

ÇAĞDAŞ CAM SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

Fiyat Tespit Raporu

27.11.2024

DenizYatırım 

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 11
Esenyurt 34394 Şişli - İSTANBUL
V.No:2010110783 Tic Sic No:388440
www.denizyatirim.com
Merkezi No: 0291-0110-7830-0013

İçindekiler

1. Giriş.....	5
2. Şirket'e Dair Özet Bilgi ve Değerleme Sonucu.....	8
2.1. Şirkete İlişkin Özet Bilgi.....	8
2.2. Değerleme	8
3. Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Şirket, Çağdaş Cam")	9
3.1. Genel Bakış	9
3.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı	10
3.2.1. Mevcut Ortaklık Yapısı.....	10
3.2.2. Halka Arz Sonrası Planlanan Ortaklık Yapısı	10
3.3. Kilometre Taşları.....	11
3.4. Faaliyetler Hakkında Bilgi	13
3.4.1. Üretim Tesisi, Kapasite ve Ürünler	13
3.4.2. Cam İşleme Faaliyetleri	16
3.4.3. Ürün Grupları	17
3.5. Finansal Tablolar.....	22
3.5.1. Bilanço	22
3.5.2. Gelir Tablosu.....	23
4. Sektörel Bilgiler	24
Çağdaş Cam'ın Stratejisi.....	27
5. Değerleme Yaklaşımları.....	29
5.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı).....	30
5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı)	31
6. Değerleme	32
6.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri.....	32
6.1.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'nde Kullanılan Şirket Verileri	32
6.1.2. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'nde Kullanılan Benzer Şirketler Çarpanları	33
6.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri	39
6.2.1. Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar	39
6.2.2. Satışlar – 2021 – 2024/09 Dönemi Genel Görünüm	39
6.2.3. Satışlar – 2024/4Ç - 2030 Dönemi Beklentileri ve Temel Varsayımlar.....	43
6.2.4. Satışlar, Satışların Maliyeti ve Brüt Kar.....	49
6.2.5. Faaliyet Giderleri	51
6.2.6. FAVÖK ve FAVÖK Marjı.....	52
6.2.7. Ticari İşletme Sermayesi.....	53
6.2.8. Vergi.....	54
6.2.9. Yatırım Harcamaları.....	54
6.2.10. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	55
6.2.11. Devam Eden Değer Büyümesi, Firma Değeri, Net Finansal Borç ve Şirket Değeri	56
7. Sonuç.....	58
EKLER	59

Kısaltmalar

KISALTMALAR	TANIMLAR
%	: Yüzde
°C	: Santigrat Derece
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları / USD / ABD \$: Amerika Birleşik Devletleri Doları
AOSM	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
Avro / Euro / EUR / €	: Avrupa Birliği para birimi
BİAŞ / Borsa / Borsa İstanbul / BIST	: Borsa İstanbul A.Ş.
Deniz Yatırım	: Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
FAVÖK	: Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
FD	: Firma Değeri
GES	: Güneş Enerjisi Santrali
GW	: Gigawatt
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KV	: Kısa Vadeli
Kurul / SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
Kuyucak Tesisi	: Şirket'in Aydın Kuyucak'ta yer alan 17 bin m ² 'si kapalı olmak üzere toplam 20 bin m ² alana kurulu tesisi
kWp	: Kilowatt saat
m ²	: Metrekare
Manisa OSB Tesisi	: Şirket'in Manisa OSB'de bulunan 36 bin m ² 'si si kapalı olmak üzere 41 bin m ² üzerine kurulu tesisi
Medyan	: Ortanca değer de denilmektedir. Bir veri grubunun küçükten büyüğe sıralanması halinde; ortadaki terimi ifade eder. Veri grubunda terim sayısı tek sayı ise ortadaki sayı, çift ise ortadaki iki sayının toplamının yarısı olarak hesaplanır.
mm	: milimetre
Mn, mn	: milyon
MWp	: MegaWatt Peak
Nazilli OSB Tesisi	: Şirket'in Nazilli OSB'de yer alan 7 bin m ² 'si kapalı olmak üzere toplam 10 bin m ² alana kurulu depo ve elleçleme tesisi
OSB	: Organize Sanayi Bölgesi
PD	: Piyasa Değeri
PV	: Fotovoltaik
SMM	: Satılan Malın Maliyeti
SPKn	: 10.12.2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
Şirket/ Çağdaş Cam	: Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
Şişecam	: Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.

TFRS	:	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TL	:	Türk Lirası
UDS	:	Uluslararası Değerleme Standartları
UV	:	Uzun Vadeli
YBBO	:	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı
2024/4Ç.T/ 2024/4Ç	:	Projeksiyon dönemine ilişkin 01.10.2024 ile 31.12.2024 arasındaki 3 aylık dönemi ifade etmektedir.

1. Giriş

Raporun Amacı

Bu rapor, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Deniz Yatırım") ile Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Şirket, Çağdaş Cam") arasında 07.12.2023 tarihinde imzalanmış olan Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III. 62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespiti amacıyla ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinde uygun olarak belirlenmesi amacıyla 15.01.2016 tarih ve G-030(268) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Deniz Yatırım tarafından hazırlanmıştır. Ayrıca Deniz Yatırım, Rapor Tarihi itibarıyla Sermaye Piyasası mevzuatı çerçevesinde Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar Listesi'nde yer almaktadır.

Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Meslek Kuralları ve Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket ortaklarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme hizmeti, ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisans belgelerine sahip değerlendirme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları doğrultusunda yerine getirilmiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatici, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Deniz Yatırım önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen görevler kabul edilmemiştir.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme Raporu, Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi kapsamında hazırlanmaktadır. Bu sözleşme kapsamında elde edilecek ücretler, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.

- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler ile bunlara ilişkin açıklamalar talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar

Değerleme çalışmamızda kullanılan veriler,

- Çözüm Ünlüer Bağımsız Denetim ve YMM Anonim Şirketi tarafından hazırlanan; 30 Eylül 2024 ve 31 Aralık 2023, 2022, 2021 tarihleri itibarıyla konsolide finansal tablolar ve özel bağımsız denetim raporuna,
- Şirket'e ait izahnameye,
- Kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgilere,
- Talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ile bunlara ilişkin açıklamalara,
- Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin finansal sonuçlarına,
- Deniz Yatırım'ın analizlerine,

dayanmaktadır.

Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere Deniz Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin oluşmadığı varsayılmış olup bu bilgilerin güvenilir ve doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

Deniz Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

Kullanılan geçmiş yıllara ve ara dönemlere ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile farklı değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vb. gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği varsayılmıştır.

Ülkemiz ve dünya ekonomisinde yakın gelecekte gerçekleşen olayların bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği varsayılmıştır.

Rapora konu olan değerleme çalışması, bilinen değerleme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Piyasa koşullarında meydana gelebilecek önemli değişimlerin şirket'in değerini etkileyerek olumlu veya olumsuz yönde değişim yapabileceği bilinmelidir.

Değerleme Tarihi: 26.11.2024

Fiyat Tespit Raporunu ve Değerleme alışmasını Hazırlayan Ekibe İlişkin Bilgiler:

Konusunda uzman çalışma ekibi, Nurullah Erdoğan tarafından yönetilmiştir. Ekip lideri, SPK düzenlemesi uyarınca hazırlanan söz konusu raporu hazırlayabilmek için gerekli niteliklere, 28 yıllık tecrübeye sahiptir. Kariyerine 1996 yılında Kent Yatırım'da başlamış ve 1999 yılında Deniz Yatırım Kurumsal Finansman Bölümüne geçmiştir. O tarihten beri Kurumsal Finansman Bölümünde çeşitli pozisyonlarda görev almıştır. Nurullah Erdoğan Yıldız Teknik Üniversitesi, Endüstri Mühendisliği Bölümü lisans mezunudur.

Ekip lideri değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahiptir, ek olarak tarafsız ve önyargısız bir değerleme yapabilmesini sınırlayabilecek herhangi bir etmen bulunmamaktadır.

Pınar Taştutan, kariyerine 2009 yılında Finansbank A.ř.'de, Kurumsal ve Ticari Krediler Bölümü'nde Kredi Politikaları ve Kredi Kontrol Bölümü Yetkili Yardımcısı olarak başlamış ve 2011 yılında Deniz Yatırım'a geçmiştir. Pınar Taştutan, 2011 yılından bu yana Deniz Yatırım Kurumsal Finansman Bölümünde çeşitli pozisyonlarda, halka arz, sermaye piyasası işlemleri, özel sektör borçlanma araçları ihracı faaliyetlerinde görev almakta olup görevini Kurumsal Finansman Bölümü Müdürü olarak sürdürmektedir. Boğaziçi niversitesi'nde lisans öğrenimini İşletme alanında tamamlayan Pınar Taştutan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na (Sicil No: 129742, Belge No: 206256) sahiptir.

İhsan Engindeniz, kariyerine 2007 yılında Türkiye Ekonomi Bankası A.ř.'de Kurumsal Bankacılık Pazarlama ve rn Gelişimi Analisti olarak başlamış aynı yıl Deniz Yatırım'a geçmiştir. İhsan Engindeniz, 2007 yılından bu yana Deniz Yatırım Kurumsal Finansman Bölümünde çeşitli pozisyonlarda; halka arz, sermaye piyasası işlemleri, değerleme faaliyetlerinde görev almış olup görevini Kurumsal Finansman Genel Müdür Yardımcısı olarak sürdürmektedir. Boğaziçi niversitesi'nde lisans öğrenimini İşletme alanında tamamlayan İhsan Engindeniz, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na (Sicil No: 26069, Belge No:205920) sahiptir.

2. Şirket'e Dair Özet Bilgi ve Değerleme Sonucu

2.1. Şirkete İlişkin Özet Bilgi

Şirket, 27.09.1994 tarih ve 3625 sayılı TTSG uyarınca 20.09.1994 tarihinde Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ünvanı ile tescil edilerek kurulmuştur. Şirket'in kuruluş sermayesi eski para ile 50.000.000 TL'dir. Şirket'in hukuki varlığı herhangi bir süre ile kısıtlanmamıştır.

Şirket, her türlü mamül ya da yarı mamül cam, ısı cam, sertleştirilmiş emniyet camı, oto camı dahil temperli düz cam imalatı ve cam ürünlerinin imalatı, işlenmesi, ticareti ile ithalat ve ihracatının yapılması ve ilgili tüm ticari ve endüstriyel faaliyetlerin gerçekleştirir. Üretimini gerçekleştirdiği ürünler arasında ticari soğutucu camları, enerji camları bulunmakta olup, cam ticareti de yapmaktadır.

Şirket 30.09.2024 itibarıyla Kuyucak'ta bulunan 17 bin m²'si kapalı olmak üzere toplam 20 bin m² alanda ağırlıklı ev ve ticari beyaz eşya grubu camları ile enerji camları, Manisa OSB'de bulunan 41 bin m² üzerine kurulu 36 bin m² kapalı alanda enerji camları işleme faaliyetleri gerçekleştirmektedir. Manisa OSB'ye kurulan 2,6 MWp çatı GES, 2024 yılı Ekim ayı itibarıyla elektrik üretimine başlamıştır. Çatısında 1,1 MWp kurulu GES'i olan Nazilli OSB tesisinde cam ticareti yapılmakta olup, Şirket aynı zamanda Şişecam'ın yetkili bayisidir. Ayrıca Şirket, Manisa OSB 6. kısımda kendisine tahsis edilen 30 bin m² araziye satın almış olup, söz konusu arsa üzerinde 2024 yılı Aralık ayı itibarıyla yatırıma başlanması öngörülmektedir.

2.2. Değerleme

Çağdaş Cam pay başına değerinin tespit edilmesinde Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı) yöntemine yer verilmiştir.

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye;

Değerleme tarihi itibarıyla 20 milyar TL'nin altında piyasa değeri olan BIST-Sınai Endeksi ("XUSIN")'ne dahil şirketler dahil edilmiştir.

Çarpan Analizi kapsamında Çağdaş Cam paylarının değerinin tespit edilmesinde; Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanları kullanılmıştır. Söz konusu çarpanlar 26.11.2024 kapanış tarihi itibarıyla hesaplanmış, uç değerler dışarda bırakılarak medyan değerleri kullanılmıştır. Hesaplamalarda; 26.11.2024 kapanış tarihinde söz konusu şirketlerden; FAVÖK ve Net Kar tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten ve F/K çarpanı 35,0'ten büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) yönteminde; mevcut durumda yüksek seyretmekle birlikte gelecek dönemlerde azalması beklenen enflasyonun etkilerini doğru olarak yansıtmak üzere; 2024/4Ç – 2030 dönemlerini içeren projeksiyonlar kullanılarak değer tespiti gerçekleştirilmiştir.

Değerlemede; payların ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranının 2,0 puan indirimli uygulanması dikkate alınmamış, muhafazakar bir yaklaşım ile Manisa OSB 6. kısımda kendisine tahsis edilmiş olan arazi üzerinde ve Manisa OSB tesisine bitişik konudaki, 9 bin metrekare büyüklüğünde yatırımı tamamlanmış fabrika binasında herhangi bir yatırım ve bu yatırımlardan elde edilecek nakit akışlarının şirket değerine potansiyel katkısı öngörülmemiştir. Ayrıca ticari soğutucu ve enerji camları toplam hacimlerinde; 2021'den 2023'e toplam %78'e varan artış göz önünde bulundurulduğunda, projeksiyon dönemlerinde satış hacimlerinde oldukça sınırlı bir artış öngörülmüştür.

