

**Tablo 12: Ortalama Birim Maliyetler**

Ortalama Birim Maliyetler (TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Mamül Grubu</b>	<b>25,36</b>	<b>31,73</b>	<b>38,53</b>	<b>46,13</b>	<b>55,35</b>
Spiralli	21,05	26,53	32,37	38,84	46,61
Tel Dikişli	14,23	17,93	21,88	26,25	31,50
İplik Dikişli	43,62	54,96	67,05	80,47	96,56
Promosyon Ürünleri	56,10	70,69	86,24	103,49	124,19
Yayın Grubu Ürünleri	47,89	60,35	73,62	88,35	106,01
Diğer Ürünler	24,96	31,45	38,37	46,05	55,26

Ticari Ürün Grubu	19,48	24,00	28,79	34,24	41,09
Okul Ürünleri	22,99	28,97	35,34	42,41	50,89
Ofis Ürünleri	9,13	11,50	14,03	16,84	20,20
Hediyelik Ürünler	103,60	130,53	159,25	191,10	229,32
Diğer Ürünler	19,42	24,47	29,85	35,82	42,98

Her ürün grubu için 2023 ilk çeyrekte oluşan birim maliyetler hesaplanmıştır. Bu maliyetlerin yılın geri kalanında enflasyon oranı kadar artacağı beklentisi ile 2023/3 dönemindeki maliyetler yıl sonuna kadar olan 3 çeyrek için beklenen enflasyon oranıyla artırılmış ve 2023 yıl sonu tahmin edilmiştir. 2024-2028 boyunca birim maliyetlerin enflasyon ile artacağı tahmin edilerek projeksiyon oluşturulmuştur.

**Tablo 13: Faaliyet Giderleri**

Faaliyet Giderleri (TL)	2020	2021	2022	2023 /03
Genel Yönetim Giderleri	2.653.991	4.580.202	12.617.687	4.281.375
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%1,8</i>	<i>%3,0</i>	<i>%1,9</i>	<i>%3,2</i>
<i>Ağırlıklandırma</i>	<i>%10,0</i>	<i>%10,0</i>	<i>%50,0</i>	<i>%30,0</i>
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	12.636.281	16.637.999	38.581.736	15.654.893
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%8,4</i>	<i>%10,9</i>	<i>%5,7</i>	<i>%11,8</i>
<i>Ağırlıklandırma</i>	<i>%10,0</i>	<i>%10,0</i>	<i>%50,0</i>	<i>%30,0</i>
<b>Net Satışlar</b>	<b>151.281.282</b>	<b>153.126.311</b>	<b>678.351.421</b>	<b>133.115.514</b>

**Tablo 14: Faaliyet Giderleri Projeksiyonu**

Faaliyet Giderleri (TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Genel Yönetim Giderleri	51.431.252	72.727.071	97.503.914	125.756.772	158.515.406
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%2,4</i>	<i>%2,4</i>	<i>%2,4</i>	<i>%2,4</i>	<i>%2,4</i>
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	180.023.161	254.564.234	341.289.822	440.182.397	554.846.391
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%8,3</i>	<i>%8,3</i>	<i>%8,3</i>	<i>%8,3</i>	<i>%8,3</i>
<b>Net Satışlar</b>	<b>2.170.591.072</b>	<b>3.069.354.250</b>	<b>4.115.029.624</b>	<b>5.307.405.869</b>	<b>6.689.942.652</b>

Faaliyet giderleri projekte edilirken, geçmiş 3 yıl ve ara dönem net satışlara oranların ağırlıklı ortalaması hesaplanmış ve bu oranın projeksiyon boyunca korunacağı varsayılmıştır. Ağırlık oranları belirlenirken Covid-19 pandemisinin 2020-2021 yıllarında firmanın finansal performansında yarattığı olumsuz etki sebebiyle bu dönemlere daha düşük ağırlık verilirken 2022 yılı pandemi etkisinden arınmış tam bir faaliyet dönemi olması sebebiyle en yüksek ağırlığa sahip olmuştur. 2023 yılı ilk çeyreğin ağırlığı ise tam bir faaliyet yılı olmaması göz önünde bulundurularak belirlenmiştir. Şirket'ten alınan yatırım projeksiyonları ve toplam yatırım tutarlarının hasılat oranları aşağıdaki tabloda verilmiştir.