Sonuç olarak; İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Çarpan Analizi yöntemlerine göre Şirket Değeri hesaplanmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi %20, Çarpan Analizi'ne (FD/FAVÖK ve F/K eşit ağırlıklandırılarak) %80 ağırlık verilerek **Şirket Değeri 3.795 milyon TL ve Birim Pay Değeri 27,70 TL** olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %27,8 halka arz iskontosu uygulanarak **Halka Arz Şirket Değeri 2.740 milyon TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 20,00 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri Milyon TL	Ağırlık	Birim Pay Değeri - TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	5.768	20,0%	42,10
Çarpan Analizi -	3.302	80,0%	24,10
FD/FAVÖK	3.966	50,0%	28,95
F/K	2.638	50,0%	19,25
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	3.795	100,0%	27,70
<i>Halka Arz İskontosu</i>	<i>27,8%</i>		
Halka Arz Şirket Değeri	2.740		20,00

3. Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (“Şirket, Çağdaş Cam”)

3.1. Genel Bakış

Cam sektöründe faaliyet gösteren Çağdaş Cam; sertleştirilmiş emniyet camı, enerji camı ve temperli düz cam imalatı ile ilgili tüm ticari ve endüstriyel faaliyetleri yürütmektedir. Şirket ağırlıklı Şişecam olmak üzere, çeşitli tedarikçilerden cam olarak aldığı ürünleri işleyerek ev ve ticari beyaz eşya grubu camlar ile enerji camları üretmektedir. Ayrıca cam ticareti kapsamında Şişecam tarafından üretilen, ithal edilen ve/veya ticareti yapılan ürünler, bayii sıfatıyla gerçek ve tüzel kişilere satılmaktadır.

Şirket'in merkez adresi Fatih Mahallesi Denizli Karayolu Caddesi No:33 Kuyucak/Aydın olup, bu tesiste ev ve ticari beyaz eşya grubu camları işleme faaliyetleri ile enerji camları, Nazilli OSB Tesisi'nde cam ticareti, dağıtımı ve GES faaliyetleri, Manisa OSB Tesisi'nde enerji camları işleme faaliyetleri gerçekleştirilmektedir. Manisa OSB ve Nazilli OSB Tesisleri Şirket'in şubesi olarak tescil edilmiştir. Şirket aynı zamanda Şişecam'ın yetkili bayisidir. Ayrıca Manisa OSB 6. kısımda kendisine tahsis edilen 30 bin m² arazi satın alınmış olup, yatırımına 2024 yılı Aralık itibarıyla başlanması öngörülmektedir.

30.09.2024 itibarıyla Şirket bünyesinde 319 kişi mavi yaka ve 43 kişi beyaz yaka olmak üzere toplam 362 personel istihdam edilmektedir.

3.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket, SPK'nın hükümlerine göre kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş ve SPK'nın 09.01.2024 tarih ve 1/5 sayılı izni ile bu sisteme geçmiştir.

Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 685.000.000 TL, çıkarılmış sermayesi 137.000.000 TL ve her bir payın itibari değeri 1,00 TL'dir.

3.2.1. Mevcut Ortaklık Yapısı

Şirket'in çıkarılmış sermayesi 137.000.000 TL olup tamamı muvazaadan arı bir şekilde ödenmiştir. Bu sermayenin her biri 1,00 TL itibari kıymetinde olup 137.000.000 TL adet paya ayrılmıştır. Bunlardan 27.400.000 TL adedi nama yazılı A Grubu ve 109.600.000 TL adedi hamiline yazılı B Grubu paylardır. A Grubu payların Yönetim Kuruluna aday gösterme ve Genel Kurulda oy imtiyazı bulunmaktadır. A Grubu her 1(bir) adet payın Genel Kurul'da 5 (beş) oy hakkı olacak şekilde imtiyazı bulunmaktadır. B Grubu payların imtiyazı yoktur.

Ortak Adı	Grup	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
Ömer Seyfedin Piriñç	A	10.960.000	8,0%	54.800.000	40,0%
	B	43.840.000	32,0%		
Serdar Raşit Piriñç	A	5.480.000	4,0%	27.400.000	20,0%
	B	21.920.000	16,0%		
Raşit Piriñç	A	5.480.000	4,0%	27.400.000	20,0%
	B	21.920.000	16,0%		
Betül Piriñç Yıldız	A	5.480.000	4,0%	27.400.000	20,0%
	B	21.920.000	16,0%		
TOPLAM	A	27.400.000	20,0%	137.000.000	100,0%
	B	109.600.000	80,0%		

3.2.2. Halka Arz Sonrası Planlanan Ortaklık Yapısı

Halka arz, Şirket'in çıkarılmış sermayesinin tamamı nakden karşılanmak suretiyle 137.000.000 TL'den 168.000.000 TL'ye çıkarılması neticesinde ihraç edilecek olan 31.000.000 TL ve Şirket'in mevcut ortaklarından Ömer Seyfedin Piriñç'e ait 11.000.000 TL olmak üzere toplam 42.000.000 TL nominal değerli 42.000.000 adet B Grubu payın halka arzı suretiyle gerçekleştirilecektir.

Halka arz edilen payların nominal değeri 42.000.000 TL olup, halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine oranı %25,0'tir.

Halka arz sonrası planlanan ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Ortak Adı	Grup	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
Ömer Seyfettin Pirinç	A	10.960.000	6,5%	43.800.000	26,1%
	B	32.840.000	19,5%		
Serdar Raşit Pirinç	A	5.480.000	3,3%	27.400.000	16,3%
	B	21.920.000	13,0%		
Raşit Pirinç	A	5.480.000	3,3%	27.400.000	16,3%
	B	21.920.000	13,0%		
Betül Pirinç Yıldız	A	5.480.000	3,3%	27.400.000	16,3%
	B	21.920.000	13,0%		
Halka Açık	B	42.000.000	25,0%	42.000.000	25,0%
Toplam	A	27.400.000	16,3%	168.000.000	100,0%
	B	140.600.000	83,7%		

3.3. Kilometre Taşları

Tarih	Gelişme
1994	Şirket, 27.09.1994 tarih ve 3625 sayılı TTSG uyarınca 20.09.1994 tarihinde “Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi” ünvanı ile tescil edilerek kurulmuştur. Şirket’in kuruluş sermayesi eski para ile 50.000.000 TL’dir.
1995	01.05.1995 tarih ve 3778 sayılı TTSG uyarınca Şirket’in sermayesi eski para ile 2.000.000.000 TL’ye artırılmıştır. İlgili sermaye artırımının eski para ile 4.194.000 TL’si nakit, yine eski para ile 1.945.806.000 TL’si tüm aktif ve pasifi ile devralınan Kuyucak Ticaret Sicili’nin 533 numara ile kayıtlı Seyfettin Pirinç ferdi işletmesinin öz varlığından (ödenmiş sermayesinden) aynı sermaye olarak teşkil edilmiştir. Şirket’in Aydın Kuyucak yerleşkesinde kurulu Kuyucak Tesisi, işletmeye alınmıştır.
1997	02.10.1997 tarih ve 4389 sayılı TTSG uyarınca Şirket’in sermayesi eski para ile 7.500.000.000 TL’ye artırılmıştır. Artırılan tutar, nakit olarak ödenmiştir.
2000	27.11.2000 tarih ve 5183 sayılı TTSG uyarınca Şirket’in sermayesi eski para ile 7.500.000.000 TL’den yine eski para ile 200.000.000.000 TL’ye artırılmış olup, bahsi geçen sermaye artırımını, 18.10.2000 tarihinde tescil edilmiştir. Artırılan tutar, nakit olarak ödenmiştir.
2006	Şirket, 2006 yılında, camların ısıtma işlemi ile emniyet camına dönüştürülmesini sağlama prosesine yönelik temperleme yatırımını tamamlamıştır. Ayrıca bu kapsamda gerekli olan, rodaj, delik, baskı ve temperleme fırını vb. cihazların alımı gerçekleştirmiştir. Bahsi geçen yatırımın tamamlanmasıyla beraber Şirket; mimari, mobilya ve beyaz eşya sektörlerinde faaliyet gösteren müşterilerine temperli cam satışları gerçekleştirmeye başlamıştır. 13.12.2006 tarih ve 6703 sayılı TTSG uyarınca Şirket’in sermayesi 2.500.000 TL’ye artırılmış olup, artırılan tutar, nakit olarak ödenmiştir.
2007	Şirket, kuruluşundan 2007 senesine kadar Şişecam yetkili satıcılığı sıfatı ile Türkiye’nin çeşitli bölgelerine Şişecam ürünlerinin dağıtıcılığını sağlamıştır. Şişecam’ın mimari camlar markası olan “Isıcam” yetkili üretici sıfatı ile ise mimari ısıcam üretimi yapmıştır. 2007 yılından itibaren ise çağın gerekliliklerine uygun olarak, iş modelini yenilemiş ve mimari camlar ticaretine ek olarak beyaz eşya sektörü için temperli cam işleme faaliyetine başlamıştır.

	<p>Şirket, Aydın Kuyucak yerleşkesinde kurulu olan Kuyucak Tesisi'ne 2007 tarihinde 15 bin m² kapalı alan eki yaparak ve bu alan üzerine kurduğu modern işletme hatları ile beyaz eşya buzdolabı camları, fırın camları, dikey şişe soğutucu dolabı camları, market tipi soğutucu camları, dondurma dolabı camları, güneş paneli camları ve nitelikli sera camları gibi yüksek hassasiyet gerektiren cam ürünlerinin işlemlerini yapmaya başlamıştır. 2007 yılından bugüne, Aydın Kuyucak yerleşkesine makine teçhizat yatırımları devam etmekte ve modern üretim yapılmaktadır.</p> <p>2007-2014 tarihleri arasında Şirket, kapasite, satış ve kârlılık artırıcı ekipman, alt ve üst yapı yatırımlarını sürdürmüştür.</p>
2010	Aydın'da yer alan 30 bin m ² arazi üzerine Şirket'in mevcut durumdaki Kuyucak Tesisi binası kurulmuştur.
2014	08.01.2014 tarih ve 8481 sayılı TTSG uyarınca Şirket'in merkez adresi, Fatih Mah., Denizli Aydın Karayolu Üzeri, No:19, Kuyucak/Aydın iken, belediyenin yapmış olduğu numarataj çalışması sonucunda Şirket'in merkez adresi, Fatih Mah., Denizli Karayolu Cad., No: 29, Kuyucak/Aydın olarak değiştirilmiş ve ilgili adres değişikliği, 31.12.2013 tarihinde tescil edilmiştir.
2017	09.08.2017 tarih ve 9385 sayılı TTSG uyarınca Şirket için tek pay sahipliği bildirimini yayımlanmış olup Şirket'in tek pay sahibi olarak Pirinçler Holding Anonim Şirketi, 01.08.2017 tarihinde tescil edilmiştir
	Şirket 08.11.2017 tarihinde Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından, faaliyet "Tasarım Merkezi" ünvanını almıştır. Bu sebeple Şirket, Türkiye'de tasarım merkezi olan ilk cam firması olarak faaliyet göstermektedir.
2018	Şirket'in sermayesi 4.500.000 TL'ye artırılmış olup, artırılan tutar, nakit olarak ödenmiştir. 2018 tarihinde Şirket, Nazilli OSB'de bulunan 10 bin m ² 'lik Nazilli OSB Tesisi yatırımını tamamlamıştır.
2019	Mayıs 2019'da Şirket'in Nazilli OSB Tesisi, işletmeye alınmıştır.
2021	20.10.2021 tarihinde Şirket, Manisa OSB 1. Kısımda yer alan 42 bin m ² alana sahip Manisa OSB Tesisi'ni, 9,3 milyon ABD Doları bedelle satın almış, aynı yıl ek cam işleme ve temperleme makine ve altyapı yatırımına başlamıştır.
2022	24.01.2022 tarihinde Şirket, Manisa OSB 6. kısımda kendisine tahsis edilen 30 bin m ² araziye satın almıştır.
	2021 yılında aldığı Manisa OSB 1. kısımda solar enerji camları üretimine başlamıştır.
2023	Manisa OSB Tesisi için çatı GES yatırımı kapsamında 2,6 MWp için 17.02.2023 tarihli çağrı mektubu alınmıştır.
	22.05.2023 tarih ve 10835 sayılı TTSG uyarınca Şirket, devralan sıfatıyla, Pirinçler Holding A.Ş. ve Ege Çağdaş Toptan Cam Pazarlama A.Ş.'yi devralmış ve Şirket'in tek pay sahipliği durumu sona ermiştir. İşbu birleşme işlemi, 18.05.2023 tarihinde tescil edilmiştir.
	27.06.2023 tarih ve 10861 sayılı TTSG uyarınca Şirket'in sermayesi, 4.500.000 TL'den Şirket'in güncel sermayesini oluşturan 137.000.000 TL'ye artırılmış olup bahsi geçen sermaye artırımını, 27.06.2023 tarihinde tescil edilmiştir. Artırılan tutar, geçmiş yıl karlarından karşılanmıştır.
	Nazilli OSB Tesisi'nde Haziran 2023 tarihinde üretime başlayan 1071.50 kWp çatı GES yatırımı ile Şirket, karbon ayak izini azaltmakta ve yeşil enerji üretimi gerçekleştirmektedir.
	Şirket mevcut durumda Şişecam dağıtıcılığı cam ticareti faaliyetlerini sürdürmekte olup ve 2007 yılından beri ev ve ticari beyaz eşya grubu camları ve enerji camları işlemektedir.

2024	<p>Çağdaş Cam'ın, üretimde verimliliğin artırılması ve yalınlaşma amacıyla sürekli yaptığı makine-ekipman ve süreç iyileştirme yatırımlarından biri olan "temper öncesi işleme otomasyon yatırımı" yatırımı Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla tamamlanmıştır. Bu sayede; mevcut kadroyla fabrikada 3 vardiya yerine 4 vardiya üretim yapılması hedeflenmektedir.</p>
	<p>Manisa OSB Tesisi için çatı GES yatırımı kapsamında 06.03.2024 tarihli yatırım teşvik belgesi alınmıştır. Söz konusu 2,6 MWp GES yatırımı tamamlanmış olup, Ekim ayı itibarıyla elektrik üretimi başlamıştır.</p>
	<p>Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla, yatırım teşvik belgeleri kapsamında; Kuyucak Tesisi'nde üretilen ticari soğutucu camlarının mevcut üretim kapasitesini ve ihracat oranını arttıracak olan, gelecek yılların müşteri beklentilerine göre dizayn edilmiş 2 adet Çift Cam üretim hattı (tüm ekipmanları ile birlikte) için 2024 yılı 4.çeyreğinde sipariş verilmiştir. Söz konusu hatlar 2025 yılı ilk çeyreğinde devreye alınarak katma değerli ürün üretimine katkı sağlayacaktır.</p> <p>Bu yatırıma ek olarak, yine Kuyucak Tesisi'nde beyaz eşya camlarına özel, tam otomatik cam işleme hattı devreye alınmıştır. Söz konusu hat, özel cam işleme kapasitesini arttıracaktır. Hali hazırda işlenebilen bu camlar, devreye alınan yeni hat ile işçilikte tasarruf ve verimlilikte artış sağlamıştır.</p> <p>Manisa OSB Tesisi'nde 2024 yılı son çeyreğinde, 2mm enerji camı üretiminde kullanılmak üzere otomasyon sistemleri, tam otomatik baskı ön hazırlık tesisi, dijital baskı ekipmanları ve serigrafi baskı hat kurulumu tamamlanmıştır.</p>
	<p>Manisa OSB 2 arsası üzerinde inşaa edilecek üretim tesisine ilişkin planlama ve bağlantılar tamamlanmıştır. Söz konusu inşaat Aralık ayında başlayacaktır.</p>

3.4. Faaliyetler Hakkında Bilgi

3.4.1. Üretim Tesisi, Kapasite ve Ürünler

1. Kuyucak Tesisi (Merkez)

1995 yılında kurulan Kuyucak Tesisi'nde ağırlıklı ev ve ticari beyaz eşya grubu camları (ev tipi buzdolabı camları, fırın camları, dikey şişe soğutucu dolabı camları, market tipi soğutucu camları, dondurma dolabı camları) ile enerji camları işleme faaliyetleri gerçekleştirilmektedir. 30.09.2024 tarihi itibarıyla Kuyucak Tesisi bünyesinde 222 kişi mavi yaka ve 28 kişi beyaz yaka olmak üzere toplam 250 personel istihdam edilmekte olup kapasite raporuna göre yıllık işleme kapasitesi, 2.551.678 m²/yıl'dır. Kuyucak Tesisi, 17 bin m²'si kapalı olmak üzere toplam 21 bin m² alana kurulu olup yılın 12 ayı 2 vardiya olarak çalışmaktadır.



2. Nazilli OSB Tesisi (Elleçleme Merkezi ve Depo)

Nazilli OSB Mah., OSB 8. Cad., No: 11, Nazilli / Aydın adresinde yer alan ve Mayıs 2019 tarihinde işletmeye alınan Nazilli OSB Tesisi ağırlıklı depo ve elleçleme tesisi olarak kullanılmakta olup; ticari camlar ana ürün grubunda yer alan ürünler olan düzcam, buzlu cam, ayna, lamine ve kaplamalı cam ürünleri bakımından cam ticareti, dağıtım ve GES faaliyetleri gerçekleştirilmektedir. Şirket, Haziran 2023'te tamamladığı 1.071,50 kWp (1,1 MWp) çatı GES yatırımı ile karbon ayak izini azaltmakta ve Nazilli OSB Tesisi'nin enerji ihtiyacını karşılamaktadır.



Nazilli OSB Tesisi'nde 30.09.2024 itibarıyla 7 mavi yakalı ve 3 beyaz yakalı olmak üzere toplam 10 Çağdaş Cam personeli istihdam edilmektedir.

Şirket, kuruluşundan 2007 senesine kadar Şişecam yetkili satıcılığı sıfatı ile Türkiye'nin çeşitli bölgelerine Şişecam ürünlerinin dağıtıcılığını sağlamıştır. Şişecam'ın mimari camlar markası olan "Isıcam" yetkili üretici sıfatı ile ise mimari ısıcam üretimi yapmıştır.

Nazilli OSB Tesisi; tüm altyapı, ekip ve ekipmanları ile modern bir elleçleme merkezidir. Şirket, Şişecam'dan tedarik ettiği çeşitli ebat, kalınlık ve çeşitlerdeki (düz, buzlu, kaplamalı, lamine, ayna) 300'ün üzerinde farklı ürünü, sahip olduğu 2 adet jumbo tır ve 2 adet kamyon aracılığıyla bölgeye dağıtmaktadır. Bölgesel münhasırlık olmamakla birlikte nakliye maliyetleri sebebiyle bölgedeki perakende tedarikçilerin tamamına yakını Çağdaş Cam aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Nazilli OSB Tesisi'nde yıllık 37.000 ton ve üzeri cam satışı gerçekleştirilmektedir, kapasite oranı 80 ton/gün'dür. Mesafenin kısa olması durumunda tır ve kamyonlarla 2 kez teslimat yapılabilen ve 150 tona çıkabilmektedir. Ayrıca Çağdaş Cam "CIF Satış" olarak kapasiteye bağlı kalmaksızın Şişecam'ın depoları aracılığıyla doğrudan satış da yapabilmektedir.

Nazilli OSB'de Şirket'e ait olan 7 bin m² kapalı olmak üzere toplam 10 bin m² alanın yaklaşık 5 bin m²'si İlva Çağdaş Cam San. ve Tic. Ltd. Şti.'ye yıllık 123.930 € + KDV (Aylık: 10.329 €+KDV) karşılığında kiralanmıştır.

%49'u Çağdaş Cam ortaklığında 16 Şubat 2021 tarihinde indüksiyonlu fırın camı üretimi amacıyla İtalyan ortakla kurulan İlva Çağdaş Cam San. ve Tic. Ltd. Şti. hisseleri 30 Eylül 2023 tarihinde ilişkili taraf Sersan Endüstriyel Yönetim A.Ş.'ye satılmıştır. 7 Kasım 2023 tarihinde ilgili paylar Novatech Company Ltd. Şti.'ye devrolmuştur.

Haziran 2023'te üretime başlayan 1.071,50 kWp (1,1 MWp) çatı GES yatırımı Nazilli OSB Tesisi'nin tüm enerji ihtiyacı karşılanmaktadır. Şirket tarafından tüketilemeyen elektrik, kiracısı İlva Çağdaş Cam San. ve Tic. Ltd. Şti. ile bölge elektrik dağıtım şirketine satılmaktadır. Faaliyete geçtiği Haziran 2023 - Eylül 2024 dönemi içerisinde 2.117.577 kWh elektrik üretilmiş, bunun 66.921 kWh'si Şirket tarafından kullanılmış, 1.251.387 kWh'si İlva Çağdaş'a ve 799.269 kWh'si bölge elektrik dağıtım şirketine satılmıştır.

3. Manisa OSB Tesisi

Manisa OSB Tesisi, 2022 yılı Haziran ayından itibaren kademeli olarak faaliyete başlamış olup, 41 bin m² üzerine kurulu 36 bin m² kapalı alanda enerji camları imalatı gerçekleştirmektedir. Tesis, Kuyucak tesisinden farklı olarak; çiftcamlı-bifacial solar panellerinde kullanılan 2 mm kalınlıkta solar enerji camlarını da işleyebilecek yetkinlik ve hassasiyete sahiptir. 30.09.2024 tarihi itibarıyla Manisa OSB Tesisi bünyesinde 90 kişi mavi yaka ve 12 kişi beyaz yaka olmak üzere toplam 102 personel istihdam edilmektedir.



Manisa OSB Tesisi'nde yenilenebilir enerjinin temel ürün grupları arasında yer alan enerji camları işleme faaliyetleri gerçekleştirilmektedir. Otomasyon sistemlerinin hâkim olduğu Manisa OSB Tesisi; lazer işleme hatları, anti reflektif kaplama hatları, 60 m uzunluğu, 5.000.000 m² ve üzeri cam işleme kapasitesi ile Türkiye'nin en büyük temper fırınları arasında yer almaktadır. Bu hatlar ile Şirket, 3,2 mm güneş paneli camlarının yanı sıra, 2 mm gibi çok ince güneş paneli camlarını da işleyebilmektedir. Manisa OSB Tesisi, yılın 12 ayı 3 vardiya çalışmakta olup kapasite raporuna göre yıllık 5.127.447 m² temperli cam işleme yapılmaktadır.

Ek olarak Manisa OSB Tesisi çatısı için 2,6 MWp çatı GES sistemi kurulumu tamamlanmış olup 2024 yılı Ekim ayı itibarıyla elektrik üretimi başlamıştır.

4. Manisa OSB – 2 Arsası

Çağdaş Cam, 24.01.2022 tarihinde, Manisa OSB 6. kısımda kendisine tahsis edilen 30 bin m² araziyi satın almıştır. Bahsi geçen arazi üzerinde fabrika ve cam işleme tesisi kurulması

MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 147
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
V.No:29110110783 Tic.Sic.No:38844
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291-0110-7830-0005

planlanmakta olup, söz konusu yatırımın inşaat fazına ilişkin planlama ve bağlantılar tamamlanmıştır. İnşaat çalışmaları 2024 yılı Aralık itibarıyla başlayacaktır. Finansal tablolarda Maddi Duran Varlıklar altında sınıflanan arsanın 30.09.2024 itibarıyla defter değeri 334,8 milyon TL ve SPK tarafından yetkilendirilmiş kuruluş tarafından hazırlanan değerlendirme raporu ile tespit edilen rayiç değeri ise 465,0 milyon TL'dir. Bu varlığa ilişkin 30.09.2024 itibarıyla bilançoda yer alan borç tutarı ise 59,3 milyon TL'dir.

3.4.2. Cam İşleme Faaliyetleri

Şirket'in ana faaliyet konusu cam işlemedir. Cam işleme tesislerinde yapılan uygulamalar; kesim, rodajlama, delik delme, serigrafi baskı, bombe ve düz temperleme, ısı yalıtım camı, cam-materyal yapıştırma olarak sıralanabilir. Plaka boyutları değişmekle birlikte, en büyüğü 3.210 x 6.000 mm ölçülerindeki cam plakalar işlenmektedir.

Cam üretim sürecinde **kesim**, cam levhaların istenilen ölçülere göre kesilmesini içermektedir. Hassas CNC kesim makineleri, cam levhaları doğru ölçülerde kesmektedir. Bu işlem, ticari soğutucu dolap camları, buzdolabı raf camları ve diğer cam ürünlerinin üretiminde kullanılmaktadır. CNC kesim, yüksek hassasiyet ve düzgün kenarlar sağlamakta, böylece ürün hem ölçüsel açıdan hem de estetik açıdan uygun olmaktadır.

Rodaj işleminde CNC makinalarda rodaj ölçüsüyle kesilen camların teknik çizimlerde belirtilen nominal ölçüye getirilmesi sağlanmaktadır. Bu işlem esnasında kesim işleminde oluşan camdaki mikro çatlak ve keskin kenarlar temizlenerek camın kenarları pürüzsüz hale getirilmektedir. Çift kenarlı rodajlama makinasında rodaj işlemi, cam levhaların kenarlarının özel diskler aracılığıyla yuvarlatılması işlemidir. Bu işlem, camın keskin kenarlarını temizlemekte, mikro çatlakları gidermekte ve kenarları pürüzsüz hale getirmektedir. Çift kenar rodajlama makinası, bu işlemi hassas bir şekilde gerçekleştirerek cam ürünlerin güvenliğini ve estetik görünümünü artırmaktadır. Rodaj işlemi, cam levhaların işlenmiş ve kullanıma hazır hale gelmesini sağlamaktadır.

CNC delik delme işlemi, cam levhalardaki özel deliklerin hassas ve otomatik bir şekilde delinmesini sağlayan bir prosestir. Bu işlem, cam levhalardaki deliklerin çapına, mesafesi ve konumlarına uygun olarak programlanmış CNC makineleri tarafından gerçekleştirilir. Delikler, cam ürünlerin farklı materyaller ile birleştirilmesinde kullanılmak üzere özel taleplere uygun olarak delinmektedir. CNC delik delme işlemi, cam ürünlerin fonksiyonelliğini artırmakta ve özelleştirilmiş tasarımların hayata geçirilmesini sağlamaktadır. Bu teknik, yüksek hassasiyet ve güvenilirlikle cam ürünlerin delinmesini sağlamaktadır.

CNC su jeti kesim, yüksek basınçlı suyun özel nozullardan püskürtülerek, cam yüzeyinde hassas ve detaylı kesimler yapılmasını sağlayan bir tekniktir. Bu yöntem, camın yanı sıra birçok farklı malzemeyi de kesme yeteneğine sahiptir. CNC su jeti kesim işlemi, cam levhalar üzerinde karmaşık desenler, delikler veya özel şekiller oluşturmak için kullanılmaktadır. Su jeti kesimi, camın kırılmadan ve deformasyona uğramadan kesilmesini sağlamaktadır.

Serigrafi baskı işlemi, cam yüzeylere tasarlanmış desenlerin uygulanması için kullanılan bir işlemdir. Bu teknikte, özel bir şablona sahip bir çerçeve (serigrafi kalıbı) hazırlanmaktadır. Bu şablon, camın belirli bölgelerini kapatarak, boya malzemesinin sadece belirli alanlara geçmesine izin vermektedir. Bir baskı bıçağı kullanılarak, boya malzemesi cam yüzeyine

uygulanmaktadır ve istenilen görsel cam üzerinde çıkarılmaktadır. Ticari soğutucu camları, buzdolabı raf camları ve enerji camlarına baskı işlemi uygulanmaktadır.

Temperleme işlemi, cam endüstrisinde yaygın olarak kullanılan sıcak işlem sürecini ifade etmektedir. Bu işlem, camın yüksek sıcaklıklarda ısıtılması ve ardından hızla soğutulması yoluyla gerçekleşmektedir. Cam, genellikle 650-700 °C seviyelerine kadar ısıtılmaktadır. Daha sonra, cam hızla soğutulmakta ve burada gerilim oluşması sağlanmaktadır. Bu gerilim, camın dayanıklılığını artırmaktadır. Temperleme işlemi, camın fiziksel ve termal dayanıklılığını artırırken, aynı zamanda kırıldığında daha küçük, daha güvenli parçalara ayrılmasını sağlamaktadır. Bu özellikler düz temper camı, güvenlik ve dayanıklılık gerektiren birçok uygulamada tercih edilen bir seçenek haline getirmektedir. Ticari soğutucu camları, buzdolabı raf camları ve enerji camlarına temperleme işlemi uygulanmaktadır.