**Tablo 15: Yatırımlar**

(TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Yatırım Bakım Onarım	2.400.000	2.880.000	3.456.000	4.147.200	4.976.640
Yatırım Ges	25.000.000	-	-	-	-
Yatırım Yeni Makine	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000	20.000.000
Yatırım Fabrika Binası	25.000.000	25.000.000	20.000.000	-	-
<b>Toplam</b>	<b>72.400.000</b>	<b>47.880.000</b>	<b>43.456.000</b>	<b>24.147.200</b>	<b>24.976.640</b>
<i>Net Satışlara Oranı</i>	<i>%3,3</i>	<i>%1,6</i>	<i>%1,1</i>	<i>%0,5</i>	<i>%0,4</i>

**Tablo16: Amortisman**

(TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Amortisman	18.003.971	25.458.763	34.132.119	44.022.285	55.489.739
<i>Net Satışlara Oranı</i>	%0,8	%0,8	%0,8	%0,8	%0,8

Amortisman projekte edilirken, öncelikle geçmiş 3 yıl ve ara dönemde oluşan hasıllata oranlarının ağırlıklı ortalaması hesaplanmış ve bu oranın projeksiyon boyunca korunacağı varsayılmıştır. Ağırlık oranları belirlenirken Covid-19 pandemisinin 2020-2021 yıllarında firmanın finansal performansında yarattığı olumsuz etki sebebiyle bu dönemlere daha düşük ağırlık verilirken 2022 yılı pandemi etkisinden arınmış tam bir faaliyet dönemi olması sebebiyle en yüksek ağırlığa sahip olmuştur. 2023 yılı ilk çeyreğin ağırlığı ise tam bir faaliyet yılı olmaması göz önünde bulundurularak belirlenmiştir.

**Tablo 17: Net İşletme Sermayesi**

Ticari İşletme Sermayesi ve Değişimi (TL)	2020	2021	2022	2023/03
Satışlar	151.281.282	153.126.311	678.351.421	133.115.514
Maliyetler	126.922.935	114.047.215	486.881.526	64.751.197
Ticari Alacaklar	55.643.958	56.360.080	27.921.179	246.240.587
Stoklar	26.656.859	67.448.665	111.270.883	187.647.445
Ticari Borçlar	6.317.959	17.216.121	51.025.079	83.055.537
Müşterilerden Alınan Avanslar	3.256.263	46.638.287	120.942.354	258.084.631
Tedarikçilere Verilen Avanslar	12.599	16.449.089	442.842	26.105.750
Ticari Alacak Tahsil Süresi	128	133	23	94
Stok Devir Süresi	83	151	67	211
Ticari Borç Ödeme Süresi	31	38	26	88
Ortalama Alınan Avans Süresi (Gün)	4	59	45	130
Ortalama Verilen Avans Süresi (Gün)	0	26	6	19
Nakit Çevirme Süresi	176	213	25	105
<b>Net İşletme Sermayesi</b>	<b>72.739.194</b>	<b>76.403.426</b>	<b>(32.332.529)</b>	<b>118.853.614</b>
<i>Satışlara Oranı</i>	%48,1	%49,9	-%4,8	%89,3

**Tablo 18: Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu**

Ticari İşletme Sermayesi ve Değişimi (TL)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Satışlar	2.170.591.072	3.069.354.250	4.115.029.624	5.307.405.869	6.689.942.652
Maliyetler	1.378.081.491	1.948.175.150	2.612.841.221	3.372.592.813	4.255.348.803
Ticari Alacaklar	561.917.780	794.587.588	1.065.289.699	1.373.969.404	1.731.877.446
Stoklar	482.761.760	682.473.766	915.315.847	1.181.467.753	1.490.709.868
Ticari Borçlar	171.972.530	243.115.238	326.059.756	420.870.117	531.030.352
Müşterilerden Alınan Avanslar	354.414.994	501.165.412	671.903.713	866.595.392	1.092.336.561
Tedarikçilere Verilen Avanslar	16.995.429	24.026.208	32.223.318	41.593.086	52.479.827
Ticari Alacak Tahsil Süresi	94,5	94,5	94,5	94,5	94,5
Stok Devir Süresi	127,9	127,9	127,9	127,9	127,9
Ticari Borç Ödeme Süresi	45,5	45,5	45,5	45,5	45,5
Ortalama Alınan Avans Süresi (Gün)	59,6	59,6	59,6	59,6	59,6
Ortalama Verilen Avans Süresi (Gün)	12,8	12,8	12,8	12,8	12,8
Nakit Çevirme Süresi	130,1	130,1	130,1	130,1	130,1
<b>Net İşletme Sermayesi</b>	<b>535.287.445</b>	<b>756.806.912</b>	<b>1.014.865.394</b>	<b>1.309.564.734</b>	<b>1.651.700.229</b>
<i>Satışlara Oranı</i>	%25	%25	%25	%25	%25

İşletme sermayesi ihtiyacı ve değişiminden kaynaklı nakit çıkışlarının tahmin edilebilmesi için; geçmiş dönemlerdeki ticari alacak tahsil süresi, stok devir süresi, ticari borç ödeme süresi, ortalama alınan avans süresi ve ortalama verilen avans süresi hesaplanmış ve 2020-2021-2022 ve 2023/03 dönem ortalamalarının projeksiyon döneminde de değişmeyeceği varsayılmıştır. Bunun sonucunda nakit çevirme süresi projeksiyon dönemi için ortalama 130 gün olarak tahmin edilmiştir.