Bombe temper, cam üretiminde yaygın olarak kullanılan bir sıcak işlem sürecini ifade etmektedir. Bu özel işlem, camın yüksek sıcaklıklarda yumuşatılmasını ve ardından belirli bir şekle sahip rulolara yerleştirilmesini içermektedir. Cam, genellikle 650-700 °C sıcaklıklara kadar ısıtılarak yumuşatılmaktadır. Ardından, yumuşatılmış cam özel rulolara yerleştirilmektedir, bu rulolar camın istenen şekli almasını sağlamaktadır. Cam, şekillendirildikten sonra kontrollü bir şekilde soğutularak bombe temper formunu almaktadır. Bombe temper camlar, ticari soğutucu tasarımda ve özel cam ürünlerinde estetik bir görünüm sunmak için tercih edilmektedir. Bu işlem, camın belirli bir şekli almasını sağlamaktadır.

3.4.3. Ürün Grupları

1. Ev ve Ticari Beyaz Eşya Grubu Camlar

Şirket'in Kuyucak Tesisi bünyesinde işlenen ev ve ticari beyaz eşya grubu camlar, temel olarak soğutucu camları olarak adlandırılan ticari soğutucu camlar ve beyaz eşya camlarından oluşan ana ürün grubudur. Buzdolabı raf camları ve ticari soğutucu camların işleme faaliyetlerinde hammadde olarak düzcamlar ve kaplamalı camlar kullanılmaktadır.

1.1. Ticari Soğutucu Camlar

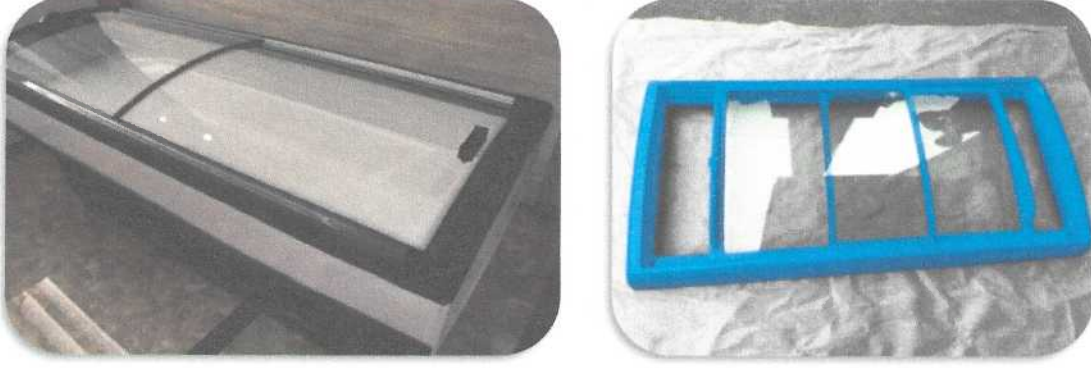
Ev ve ticari beyaz eşya grubu camlar arasında yer alan ticari soğutucu camlar; (i) yatay ticari soğutucu camlar (tekcamlar) ve (ii) dikey ticari soğutucu camlar (ısıcam) olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

Yatay ticari soğutucu camların(tekcamlar) işleme süreçlerine ilişkin aşamalar aşağıdaki şemada yer almaktadır:



Yatay ticari soğutucu camlar, gıda endüstrisinde yaygın olarak kullanılan büyük soğutma ekipmanlarıdır. Dondurma dolaplarında sıklıkla kullanılır. Bu cihazlar, içerideki ürünleri sergilemek ve korumak için cam panellerle donatılmıştır. Cam ürünler, müşterilere ürünleri görme imkânı sunmakta, enerji tasarrufu sağlamakta ve iç mekânı aydınlatmaktadır. Bu şekilde, yatay ticari soğutucu camlar; ürün sergileme, koruma ve görsellik açısından tercih edilmektedir.

Şirket tarafından işlenen yatay ticari soğutucu camlara ilişkin görsellere aşağıda yer verilmektedir:

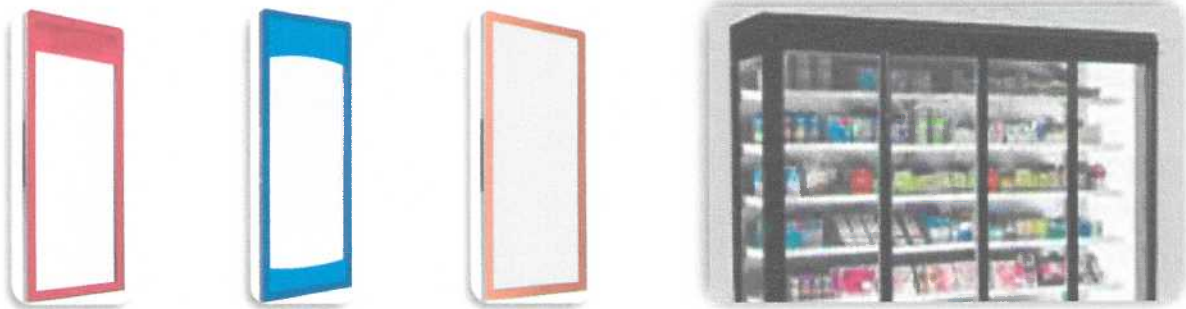


Dikey ticari soğutucu camların(ısıcam, çiftcam) işleme süreçlerine ilişkin aşamalara ise aşağıdaki şemada yer verilmektedir:



Dikey ticari soğutucu camlar, genellikle süpermarketler, mağazalar ve gıda endüstrisindeki büyük depolama alanlarında kullanılan yüksek kapasiteli soğutma cihazlarıdır. Dikey içecek ürünleri dolaplarında sıklıkla kullanılır. Bu cihazlar, genellikle içinde bir dizi raf bulundurmaktadır ve geniş ürün yelpazesini sergilemek ve muhafaza etmek amacıyla tasarlanmaktadır. Bu soğutucuların tasarımında cam üniteler, içerideki ürünlerin görsel olarak sergilenmesini sağlamaktadır. Genellikle çift camlı olarak üretilen bu üniteler, enerji tasarrufu sağlamak ve iç sıcaklık ile dış ortam arasındaki geçişi minimize etmek için özel olarak tasarlanmaktadır. Bu camlar ayrıca temperlenmiş veya özel bir işleminden geçirilmiş olabilmekte, bu da dayanıklılığı artırmakta ve güvenlik sağlamaktadır. Ayrıca, dikey ticari soğutucu camların çoğunluğu nem kontrolü gibi teknolojilere sahip olmaları sebebiyle ürünlerin daha uzun süre taze kalmasını sağlamaktadır. Dikey ticari soğutucu camlar, ticari soğutucuların içeriğini göstermek ve korumak amacıyla kullanılmaktadır.

Şirket tarafından işlenen dikey ticari soğutucu camlarının görsellerine aşağıda yer verilmektedir:



Dikey ticari soğutucu camların birleştirilmesi esnasında kullanılan 5 (beş) ana hammadde bulunmaktadır. Bunlar cam, poliüretan, nem alıcı, alüminyum ısıcam çitası ve butildir.

Temperleme sonrasındaki çift cam birleştirme prosesindeki aşamalar aşağıda sıralanmaktadır:

- Alüminyum çitalarının cama uygun ebatlarda kesilip içerisine nem alıcı doldurulması,
- Hazırlanan alüminyum çerçevenin parçalarının butil esaslı malzeme ile kaplanması,
- Temperlenen tek camların eşli olarak çita ile birleşmesi,
- Preslenen camların poliüretan malzeme ile kaplanması,
- Sevkiyat.

1.2. Beyaz Eşya Camları

Şirket'in Kuyucak Tesisi'nde işleme faaliyetleri gerçekleştirilen beyaz eşya camları temel olarak buzdolabı raf camlarından oluşmaktadır. Beyaz eşya camları; beyaz eşya sektöründe, elektronik sektöründe TV ekranları, bilgisayar monitörleri ve cep telefonları gibi elektronik cihazların yapımında, otomotiv sektöründe otomobil iç mekanlarında ve gösterge panellerinde, inşaat sektöründe mutfak ve banyo mobilyaları gibi ev içi uygulamalarda ve endüstri sektöründe bazı endüstriyel ekipmanlarda kullanılmaktadır.

Beyaz eşya camları (tekcam): buzdolabı ve fırın işleme süreçlerine ilişkin aşamalar aşağıdaki şemada yer almaktadır:



Buzdolabı raf camları, iç mekân düzenini optimize etmek için kullanılan şeffaf cam panellerdir. Bu camlar, dayanıklı temperlenmiş camdan üretilir ve buzdolaplarının içindeki rafları oluşturur. Kullanıcılar, içerideki ürünleri rahatça görebilir ve düzenli bir şekilde yerleştirebilir. Ayrıca, özel işlemlerle çizilmelere ve lekelerle karşı dayanıklılıkları artırılır. Bu cam paneller, buzdolabının iç mekanını estetikle birleştirir, ürünlerin sergilenmesini kolaylaştırır. Bu sayede, kullanıcılar yiyecekleri ve içecekleri daha düzenli bir şekilde saklayabilir ve buzdolabını daha etkili bir şekilde kullanabilirler.

Şirket tarafından işlenen buzdolabı raf camları görsellerine aşağıda yer verilmektedir:



2. Enerji Camları

Şirket'in Kuyucak Tesisi'nde ve Manisa OSB Tesisi'nde enerji camları işleme faaliyetleri gerçekleştirilmektedir. Enerji camları kendi içerisinde; (i) PV modül camları (PV panel camları), (ii) termal ısıtıcı camları (termal kollektör camlar) ve (iii) sera camları olmak üzere 3 (üç) gruba ayrılmaktadır.

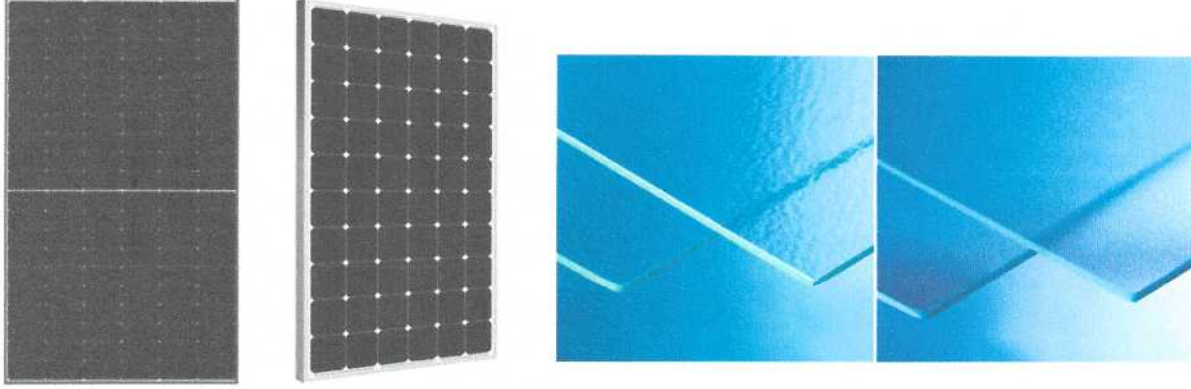
Enerji camlarının işleme süreçlerine ilişkin aşamalar aşağıdaki şemada yer almaktadır:



Enerji camları üretiminde kum, soda ve kireç bazlı, düşük demirli, %91,3 üzerinde geçirgenlik oranına sahip hammadde kullanılmaktadır.

Şirket, enerji camları bakımından hammadde tedarikinin tamamını Şişecam'dan sağlamaktadır.

2.1. PV Modül Camları (PV Panel Camları, Solar Enerji Camları)



Şirket bünyesinde üretilen PV modül camları; yenilenebilir enerji sektöründe, güneş enerjisinden elektrik üretme amacıyla kullanılmaktadır. Enerji geçirgenliği daha yüksek olan bu camlar, yurtiçi ve yurtdışı güneş enerjisi paneli üreten şirketlere satılmaktadır.

PV panellerde kullanılan özel camlar, güneş enerjisi sistemlerinin performansı ve dayanıklılığı için kritik bir rol oynamaktadır. Cam yüzeyindeki yansımaların azaltılması, güneş ışığının doğrudan hücrelere ulaşmasını optimize ederek, enerji dönüşüm verimliliği artırmaktadır. Şirket tarafından uygulanan AR kaplama teknolojisi, cam yüzeyine uygulanan nano ölçekli bir kaplama ile yansımaları minimize etmektedir. Bu özel kaplama, güneş panelinin daha fazla ışığı emmesini ve daha fazla enerji üretmesini sağlamaktadır. Ayrıca, uygulanan temperleme işlemi ile camın dayanıklılığını artırmakta ve çevresel etmenlere karşı koruma sağlamaktadır. Bu şekilde, güneş enerjisi sistemlerinden maksimum verim elde edilmektedir, uzun vadeli dayanıklılık ve güvenilirlik avantajları sağlamaktadır.

2.2. Termal Isıtıcı Camları (Termal Kollektör Camlar)



İklimlendirme işleminin yapılmasında ve sıcak su elde edilmesi uygulamalarında güneş enerjisi kollektörleri kullanılmaktadır. Bu kollektörlerin ön yüzeyinde yüksek geçirgenlik değerine sahip enerji camları bulunmaktadır.

2.3. Sera Camları



Sera camları seralarda kullanılan, bitki yetiştirme ortamlarının optimize edilmiş performansını sağlamak için tasarlanmış özel cam ürünleridir. Bu camlar, yüksek kaliteli desenli camdan üretilir ve özel kaplamalarla donatılır. Örneğin, cam yüzeyine uygulanan nanoteknoloji tabanlı kaplamalar, güneş ışığını belirli dalga boylarında optimize eder, böylece bitkilerin fotosentez verimliliğini artırır. Bu cam paneller, bitkilerin ihtiyaç duyduğu doğal ışığı en üst düzeye çıkarırken aşırı sıcaklık değişimlerini kontrol etmektedir. Bu sayede, sera içindeki mikro iklim koşulları hassas bir şekilde yönetilebilmektedir. Özellikle özel bitki yetiştirme uygulamalarında, ışık spektrumunu ayarlayabilme yetenekleri sayesinde bitki büyümesini optimize etmektedir. Ayrıca, uzun ömürlü ve dayanıklı yapılarıyla, sera tesislerinin uzun vadeli performansını ve enerji verimliliğini artırmakta; sel yağmur gibi olumsuz hava koşullarında sera içindeki ortamı koruyabilmektedir.

Seralarda kullanılan bu özel camlar, modern tarımın ve bitki yetiştiriciliğinin karmaşık ihtiyaçlarına uygun çözümler sunmaktadır. Bu cam paneller, enerji tasarrufu, ürün kalitesi ve verimliliği optimize ederek sürdürülebilir tarım uygulamalarının temelini oluşturmaktadır.

3. Ticari Mal Satışları (Cam Ticareti)

Şirket'in ticari camlar ürün grubunda yer alan düzcam, ayna, lamine ve kaplamalı cam ürünlerine ilişkin cam ticareti ve dağıtım faaliyetleri, Şirket bünyesinde Nazilli OSB Tesisi'nde sürdürülmektedir.

Cam ticareti ve dağıtım, çeşitli cam ürünlerinin üretiminden son kullanıcılara kadar olan süreci kapsamaktadır. Bu süreç, çeşitli cam ürünlerinin üretimi, satışı, dağıtım ve pazarlamasını içermektedir. Cam ürünleri, inşaat sektöründen otomotiv sektörüne, ev eşyalarından sanatsal uygulamalara kadar geniş bir kullanım alanına sahiptir. Şirket bünyesinde ticareti ve dağıtım yapılan ticari camların büyük bir çoğunluğu inşaat sektöründe faaliyet gösteren firmalara, bir kısmı ise dekorasyon amaçlı ev eşyası olarak gerçekleştirilmektedir.

Camların ticareti ve dağıtım genellikle toptancılar, perakendeciler ve diğer araçlar aracılığıyla gerçekleştirilmektedir.

3.5. Finansal Tablolar

3.5.1. Bilanço

Aşağıda yer alan bilanço ile önceki dönemlere ait karşılaştırmalı tüm tutarlar, TMS 29 uyarınca Türk Lirasının genel satın alma gücünde meydana gelen değişimlere göre düzeltilmiş ve nihayetinde Türk Lirasının 30 Eylül 2024 tarihindeki satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir.

VARLIKLAR – Milyon TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Dönen Varlıklar	583,3	919,5	884,2	846,7
Nakit ve Nakit Benzerleri	237,1	212,7	29,6	82,7
Finansal Yatırımlar	1,5	6,7	221,9	58,9
Ticari Alacaklar	207,4	436,6	384,8	378,7
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	16,7	25,0	0,0	0,0
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	190,8	411,7	384,8	378,7
Diğer Alacaklar	11,2	9,7	4,7	6,2
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	10,2	9,2	4,6	6,1
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	1,0	0,5	0,1	0,1
Stoklar	97,0	198,8	204,6	286,6
Peşin Ödenmiş Giderler	15,7	41,0	6,6	21,3
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	13,4	14,0	32,0	12,2
Duran Varlıklar	644,1	1.113,1	2.293,1	2.447,2
Finansal Yatırımlar (İştirakler)	12,2	12,2	0,0	0,0
Diğer Alacaklar	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	0,0	0,0	0,0	0,0
Kullanım Hakkı Varlıkları	21,2	22,1	9,0	40,6
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	18,3	17,9	80,6	81,8
Maddi Duran Varlıklar	566,6	994,7	2.149,7	2.244,9
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	22,3	31,1	46,7	62,1
Peşin Ödenmiş Giderler	1,5	31,4	3,8	13,7
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1,8	3,7	3,4	4,1
TOPLAM VARLIKLAR	1.227,5	2.032,6	3.177,3	3.293,8

KAYNAKLAR- Milyon TL	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Kısa Vadeli Yükümlülükler	313,8	580,4	486,4	431,3
Kısa Vadeli Borçlanmalar	4,1	9,7	115,7	42,2
İlişkili Olmayan Taraflardan KV Borçlanmalar	4,1	9,7	115,7	42,2
<i>Banka Kredileri</i>	0,0	6,7	112,2	41,3
<i>Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	2,7	0,2	0,0	0,0
<i>Diğer Kısa Vadeli Borçlanmalar</i>	1,4	2,8	3,4	0,9
Uzun Vadeli Borçlanmaların KV Kısımları	101,2	79,8	58,2	58,4
İlişkili Olmayan Taraflardan KV Borçlanmalar	100,9	79,3	57,6	53,9
<i>Banka Kredileri</i>	100,9	79,3	57,6	53,9
İlişkili Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar	0,3	0,4	0,6	4,6
<i>Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	0,3	0,4	0,6	4,6
Ticari Borçlar	71,4	124,8	152,5	212,1
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	0,0	1,4		

<i>İlişkili Taraflara Olmayan Ticari Borçlar</i>	71,4	123,4	152,5	212,1
Çalışanlara Sağlan. Fayda. Kapsam. Borçlar	4,3	6,5	11,4	10,6
Diğer Borçlar	43,2	108,9	42,0	39,3
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	29,9	58,1	12,5	8,7
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	13,4	50,9	29,5	30,6
Ertelenmiş Gelirler	59,5	199,6	53,5	45,7
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	29,0	50,3	52,8	22,6
Kısa Vadeli Karşılıklar	1,2	0,7	0,4	0,3
Uzun Vadeli Yükümlülükler	351,1	327,6	428,8	418,8
Uzun Vadeli Borçlanmalar	290,2	136,6	62,1	53,9
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan UV Borçlanmalar</i>	286,5	132,0	56,4	24,2
<i>Banka Kredileri</i>	286,3	132,0	56,4	24,2
<i>Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	0,2	0,0	0,0	0,0
<i>İlişkili Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar</i>	3,6	4,7	5,7	29,6
<i>Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	3,6	4,7	5,7	29,6
Diğer Borçlar	0,0	173,4	71,6	37,2
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	0,0	28,6	8,8	0,0
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	0,0	144,8	62,8	37,2
Uzun Vadeli Karşılıklar	4,0	5,0	6,4	10,6
<i>Çalışanlara Sağlan. Faydalara İlişkin UV Karşı.</i>	4,0	5,0	6,4	10,6
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	57,0	12,6	288,7	317,2
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	562,5	1.124,6	2.262,2	2.443,8
Ödenmiş Sermaye	4,5	4,5	137,0	137,0
Sermaye Düzeltme Farkları	71,1	71,1	186,2	186,2
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-1,1	-1,0	812,2	839,7
<i>Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları</i>	0,0	0,0	813,1	840,8
<i>Emeklilik Planlarından Aktüeryal Kazanç/Kayıplar</i>	-1,1	-1,0	-0,9	-1,1
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	20,0	20,0	20,0	20,0
<i>Yasal Yedekler</i>	20,0	20,0	20,0	20,0
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs Birleşmelerin Etkisi	81,5	81,5	0,0	0,0
<i>Paylara İlişkin Primler</i>	81,5	81,5	0,0	0,0
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	135,7	386,5	782,4	1.106,7
Net Dönem Karı/Zararı	250,8	562,0	324,3	154,1
TOPLAM KAYNAKLAR	1.227,5	2.032,6	3.177,3	3.293,8

3.5.2. Gelir Tablosu

Aşağıda yer alan gelir tablosu ile önceki dönemlere ait karşılaştırmalı tüm tutarlar, TMS 29 uyarınca Türk Lirasının genel satın alma gücünde meydana gelen değişimlere göre düzeltilmiş ve nihayetinde Türk Lirasının 30 Eylül 2024 tarihindeki satın alma gücü cinsinden ifade edilmiştir.

Kâr Ve Zarar Tablosu -Milyon TL	01.01.2021	01.01.2022	01.01.2023	01.01.2023	01.01.2024
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Hâsılat	1.159,6	2.326,2	2.180,4	1.821,4	1.534,9
Satışların maliyeti (-)	-865,0	-1.695,8	-1.674,5	-1.454,2	-1.112,4
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kâr	294,6	630,4	506,0	367,2	422,5
Genel Yönetim Giderleri (-)	-45,4	-41,0	-66,4	-53,5	-92,9
Pazarlama Giderleri (-)	-39,0	-71,8	-76,7	-70,2	-91,6
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	105,2	58,7	96,9	76,5	49,1
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-28,3	-35,3	-25,3	-46,4	-12,0
Esas Faaliyet Karı	287,2	541,0	434,4	273,6	275,0
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	17,6	23,9	120,0	57,6	45,9
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-0,6	-0,2	-9,2	-8,1	-2,4
Finansman Giderleri Öncesi Faaliyet Karı	304,2	564,7	545,3	323,1	318,5
Finansman Giderleri (-)	-7,7	-70,5	-50,2	-35,7	-56,3
Parasal kazanç / (kayıp)	13,0	72,0	-112,7	5,1	-66,9
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	309,5	566,1	382,4	292,5	195,2
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-58,7	-4,1	-58,1	-14,7	-41,1
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-29,0	-50,3	-52,8	-6,0	-22,6
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	-29,7	46,2	-5,3	-8,7	-18,6
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Kârı / Zararı	250,8	562,0	324,3	277,8	154,1
Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç (Zarar)	55,74	124,90	2,37	2,03	1,12

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

4. Sektörel Bilgiler

Şirket cam sektöründe faaliyet göstermektedir. Cam sektörünün yerel ve küresel düzeyde detaylarına ilişkin bilgiler aşağıda almaktadır:

Dünya'da Cam Sektörü¹

Camcılık sektöründe dünya liderleri arasında Çin, Avrupa Birliği ve ABD bulunmaktadır. Cam sektörü son yıllarda inşaat ve otomotiv sektörlerindeki büyümeye paralel olarak gelişmeye devam etmektedir. Ancak enerji maliyetlerindeki artış, hammadde fiyatlarındaki dalgalanmalar ve küresel rekabet sektörün karşılaştığı en büyük zorluklar olarak öne çıkmaktadır. Sektörün geleceği, yapı malzemeleri ve otomotiv sektörlerindeki gelişmelere bağlı olarak şekillenecektir. Enerji verimliliği yüksek ve çevre dostu ürünlere yönelik artan talebin, sektörün büyümesini destekleyeceği öngörülmekte olup enerji verimliliği, inovasyon ve geri dönüşüm gibi konular önem kazanacaktır. Akıllı camlar, fotovoltaiik camlar ve cam fiber gibi yeni cam teknolojilerinin geliştirilmesi ve yaygınlaşması beklenmektedir. Cam atıklarının geri dönüşümü ve yeniden kullanımı, çevre koruma ve sürdürülebilirlik açısından önemli olacaktır.

Dünya' da ABD cam pazarı büyüklüğü olarak Çin'in ardından ikinci sırada yer almaktadır. Cam pazarının büyüklüğü 2021 yılında 32,2 milyar dolar, 2022 yılında ise 34,0 milyar dolara yükselmiştir.

¹ Ekonomi ve Strateji Danışmanlık Hizmetleri (Economy And Strategy Consultancy Services), Cam Sektörü Hedef Pazarlar Raporu, 2022, Gelişmeler ve Beklentiler, Haziran 2023

Kaynak: US National Glass Association with GANA, Çalışma Ekibi

Türkiye’de Cam Sektörü

Türkiye, Avrupa'nın en büyük cam üreticilerinden biri olarak yıllık 4 milyon tona yakın cam üretimiyle dünyada ilk 5 cam üreticisi arasındadır. Türkiye cam sektörü, yaklaşık 2,3 milyar ABD doları üretim değeri ve yaklaşık 20 bin çalışanıyla son 10 yılda 10 milyar doların üzerinde ihracat yapmıştır. İhracatın büyük bir kısmı Avrupa ülkelerine yapılmaktadır. Türkiye'deki cam sektörü, inşaat, otomotiv, beyaz eşya ve ambalaj endüstrilerinin taleplerini karşılamak amacıyla sürekli gelişmektedir ve üretilen camın %60'ı bina ve inşaat, %25'i otomotiv, %15'i diğer sektörler için kullanılmaktadır. Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) verilerine göre, Türkiye'nin cam üretimi 2022 yılında %4,5 artarak 5,1 milyon ton olarak gerçekleşmiştir.

Türk cam sanayiisi, Avrupa'nın en önemli cam üretim ve işleme merkezleri arasındadır. Cam sanayiisi, mimariden beyaz eşyaya mobilyadan otomotive birçok önemli sektöre girdi sağlamaktadır. Özellikle Avrupa'da gerek cam üreticilerinin gerekse de cam işleme fabrikaların teker teker kapanmasının ardından Çin, Hindistan ve Türkiye önemli cam işlemecisi ve ihracatçısı ülkeler arasındadır.

Türkiye’de cam sanayi sektörü, 1935 yılında Paşabahçe fabrikasının kurulması ile başlamıştır. Cam sanayi birçok sektöre girdi veren temel sanayi alanlarından biridir. Cam üretimi modern teknoloji, enerji yoğun, büyük ölçekli yatırım ve dolayısıyla önemli ölçüde (sermaye yoğun) finans kaynağı gerektiren bir sektördür. Bununla birlikte, fırınların kesintisiz çalışmak zorunda olması, yenileme, bakım, modernizasyon ve yeni kapasite yatırımlarının yüksek sermaye ihtiyacı gerektirmesi sektöre girişleri zorlaştırıcı unsurlardır.²

Cam sanayi üretiminde kullanılan hammadde soda külünün ülkemizde bol miktarda bulunması ve üretimin yerli olması sektörün ülkede ve küresel düzeyde başarısını olumlu yönde etkilemiştir. Türkiye’nin ihracatında önemli bir yere sahip olan ve ihraç pazarları sürekli gelişen cam endüstrisinde, yurtiçi talep hemen hemen tümüyle karşılanabilen bir düzeye sahiptir.³

Küresel üretimde Türkiye, düzcamda Avrupa’da 1’inci, Dünya’da 5’inci sırada, cam ev eşyasında Avrupa’da 2’nci, Dünya’da 3’üncü sırada, cam ambalajda Avrupa’da ve Dünya’da 5’inci sırada, soda külünde Avrupa’da 4’üncü, Dünya’da ise 8’inci sıradadır.⁴

Türkiye’nin 2022 yılı toplam cam ve cam ürünleri ihracatı 1.626.212 milyon ABD Doları, ithalatı ise 1.395.924 milyon ABD Doları olarak gerçekleşmiştir.