**Tablo 19: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması**

AOSM	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Risksiz Faiz Oranı 5Y</b>	<b>%20,00</b>	<b>%20,00</b>	<b>%20,00</b>	<b>%20,00</b>	<b>%20,00</b>
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi	%7,00	%7,00	%7,00	%7,00	%7,00
<b>Özsermaye Maliyeti</b>	<b>%27,00</b>	<b>%27,00</b>	<b>%27,00</b>	<b>%27,00</b>	<b>%27,00</b>
Borç/Özkaynak Oranı	%32,16	%32,16	%32,16	%32,16	%32,16
<b>Borçlanma Maliyeti</b>	<b>%25,00</b>	<b>%25,00</b>	<b>%25,00</b>	<b>%25,00</b>	<b>%25,00</b>
Vergi Oranı	%23,00	%23,00	%23,00	%23,00	%23,00
Düzeltilmiş Borçlanma Maliyeti	%19,25	%19,25	%19,25	%19,25	%19,25
<b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti</b>	<b>%24,51</b>	<b>%24,51</b>	<b>%24,51</b>	<b>%24,51</b>	<b>%24,51</b>

Kaynak: Bloomberg Veri Terminali, Halk Yatırım, Şirket

Şirket'e ilişkin özkaynak maliyeti hesaplamasında Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli kullanılmıştır. Söz konusu modele göre:

- Risksiz faiz oranı için T.C. Hazine'si tarafından TL cinsinden ihraç edilen 5 yıl vadeli TL tahvil getirisindeki dalgalanmalar göz önünde bulundurularak risksiz faiz oranı %20 olarak belirlenmiştir.
- Beta, GIPTA'nın Şirket paylarının ilk halka arzı olması sebebiyle muhafazakâr tarafta kalmak adına 1,0 olarak alınmıştır.
- Piyasa risk primi %7 olarak hesaplamalara dahil edilmiştir.
- Şirket'in 2023/03 itibarıyla Borç/Özkaynak oranı %32,16 olup projeksiyon dönemi boyunca sabit bırakılmıştır.
- 15.07.2023 tarihli ve 32249 sayılı T.C. Resmî Gazete'de yayınlanan 7456 sayılı Kanun ile kurumlar vergisi 2023 yılından itibaren uygulanmak üzere %25'e yükseltilmiştir. Şirket'in halka arz sonrası halka açıklık oranı %30,30 olacağından halka arz döneminden başlayarak beş hesap dönemi boyunca Şirket kurumlar vergisi oranından %2 puan indirimden faydalanacaktır. Böylece kurumlar vergisi oranının projeksiyon boyunca %23 olacağı varsayılmıştır.
- Borçlanma maliyeti piyasa koşulları gözetilerek risksiz faiz oranı +500 baz puan olarak belirlenmiştir.

### İndirgenmiş Nakit Akımları

Değerleme çalışmasında Şirket'in İş Planı baz alınarak, yukarıda detayları anlatılan varsayımlar ışığında hazırlanan projeksiyonlar kullanılmıştır.

Uç değer hesaplaması için büyüme oranı %5 olarak varsayılmış.

2023 yılı için 9 aylık nakit akışı hesaplanırken;

- 2023 yılı ilk çeyreğe ait Net Satışlar, FVÖK, Vergi Sonrası Faaliyet Karı, Amortisman, Net İşletme Sermayesi 2023 yılı için projekte edilen tutarlardan düşülmüştür.
- 2023 yılı indirgeme faktörü 9 ay için hesaplanmıştır.

Nakit akışlarına göre Şirket Değeri 31.03.2023 itibarıyla hesaplanmış, ilgili tarihteki net borç düşülerek özkaynak değerine ulaşılmıştır.

Hazırlanan projeksiyonlara göre nakit akışı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 20: İndirgenmiş Nakit Akışları