2019 – 2022 yılları arasında Türkiye’nin cam ithalatı ve ihracatı yaptığı en büyük ülkeler ile ithalat ve ihracat tutarları ise aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

İTHALAT (1.000 \$)					İHRACAT (1.000 \$)				
Ülke	2019	2020	2021	2022	Ülke	2019	2020	2021	2022
Dünya	772.592	842.818	1.133.797	1.395.924	Dünya	1.097.565	1.052.364	1.357.757	1.626.212

² T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı - Cam Sektörü Raporu (2021), <https://www.sanayi.gov.tr/plan-program-raporlar-ve-yayinlar/sector-raporlari/mu2812011402>

³ <https://biruni.tuik.gov.tr/medas/>

⁴ T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı – Cam Sektörü Raporu (2021) <https://www.sanayi.gov.tr/plan-program-raporlar-ve-yayinlar/sector-raporlari/mu2812011402>

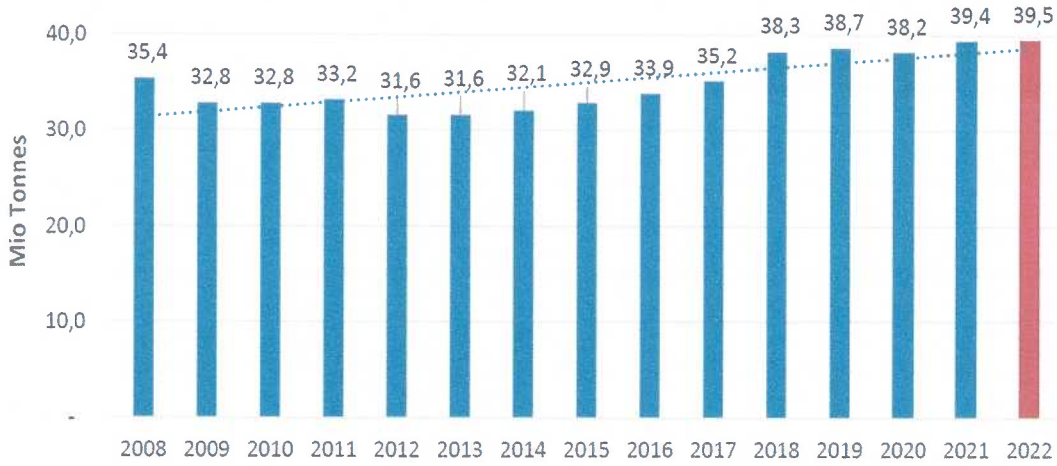
İTHALAT (1.000 \$)					İHRACAT (1.000 \$)				
Çin	161.284	196.534	265.780	347.414	İtalya	93.443	107.521	129.391	147.521
Almanya	91.209	96.504	108.566	110.686	İsrail	58.077	72.001	112.911	138.501
Mısır	42.883	44.728	71.252	85.296	ABD	64.646	62.177	108.710	137.586

Kaynak: ITC Ticaret İstatistikleri (<https://www.trademap.org/>)

Sektörde yüksek enerji tüketimine karşın cam sanayi bir taraftan da geliştirdiği katma değeri yüksek ürünler ile çevre korumaya ve enerji tasarrufuna önemli katkılar sağlamaktadır. Cam sanayinin ağırlıklı faaliyet alanını oluşturan düzcam sektörü özelinde; kaplamalı camlar ve çift camlar, artık düzcamın yerini almaktadır. Dünyada özellikle gelişmiş ülkelerdeki bu yaygın eğilimin halen gerisinde bulunulmakla birlikte, Türkiye’de düzcam sektöründeki gelişmeler hızla ilerlemektedir.⁵

Cam pazarının bölgesel büyüme beklentileri değerlendirildiğinde; gelişmişlikle doğru orantı beklenmektedir. Günümüz dünyasının en önemli ve ortak konularından biri iklim değişiklikleri ile mücadeledir. Bu kapsamda ambalaj kullanımında %100 geri dönüşümle cam ambalajın, konutlarda ve ticari binalarda enerji verimliliği ile düzcam ürünlerinin sağladığı dayanım ve hafiflikle gelişen teknolojilerin ihtiyaçlarını karşılayabilen cam elyaf ürünlerinin tüketiminin artacağı beklentisi büyüme rakamlarını desteklemektedir. Küresel cam sektöründe yüksek Ar-Ge ve tasarım harcamaları katma değerli ürünlere yönelik yatırımlar olarak ön plana çıkmaktadır. Cam sektöründe katma değerli ürünlere yönelimin artış beklentisi ile tutar bazında büyümenin daha fazla olacağı öngörülmektedir.⁶

Grafik: Cam Üretiminin Yıllara Göre Gelişimi



Kaynak: Glass Alliance Members, Glass Alliance Europe, Statistical Report, 2022-2023

Beyaz Eşya Camı

Beyaz eşya camı üretiminde düz camdan farklı olarak ısıya dayanıklı, çizilmeye dirençli, düşük emisyonlu özel camlar kullanılmaktadır. Bu camların üretimi özel teknoloji ve AR-GE yatırımı gerektirmektedir. Sektörün gelişmesiyle birlikte beyaz eşya camında da nitelikli ürünlerin payı artmıştır.

⁵ Türkiye Cam Sektör Raporu, 2020, Nazilli Ticaret Odası

⁶ T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı – Cam Sektörü Raporu (2021) <https://www.sanayi.gov.tr/dan-ve-ge-yayinlar/raporlar-ve-yayinlar/sector-raporlari/mu2812011402>

TÜRKBESD verilerine göre cam kullanılan beyaz eşya üretimleri 2018, 2019, 2020, 2021 ve 2022 yılları için aşağıdaki şekildedir:

Tablo: Türkiye Cam Kullanılan Beyaz Eşya Üretimi

Ürün Grubu, Adet	2018	2019	2020	2021	2022
Buzdolabı	7.213.153	6.446.600	6.313.091	7.922.395	8.283.338
Çamaşır Makinesi	8.030.335	7.495.900	7.062.068	7.667.387	7.660.674
Fırın	5.171.564	5.275.521	5.347.048	6.588.204	5.912.139

Teknolojik gelişmeler ve Ar-Ge çalışmaları ile birlikte artan sektörel rekabet, camın da kullanıldığı, yenilikçi, çok fonksiyonlu, kişiselleştirilmiş ürünlere olan talebi de hızla arttırmaktadır.

Beyaz eşya sektöründe düzcamin girdi sağladığı ana müşterileri, sektörde fırın, buzdolabı ve endüstriyel soğutma dolapları üreten yurtiçi ve yurtdışındaki ana sanayi (orijinal ürün üreticisi (*original equipment manufacturer – OEM*) firmalara cam tedarik eden, sanayici cam işleme firmalarıdır. Bu firmalar muhtelif kalınlık, renk ve kaplama özelliklerine sahip düzcami girdi olarak alarak, müşteri spektlerine uygun işleyip ve nihai adımda temper prosesinden geçirip, fırın camı, buzdolabı camı ve endüstriyel soğutma dolabı camları haline getirmektedir. Fırınlarda iç ve orta kapı camlarında, enerji verimliliği ve regülasyonlara bağlı olarak pirolitik low-e kaplamalı cam (ısı kontrolü ve enerji tasarrufu sağlamak için kullanılan özel kaplamalı cam) kullanımı önemli bir paya sahiptir.

Türkiye’de beyaz eşya camı üretimi yapan Schott Orim, Yorim Cam-Cam Merkezi, Hatipoğlu Cam, Özvardar Cam ve Çağdaş Cam gibi işlemeci firmaların yanı sıra daha küçük ölçekli firmalar da bulunmaktadır.⁷

Şişecam, Cam Sektörü Dünya & Türkiye (2020) Raporu’na göre, Türkiye, Avrupa’nın en büyük beyaz eşya üreticisiyken, dünya üretiminin yarısına sahip olan Çin’den sonra dünyanın ikinci büyük beyaz eşya üreticisidir.

Türkiye’nin beyaz eşya üretimi 2021 yılında yıllık bazda yaklaşık 34 milyon adet seviyesindedir.⁸

Üretimin %75’i 150’den fazla ülkeye ihraç edilmektedir. Sektörün en önemli ihraç pazarı AB ülkeleridir. Uluslararası marka bilinirliği yüksek üreticilere sahip olan Türkiye’de, beyaz eşya sektörü aynı zamanda yüksek katma değere sahiptir. Ar-Ge alanında yapılan önemli yatırımlar, beyaz eşya firmalarının, dünya çapında rekabet gücünü arttırmaktadır.

Türkiye pazarı ihracata yönelik üretim yapan otomotiv ve beyaz eşya sektörlerinin cam ihtiyacı %90 oranında Türkiye cam üretimi ile karşılanmaktadır.⁹

Çağdaş Cam’ın Stratejisi

- Şirket, cam üretim ve ticaret sektöründeki rekabetçi dinamikleri dikkate alarak, sadece standart ürünlerin ötesine geçme ihtiyacını fark etmiş olup katma değerli ürünlerin, bir

⁷ Şişecam, Cam Sektörü Raporu “Dünya & Türkiye” (2020), <https://www.sisecam.com.tr/tr/surdurulebilirlik/raporlama/cam-sektor-raporu>, TÜRKBESD verileri

⁸ TÜRKBESD www.turkbese.org/bilgiler.php?P=23).

⁹ T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı – Cam Sektörü Raporu (2021) <https://www.sanayi.gov.tr/plan-program-raporlar-ve-yayinlar/sector-raporlari/mu2812011402>

işletmenin rekabet yeteneğini ve karlılık marjlarını yükseltme potansiyelini göz önünde bulundurmaktadır.

- Şirket'in ana hedefi, katma değerli ürünlerin üretiminde ve çeşitliliğinde bir artış sağlamaktır. Şirket, camın enerji verimliliği, güvenlik, estetik ve diğer özelliklerini iyileştirerek, müşterilerine daha yüksek değer sunmayı amaçlamaktadır.
- Şirket, bu stratejiyi hayata geçirmek için, Ar-Ge faaliyetlerine yoğun bir şekilde yatırım yapmayı planlamaktadır. Şirket'in ürün portföyü, farklı müşteri ihtiyaçlarını etkin bir şekilde karşılama potansiyeline sahiptir. Şirket ayrıca sürekli olarak pazar trendlerini ve müşteri taleplerini izleyerek ürün ve hizmetlerini buna göre ayarlamayı hedeflemektedir.

Ürün Gamını Genişletmek

- Şirket, beyaz eşya camları bakımından iki ana ürün grubu olan (i) ticari soğutucular ve (ii) ev eşyası ürün gruplarında beyaz eşya camları üretmekte olup özellikle ticari soğutucular bakımından üretmekte olduğu beyaz eşya camları kapsamında büyümeyi hedeflemektedir. Ek olarak Şirket, sera camı üretimlerini de arttırmayı hedeflemektedir. Özellikle depolamalı GES lisanslarını artmasıyla artacak solar panel talebine cevap vermek amacıyla Manisa OSB'de yapılan temper öncesi otomasyon yatırımı tamamlanarak, devreye alınmıştır.

İhracat pazarını ve ciro içindeki payını artırmak

- Şirket'in stratejisi, yüksek kaliteli ve yenilikçi ürünlerin üretimine dayanmaktadır. Şirket, marka tanınabilirliğini ve Şirket'in ürünlerine yönelik global talebi potansiyel olarak artırmayı, dolayısıyla ihracat pazarını genişletmeyi amaçlamaktadır.
- Şirket ayrıca hedef pazarlarda yerel ortaklarla iş birliği yapmayı planlamaktadır. Dolayısıyla Şirket yerel pazar bilgisini derinleştirmek ve dağıtım ağı genişletmek suretiyle ihracat gelirlerinin artması sonucunu almayı hedeflemektedir. Bu kapsamda Şirket yerel ortaklarla iş birliği, gümrük işlemleri ve lojistik gibi ihracatla ilgili potansiyel zorlukların üstesinden gelmeyi amaçlamaktadır.
- Ayrıca, Şirket hedef pazarlarda etkili bir pazarlama ve satış stratejisi oluşturmayı planlamaktadır. Bu strateji, marka tanınabilirliğini artırma, müşteri tabanını genişletme ve sonuç olarak ihracat gelirlerini artırma potansiyeli taşımaktadır. Şirket, müşteri memnuniyetini artırarak ve maliyetleri düşürerek ihracat cirosunu artırmayı hedefleyerek, ürün kalitesini ve tedarik zinciri verimliliğini sürekli olarak iyileştirmeyi amaçlamaktadır.
- 30.09.2024 itibarıyla ihracatın toplam ürün cirosu içerisindeki payı %4,6 olarak gerçekleşmiştir.
- Şirket, 30.09.2024 tarihinde sona eren finansal dönem itibarıyla ağırlığı Avrupa olmak üzere toplam 28 ülkeye ihracat gerçekleştirmiştir. Şirket ilerleyen dönemlerde ihracat yapılan ülke sayısını artırmayı hedeflemektedir.

5. Değerleme Yaklaşımları

Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) 105'te 3 temel değerlendirme yaklaşımı mevcuttur.

- Maliyet Yaklaşımı
- Gelir Yaklaşımı
- Pazar Yaklaşımı

Çağdaş Cam'ın pay başına değerinin tespit edilmesinde kullanılacak değerlendirme yaklaşımının belirlenmesi amacıyla; UDS 10.3'te belirtilen seçim sürecinde dikkate alınacak asgari hususlar değerlendirilmiştir.

UDS 60.1'e göre Maliyet Yaklaşımı; bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

Maliyet yaklaşımı normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanamaz. Bu kapsamda Çağdaş Cam'ın bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması, Şirket'in sürekli olması ve kuruluş döneminde olmaması nedenleriyle Çağdaş Cam'ın pay başına değerinin tespit edilmesinde kullanılmamıştır.

UDS 105 40.1'e göre Gelir Yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. Gelir Yaklaşımı'nın uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı bir ağırlık verilmesi gerektiği durumları belirleyen UDS 105 40.3'ün b) bendinde belirtilen; gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması halinde bu yaklaşımın uygulanması değerlemeyi gerçekleştirenin takdirine bırakılmıştır.

Gelir Yaklaşımı'nın güçlü yönleri; yer verilen projeksiyonlar vasıtasıyla, sektör ve şirketin gelecek dönemlerdeki beklentilerine, büyüme – yatırım planlarına ve değere etki eden kilit faktörlere ilişkin bilgi sağlamasıdır. Ayrıca bu yöntem kilit değişkenlerin farklılaştırılması vasıtasıyla hassasiyet analizine de imkân vermektedir. Bu yöntemin dezavantajı ise varsayımlara duyarlı olması dolayısıyla farklı varsayımlar çerçevesinde farklı değerlendirme sonuçlarına ulaşılmasıdır. Buna göre değer, varsayımların güvenilirliği ve değişimlerine doğrudan bağlıdır.

Çağdaş Cam'ın pay başına değerinin tespit edilmesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne (Gelir Yaklaşımı Yöntemi) yer verilmiştir Değerlemede, paylarının ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranının 2 puan indirimli uygulanması dikkate alınmamış ve muhafazakar bir perspektif ile Manisa OSB 6. Kısımda kendisine tahsis edilmiş olan 30 bin m² arsa üzerinde ve Manisa OSB tesisin bitişik konumdaki yatırımı tamamlanmış fabrika binasında herhangi bir yatırım

öngörülmemiştir. Ayrıca ticari soğutucu ve enerji camları satış hacimleri projeksiyonlarında, 2021'den 2023'e %78'e varan artış göz önünde bulundurulduğunda, gelecek dönem satış hacimlerinde oldukça sınırlı bir artış öngörülmüştür.

UDS 105 20.1'e göre Pazar Yaklaşımı, varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105 20.2'nin b) bendinde belirtildiği üzere bu yaklaşımın kullanılmasına olanak sağlayan durumlardan biri de "değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi"dir. Üretim faaliyetinde bulunması sebebiyle Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında, Çağdaş Cam ile benzerlik taşıyanlar bulunmaktadır. Söz konusu şirketler büyüklükleri ve işlem gördükleri pazarlar itibarıyla etkin olarak fiyatlanmaktadır. Bu kapsamda, emsal şirket grubu olarak BIST Sınai Endeksi kapsamındaki şirketler incelenmiştir. Çağdaş Cam ile diğer şirketlere nazaran daha yakın benzer olduğu değerlendirilen European Endüstri de BIST Sınai Endeksi kapsamında dikkate alınmaktadır.

Pazar Yaklaşımı Yöntemi'nin güçlü yönleri; mevcut piyasa koşullarını, yatırımcı beklentilerini, benzer şirketlerin değer seviyelerini ve gerçekleşen işlemler vasıtasıyla yatırımcıların ödemeye hazır olduğu değeri yansıtarak değerlemesi yapılan varlık için önemli emsaller sunmasıdır. Söz konusu yöntemin başlıca dezavantajları ise; değerlemenin; çarpan setinin alındığı pazara karşı duyarlı olması, benzer şirket olarak değerlendirilen şirketlerin ticari hayatlarının hangi evresinde olduklarını, pay grupları arasındaki kontrol primini, ileriye dönük gerekli yatırım miktarlarını ve faaliyet karlılığını dikkate almamasıdır.

Bu itibarla; Çağdaş Cam'ın pay başına değerinin tespit edilmesinde UDS'nin yukarıda açıklanan ilgili maddelerine göre Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı'na yer verilmiştir.

5.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı)

Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) yöntemi; pay piyasalarının etkin işlediği varsayılarak halka açık olmayan şirketlerin işlem gören benzer nitelikteki şirketlerle karşılaştırılarak değerlerinin tespit edilmesi esasına dayanmaktadır. Bu yöntem kapsamında kullanılan başlıca çarpanlar aşağıda yer almaktadır.

Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net finansal borcunun ("Net Borç" = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler – Nakit ve Nakit Benzerleri ile Finansal Varlıklar) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla açıklanmış olan son 12 aylık faiz, amortisman, vergi öncesi karına ("FAVÖK") bölünmesiyle hesaplanır.

Firma Değeri / Satışlar (FD/Satışlar): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan Net Borç'unun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, yine aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık net satışlarına ("Hasılat") bölünmesiyle hesaplanır.

Fiyat / Kazanç (F/K): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına ("Kazanç" veya "Net Dönem Karı" veya "Ana Ortaklık Net Dönem Karı") bölünmesiyle hesaplanır.

Piyasa Değeri / Öz Kaynaklar (PD/A.O. Öz Kaynaklar): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan ana ortaklığa ait öz kaynaklarına ("A.O. Öz Kaynaklar") bölünmesiyle hesaplanır.

Çağdaş Cam'ın paylarının değerinin tespit edilmesinde, bir sanayi şirketi olması itibarıyla sanayi şirketleri için yaygın olarak kullanılan; FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına yer verilmiştir. Bu kapsamda dikkate alınan çarpanlar ile oluşturulan yaklaşımın mevcut şartlar ve var olan diğer yaklaşımlar göz önüne alındığında en güvenilir yöntem olduğu ve değerlendirme için en uygun yaklaşım olduğu düşünülmektedir.

Çarpan hesaplamasına baz olacak son 12 aylık (01.10.2023 – 30.09.2024) döneme ait tutarların hesaplanması; "01.01.2023 – 31.12.2023 (2023/12)" dönemine ait tutarlardan, "01.01.2023 – 30.09.2023 (2023/09)" dönemine ait tutarların çıkarılması ve "01.01.2024 – 30.09.2024 (2024/09)" dönemine ait tutarların eklenmesiyle gerçekleştirilmiştir.

5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı)

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre bir şirketin değeri, söz konusu şirketin var olduğu süre boyunca yaratması beklenen tüm nakit akımlarının bugünkü değeridir. Söz konusu nakit akımları; "projeksiyon dönemi" ile bu dönemden sonrasını ifade eden "devam eden değer" olmak üzere iki parçadan oluşmaktadır.

Projeksiyon dönemi nakit akımları ve devam eden değer, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile indirgindikten sonra bulunan toplam değer şirketin "Firma Değeri"ni ifade etmektedir. Firma Değeri, şirketin özkaynak ve borçlanma yollarıyla sağladığı finansman kaynakları ile yarattığı toplam değerdir. Firma Değeri'nden son döneme ait "net finansal borç"un düşülmesiyle "Şirket Değeri" ya da "Özkaynak Değeri"ne ulaşılır. Net Finansal Borç, şirketin son dönem bilançosunda yer alan kısa ve uzun vadeli "finansal borçlar"dan nakit, nakit benzerleri ile kısa ve uzun vadeli finansal varlıkların düşülmesiyle hesaplanmaktadır.

Projeksiyonlar; güncel satış fiyatları ve maliyetler baz alınarak 2024/4Ç – 2030 dönemi için, tedarik, satış ve üretime etki edecek Şirket ve sektör gelişmeleri ve beklentileri de dikkate alınarak tahmin edilen enflasyon etkileriyle ve yine aynı dönem için öngörülen satış miktarları ile oluşturulmuştur. Brüt kar marjı, ticari işletme sermayesi ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplamalarında da benzer yaklaşım kullanılmıştır.

6. Değerleme

6.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri

Çarpan Analizi Yöntemi'ne göre Çağdaş Cam'ın şirket değeri hesaplamasında kullanılan finansal veriler için; 30.09.2024 tarihli bilanço verileri ile 01.10.2023 – 30.09.2024 dönemine ilişkin (son 12 ay) Gelir Tablosu verileri kullanılmıştır. Söz konusu veriler, TMS 29 gereğince Sermaye Piyasası Kurulu'nun 28.12.2023 tarihli bülteninde yer alan Enflasyon Muhasebesi Uygulamasına İlişkin Duyuru'su kapsamında 31.12.2023 yıl sonu mali tabloları itibarıyla uygulamaya giren enflasyon muhasebesine tabiidir.

6.1.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'nde Kullanılan Şirket Verileri

6.1.1.1. Net Borç – Nakit Pozisyonu

Çağdaş Cam'ın net (finansal) borç pozisyonu 30.09.2024 itibarıyla 99,9 milyon TL'dir. Net Borç Pozisyonu hesaplamasında dikkate alınan bilanço kalemleri yükümlülük tarafında; uzun ve kısa vadeli finansal borçlar ve diğer borçlar ile dönem karı vergi yükümlülüğü, varlık tarafında ise; nakit ve nakit benzerleri, finansal yatırımlar ve cari dönem vergisi ile ilgili varlıklardır.

Net Borç Pozisyonu - Milyon TL	30.09.2024
Kısa Vadeli Finansal Borçlanmalar	42,2
Uzun Vadeli F. Borçlanmaların KV Kısımları	58,4
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	39,3
<i>İlişkili taraflara borçlar</i>	8,7
<i>Ödenecek vergi, resim ve harçlar</i>	8,4
<i>Diğer borçlar (Manisa OSB Arsasının Alımına İlişkin Tutar)</i>	22,1
<i>Diğer borçlar</i>	0,1
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	22,6
Uzun Vadeli Finansal Borçlanmalar	53,9
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	37,2
<i>Diğer borçlar (Manisa OSB Arsasının Alımına İlişkin Tutar)</i>	37,2
Borçlar	253,6
Nakit ve Nakit Benzerleri	82,7
Finansal Yatırımlar	58,9
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar	12,2
Varlıklar	153,8
Net Borç Pozisyonu	99,9

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

İlgili bölümde, INA için hesaplanan Net Borç'ta yukarıdaki tablodan farklı olarak TFRS-16 düzenlemesi hesaplamasında nakit çıkışı yaratmayan ve finansal gösterim için eklenen "Finansal Kiralamalara İlişkin Borçlar" dikkate alınmamıştır.

6.1.1.2. Manisa OSB 6. Kısım Fabrika Arsası

Çağdaş Cam, 24.01.2022 tarihinde, Manisa OSB 6. kısımda kendisine tahsis edilen 30 bin m² araziye satın almıştır. Bilanço'da Maddi Duran Varlıklar altında sınıflanan arsanın SPK tarafından yetkilendirilmiş kuruluş tarafından hazırlanan değerlendirme raporu ile tespit edilen rayiç değeri 465,0 milyon TL'dir. Söz konusu arsanın değeri ve üzerinde 2024 yılının Aralık ayı itibarıyla inşaat fazı başlayan yatırıma ilişkin potansiyel değer, muhafazakar yaklaşımla şirket değeri tespitinde dikkate alınmazken, arsaya ilişkin borçlar (diğer borçlar altında) Net Borç hesaplamasına dahil edilmiştir.

6.1.1.3. FAVÖK, Satışlar ve Net Kar

Çağdaş Cam'ın Çarpan Analizi Yöntemi kapsamında dikkate alınan FAVÖK ve Net Kar tutarları 2021, 2022, 2023, 2024/09 ve 01.10.2023 – 30.09.2024 dönemini gösteren son 12 aylık dönem itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Finansal Veriler - Milyon TL	2021	2022	2023	2023/09	2024/09	2024/09*
Net Satış	1.159,6	2.326,2	2.180,4	1.821,4	1.534,9	1.894,0
Brüt Kar	294,6	630,4	506,0	367,2	422,5	561,3
Faaliyet Giderleri (-)	84,4	112,9	143,1	123,7	184,6	204,0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir (-)/Gider(+), Net	76,9	23,4	71,5	30,1	37,1	78,5
Faaliyet Karı	287,2	541,0	434,4	273,6	275,0	435,8
Amortismanlar (+)	25,4	40,7	49,0	35,3	44,3	58,1
FAVÖK	312,6	581,7	483,5	308,9	319,3	493,9
Net Kar	250,8	562,0	324,3	277,8	154,1	200,6

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

* Son 12 aylık 01.01.2023 – 31.12.2023 (2023/12)" dönemine ait tutarlardan, "01.01.2023 – 30.09.2023 (2023/09)" dönemine ait tutarlar çıkarılmış ve "01.01.2024 - 30.09.2024 (2024/09)" dönemine ait tutar eklenmiştir.

Çarpan Analizi Yöntemi'nde dikkate alınan; Net Finansal Borç Pozisyonu, FAVÖK ve Net Kar verileri özet olarak aşağıda yer almaktadır:

Çağdaş Cam - Özet Finansal Veriler – 30.09.2024	Milyon TL
Son 12 Ay FAVÖK	493,9
Net Finansal Borç	99,9
Son 12 Ay Net Kar	200,6

6.1.2. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'nde Kullanılan Benzer Şirketler Çarpanları

Şirket Değeri hesaplamasında, Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerin; FD/FAVÖK ve F/K çarpanları incelenmiştir. Bu çarpanlarla yapılan değer tespitlerinin; uluslararası kabul görmüş olmaları, sıkça tercih edilmeleri, iş hacmi, nakit yaratma ve karlılık kapasitelerini en iyi yansıttıkları düşünülmesi nedenleriyle söz konusu çarpanların medyan değerlerinin kullanılması uygun görülmüştür.

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye; Çağdaş Cam'ın birebir benzeri olmamakla birlikte üretim faaliyetinde bulunması sebebiyle Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında, Çağdaş Cam ile benzerlik taşıyanlar bulunmaktadır. Söz konusu şirketler büyüklükleri ve işlem gördükleri pazarlar itibarıyla etkin olarak fiyatlanmaktadır. Bu kapsamda, emsal şirket grubu olarak BIST Sınai Endeksi kapsamındaki şirketler incelenmiştir. Çağdaş Cam ile diğer şirketlere nazaran daha yakın benzer olduğu değerlendirilen European Endüstri de BIST Sınai Endeksi kapsamında dikkate alınmaktadır.

26.11.2024 kapanış tarihi itibarıyla 20 milyar TL ve daha düşük piyasa değerine sahip olan BIST Sınai Endeksi (XUSIN) şirketleri dikkate alınmıştır. Söz konusu şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanları hesaplanmış, uç değerler dışarda bırakılarak medyan değerleri kullanılmıştır.