Gelir Tablosu Projeksiyonu	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	2.170.591.072	3.069.354.250	4.115.029.624	5.307.405.869	6.689.942.652
<i>Büyüme Oranı (%)</i>	<i>%58,8</i>	<i>%41,4</i>	<i>%34,1</i>	<i>%29,0</i>	<i>%26,0</i>
FVÖK	561.055.168	793.887.794	1.063.394.667	1.368.873.887	1.725.454.587
<i>FVÖK Marjü (%)</i>	<i>%25,8</i>	<i>%25,9</i>	<i>%25,8</i>	<i>%25,8</i>	<i>%25,8</i>
Vergi Oranı	%23,00	%23,00	%23,00	%23,00	%23,00
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	432.012.479	611.293.601	818.813.894	1.054.032.893	1.328.600.032
Amortisman	18.003.971	25.458.763	34.132.119	44.022.285	55.489.739
FAVÖK	579.059.139	819.346.557	1.097.526.786	1.412.896.172	1.780.944.326
<i>FAVÖK Marjü (%)</i>	<i>%26,7</i>	<i>%26,7</i>	<i>%26,7</i>	<i>%26,6</i>	<i>%26,6</i>
<b>Brüt Nakit Akımı</b>	<b>450.016.450</b>	<b>636.752.364</b>	<b>852.946.013</b>	<b>1.098.055.178</b>	<b>1.384.089.771</b>
İşletme Sermayesi İhtiyacı (-)	179.317.369	221.519.468	258.058.482	294.699.340	342.135.494
Yatırım Harcamaları (-)	72.400.000	47.880.000	43.456.000	24.147.200	24.976.640
<b>Serbest Nakit Akımları</b>	<b>198.299.081</b>	<b>367.352.897</b>	<b>551.431.531</b>	<b>779.208.638</b>	<b>1.016.977.636</b>
İndirgeme Oranı	%24,5	%24,5	%24,5	%24,5	%24,5
Baz Yıl	1,75	2,75	3,75	4,75	5,75
İskonto Faktörü	%68,1	%54,7	%44,0	%35,3	%28,4
İndirgenmiş Nakit Akımları	135.122.742	201.046.097	242.386.373	275.089.993	288.361.227

( Ç:Çeyrek Dönem, T:Projeksiyon )

2028 Serbest Nakit Akımı	1.016.977.636
Devam Eden Büyüme Oranı	%5
Devam Eden Değer	5.473.923.328
İskonto Faktörü	%28,4
<b>İndirgenmiş Devam Eden Değer</b>	<b>1.552.115.985</b>
<b>İndirgenmiş Nakit Akımı Toplamı</b>	<b>1.143.704.168</b>
Firma Değeri	2.695.820.153
Net Finansal Borç / (Nakit)	(103.627.782)
<b>Özkaynak Değeri</b>	<b>2.799.447.935</b>

#### 4. DEĞERLENDİRME ve SONUÇ

Fiyat Tespit Raporu 28 Temmuz 2023 tarihli olup Şirketimizin 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.03.2023 dönemleri için hazırlanan özel bağımsız denetim raporları ile kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgilere ve Halk Yatırım'ın bulgularına, tahminlerine ve analizlerine dayanmaktadır.

Şirketimizin 01.01.2024-31.03.2024 hesap dönemine ilişkin finansal tabloları ise 11 Haziran 2024 tarihinde KAP'ta duyurulmuş olup söz konusu finansal tablolar çerçevesinde Şirketimiz paylarının halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşmesine ilişkin değerlendirmelerimiz Tablo 21'de özetlenmektedir.

Tablo 21: Varsayımların Gerçekleşme Durumu

	Projeksiyon	Gerçekleşen	
	Fiyat Tespit Raporu	TMS 29 Uygulanmış	
	2024/12	2024/03	
(Milyon TL)	Tutar (T*)	Tutar (G**)	Oran*** (%)
Hasılat	2.170,60	220,15	10,14%
Satışların Maliyeti (-)	-1.378,08	-132,21	9,59%
<b>BRÜT KÂR</b>	<b>792,52</b>	<b>87,94</b>	<b>11,10%</b>
<i>Brüt Kâr Marjı</i>	<i>36,50%</i>	<i>39,94%</i>	
Esas Faaliyet Kârı	561,07	-9,99	-1,78%
<i>Esas Faaliyet Kâr Marjı</i>	<i>25,84%</i>	<i>-4,54%</i>	
<b>FAVÖK</b>	<b>579,06</b>	<b>-3,96</b>	<b>-0,68 %</b>
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>26,68%</i>	<i>-1,80%</i>	

Sonuç olarak; Şirketimiz halka arz edilirken tahmin edilen gelir projeksiyonları dâhilinde faaliyetlerine devam etmekte olup 2024 yılı tahminleri ilk çeyrek itibarı ile, enflasyon etkisi ve TMS-29 Yüksek enflasyonlu ekonomilerde finansal raporlama uygulamaları yüzünden önemli ölçüde olumsuz sapma ile gerçekleşmiştir.

Saygılarımızla,

**GIPTA Ofis Kırtasiye ve Promosyon Ürünleri İmalat San. A.Ş.**

Denetim Komitesi

Bülent SÖNMEZ

Denetim Komitesi Üyesi

Mustafa Coşkun KARADENİZ

Denetim Komitesi Başkanı