TMS 29 uygulaması kapsamında karşılaştırılabilir sonuçlara ulaşmak amacıyla değerlendirme tarihi itibarıyla açıklanan en güncel finansal tablolar dikkate alınmamıştır.

Söz konusu şirketlerin açıkladığı en güncel mali tablo itibarıyla son 12 aylık döneme ait FAVÖK ve Net Kar tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten ve F/K çarpanı ise 35,0'ten büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır. Söz konusu uç değer seviyeleri; piyasada işlem gören benzer şirketlerin çarpan değerlerinin medyan değerini önemli ölçüde aşan seviyeler dikkate alınarak belirlenmiştir.

6.1.2.1. BİST – Sınai Endeksi Şirketleri

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye dahil edilen BİST Sınai Endeksi'ne dahil şirketlere ilişkin veriler ve bunlara göre hesaplanan çarpanlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Hesaplamalarda; 30.09.2024 itibarıyla son 12 aylık döneme ait FAVÖK ve Net Kar tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten ve F/K çarpanı 35,0'ten büyük olan şirketler ve değerlendirme tarihi itibarıyla piyasa değeri 20 milyar TL'yi aşan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır.

BİST Sınai Endeksi Şirketleri – Mn TL	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	Net Kar	FD / FAVÖK	F / K
Acıselan	1.167	241	1.407	-50	-6	A.D	A.D
Adel Kalemcilik	9.345	1.174	10.519	373	345	28,2	27,1
Afyon Çimento	5.760	-796	4.964	845	1.410	5,9	4,1
Agrotech	15.276	-987	14.289	32	338	44,1	45,2
Akın Tekstil	4.309	415	4.724	-157	117	A.D	36,8
Alarko Carrier	11.275	1.552	12.828	64	-260	200,2	A.D
Alkim Kağıt	4.884	-183	4.701	426	184	11,0	26,5
Alkim Kimya	5.004	-310	4.694	521	398	9,0	12,6
Altınkılıç Gıda	3.261	598	3.860	415	-65	9,3	A.D
Altınyag	2.016	-427	1.588	152	-7	10,5	A.D
Alves Kablo	5.072	1.090	6.162	903	95	6,8	53,5
Anadolu Isuzu	16.922	3.033	19.955	296	527	67,4	32,1
Anatolia Tanı	2.911	-266	2.645	110	-193	24,1	A.D
Arsan Tekstil	4.747	-1.648	3.099	594	1.339	5,2	3,5
Artemis Halı	2.202	9	2.211	106	78	20,9	28,3
Atakey Patates	6.811	-312	6.499	664	247	9,8	27,6
Avod Gıda	759	583	1.341	-45	-80	A.D	A.D
Bagfaş	3.092	4.031	7.123	-821	-1.651	A.D	A.D
Bahadır Kimya	2.321	-437	1.884	150	176	12,6	13,2
Bak Ambalaj	2.821	569	3.390	268	-105	12,7	A.D
Bantaş Bandırma	1.382	-258	1.124	394	310	2,9	4,5
Barem Ambalaj	4.541	2.377	6.918	668	243	10,4	18,7
Bayrak Ebt	830	76	905	-37	-42	A.D	A.D
Berkosan	739	-20	719	130	63	5,5	11,8
Bien Yapı	11.819	867	12.686	1.064	614	11,9	19,2
Bilici Yatırım	1.747	-454	1.293	132	219	9,8	8,0
Bms Metal	4.311	423	4.734	106	-78	4,6	A.D
Bms Çelik Hasır	1.193	354	1.546	-15	-86	A.D	A.D
Boğaziçi Beton	8.383	-671	7.712	2.329	1.196	3,3	7,0
Bor Şeker	5.506	-243	5.262	1.061	772	7,1	7,1

BİST Sınai Endeksi Şirketleri – Milyon TL	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	Net Kar	FD / FAVÖK	F / K
Bossa	10.140	1.938	12.078	506	739	23,9	13,7
Burçelik	1.715	-56	1.659	181	113	9,2	15,2
Burçelik Vana	916	4	920	43	32	21,5	28,7
Bursa Çimento	10.935	459	11.394	3.210	3.350	3,5	3,3
Bülbüloğlu Vinç	3.489	191	3.680	487	388	7,6	9,0
Cem Zeytin	3.976	-616	3.360	912	188	3,7	21,1
Cvk Maden	12.600	-292	12.308	848	643	14,5	19,6
Çelik Halat	2.318	331	2.649	-109	-33	A.D	A.D
Çemaş Döküm	2.571	-65	2.506	58	-365	43,3	A.D
Çemtas	4.415	-732	3.683	1.159	151	3,2	29,3
Çimbeton	5.328	167	5.495	181	77	30,3	69,3
Çuhadaroğlu Metal	1.493	469	1.962	442	-99	4,4	A.D
Dagi Giyim	1.730	941	2.671	154	19	17,4	89,7
Dardanel	3.036	3.181	6.217	1.068	148	5,8	20,6
Demisaş Döküm	1.248	642	1.890	165	214	11,4	5,8
Derimod	1.793	-117	1.676	278	77	6,0	23,2
Desa	5.434	-926	4.508	1.173	674	3,8	8,1
Deva Holding	14.091	3.743	17.835	5.153	4.368	3,5	3,2
Dinamik Isı	2.787	-51	2.736	50	11	54,8	256,9
Ditaş Doğan	1.291	724	2.015	-101	-173	A.D	A.D
Dmr Unlu	2.122	-473	1.648	254	119	6,5	17,9
Dofer Yapı Malz	1.650	-79	1.571	68	-91	22,9	A.D
Doganlar Mobilya	2.968	3.186	6.154	1.893	66	3,3	44,7
Doğusan	844	0	844	-21	-27	A.D	A.D
Döktaş	7.757	7.132	14.888	978	127	15,2	61,3
Duran Doğan	2.398	463	2.861	339	-8	8,4	A.D
Durukan Şekerleme	1.919	62	1.980	463	186	4,3	10,3
Dyo Boya	6.978	4.222	11.200	997	626	11,2	11,1
Efor Çay	15.246	2.273	17.519	747	487	23,5	31,3
Ege Gübre	5.970	-309	5.661	965	769	5,9	7,8
Ege Profil	12.398	450	12.849	2.206	625	5,8	19,8
Ege Seramik	2.743	467	3.210	-269	-358	A.D	A.D
Egeplast	1.140	69	1.209	-85	-38	A.D	A.D
Ekos Teknoloji	7.370	-72	7.298	282	157	25,8	47,0
Eksun Gıda	3.354	1.302	4.656	147	-597	31,7	A.D
Elite Naturel	4.876	152	5.028	664	240	7,6	20,3
Emek Elektrik	2.141	45	2.185	124	63	17,6	33,8
Ensari Deri	2.255	304	2.559	36	219	71,6	10,3
Erbosan	3.622	739	4.361	917	-112	4,8	A.D
Erciyas Çelik	7.567	4.355	11.922	1.977	144	6,0	52,5
Ersu Gıda	621	-10	611	32	8	19,2	73,9
Europap Tezol	7.542	182	7.723	710	-22	10,9	A.D
Europen	8.406	300	8.706	993	712	8,8	11,8
Fade Gıda	1.324	59	1.383	104	228	13,2	5,8
F-M İzmit Piston	4.437	-165	4.272	179	122	23,8	36,4
Formet Metal	3.713	395	4.108	-34	-193	A.D	A.D
Frigo Pak Gıda	1.214	-194	1.020	349	145	2,9	8,4
Gediz Ambalaj	937	-60	877	265	76	3,3	12,3
Gentaş	2.535	-48	2.487	488	225	5,1	11,3
Gersan Elektrik	2.203	455	2.658	133	-105	70,0	A.D

BİST Sınai Endeksi Şirketleri – Mn TL	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	Net Kar	FD / FAVÖK	F / K
Gıpta Ofis	3.978	-569	3.409	232	132	14,7	30,2
Good-Year	4.363	521	4.885	11	-1.252	135,4	A.D
Göknur Gıda	9.800	1.298	11.098	1.856	602	6,0	16,3
Göлтаş Çimento	8.708	1.203	9.911	1.461	2.222	6,8	3,9
Gündoğdu Gıda	1.711	-96	1.615	155	2	10,4	873,1
Hateks	748	735	1.483	23	-173	64,5	A.D
Hat-San Gemi	10.499	-517	9.982	902	1.437	11,1	7,3
Hidropar Hareket	1.624	251	1.876	142	-45	13,2	A.D
Işık Plastik	4.031	599	4.629	231	333	20,0	12,1
İz Yatırım	828	-16	811	12	4	68,2	192,2
İhlas Ev	981	-110	872	226	-93	3,9	A.D
İmaş Makine	2.701	53	2.754	444	329	6,2	8,2
İpek Doğal Enerji	13.652	-12.696	955	2.334	614	0,4	22,2
İşbir Sentetik	3.943	1.208	5.151	908	-77	5,7	A.D
İzmir Demir Çelik	7.950	16.781	24.731	1.159	-1.302	21,3	A.D
İzmir Fırça	3.544	57	3.601	59	-3	60,9	A.D
Jantsa Jant	18.760	210	18.970	1.857	450	10,2	41,7
Kalekim	14.012	-920	13.092	1.477	983	8,9	14,3
Kaleseramık	17.935	3.091	21.026	-1.198	-2.571	A.D	A.D
Kaplamin	4.086	185	4.271	77	-45	55,4	A.D
Karsan Otomotiv	11.592	5.677	17.269	1.413	-999	12,2	A.D
Karsu Tekstil	1.028	591	1.619	372	-352	4,3	A.D
Kartonsan	6.533	508	7.041	-483	-706	A.D	A.D
Katmerciler	2.229	1.321	3.549	-213	-1.136	A.D	A.D
Kayseri Şeker	13.654	5.189	18.843	1.110	1.148	17,0	11,9
Kerevitaş Gıda	9.394	5.103	14.497	1.424	1.460	10,2	6,4
Kervan Gıda	4.709	3.934	8.642	1.347	257	6,4	18,3
Kıraç Galvaniz	4.457	-545	3.913	561	351	7,0	12,7
Kimteks	9.311	1.439	10.750	1.671	-488	6,4	A.D
Klimasan	2.067	2.485	4.553	95	-87	48,0	A.D
Koç Metalurji	6.898	-2.606	4.292	551	-132	7,8	A.D
Koleksiyon Mobilya	2.330	372	2.702	331	119	8,2	19,6
Konfurt Gıda	2.878	174	3.051	357	122	8,5	23,6
Konya Kağıt	5.148	-341	4.807	348	632	13,8	8,1
Kordsa Teknik	13.977	14.334	28.311	2.364	-91	12,0	A.D
Koroplast	1.262	382	1.644	165	-31	9,9	A.D
Koza Polyester	7.133	1.039	8.172	851	319	9,6	22,4
Kristal Kola	1.116	-9	1.106	279	79	4,0	14,2
Kuzey Boru	8.250	214	8.464	912	517	9,3	15,9
Kütahya Porselen	2.996	60	3.056	647	293	4,7	10,2
Kütahya Şeker	2.969	-316	2.653	324	281	8,2	10,6
Lila Kağıt	16.390	-2.082	14.309	3.084	1.156	4,6	14,2
Limak	13.235	-608	12.627	1.930	1.759	6,5	7,5
Lüks Kadife	2.604	112	2.716	83	263	32,6	9,9
Makim Makine	2.869	-27	2.842	336	217	8,5	13,2
Makina Takım	1.236	77	1.313	179	80	7,3	15,4
Marshall	18.129	184	18.313	349	-129	52,5	A.D
Meditera	6.253	-348	5.905	359	138	16,5	45,4
Mega Metal	8.332	2.461	10.793	1.177	507	9,2	16,4
Meka	2.643	-233	2.409	214	-27	A.D	A.D

BİST Sınai Endeksi Şirketleri – Mn TL	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	Net Kar	FD/ FAVÖK	F / K
Menderes Tekstil	3.067	2.843	5.910	969	1.139	6,1	2,7
Mercan Kimya	2.441	719	3.159	363	141	8,7	17,3
Merko Gıda	1.525	-109	1.416	362	86	3,9	17,8
Mondı Turkey	6.032	669	6.701	-403	-888	A.D	A.D
Niğbaş Niğde Beton	1.021	11	1.031	0	102	4.530,9	10,0
Ofis Yem Gıda	5.596	1.087	6.683	1.645	317	4,1	17,6
Oncosem Onkoloji	2.349	19	2.369	17	-60	140,7	A.D
Orçay	744	332	1.076	49	-78	21,9	A.D
Oylum Sınai	694	-23	671	166	151	4,0	4,6
Özata Denizcilik	6.314	203	6.517	185	141	35,3	44,7
Özerden Ambalaj	661	-59	601	101	31	6,0	21,5
Özsu Balık	1.986	744	2.730	-113	51	A.D	38,7
Özyaşar Tel	2.663	1.271	3.933	562	146	7,0	18,3
PanelSan	2.973	-460	2.513	312	165	8,1	18,0
Park Elektrik	2.635	-45	2.590	390	377	6,6	7,0
Parsan	7.056	4.278	11.334	547	126	20,7	56,7
Penguen Gıda	1.153	915	2.068	19	-314	106,8	A.D
Pınar Et	3.200	1.161	4.362	583	695	7,5	4,6
Pınar Su	1.848	328	2.176	219	256	9,9	7,2
Pınar Süt	3.169	4.673	7.842	168	-525	46,5	A.D
Prizma Pres	772	15	786	10	62	75,0	12,5
Qua Granit	7.207	4.118	11.325	1.379	-2.021	8,2	A.D
Rainbow	786	320	1.106	183	27	6,0	28,8
Rodrigo Tekstil	593	3	596	21	-11	28,9	A.D
Rta Laboratuvar	1.581	157	1.738	-25	-268	A.D	A.D
Rubenis Tekstil	2.169	361	2.530	806	53	3,1	40,8
Safkar Ege	2.252	64	2.317	174	152	13,3	14,9
Sanifoam	5.205	103	5.308	126	90	42,7	57,7
Sanica Isı	3.138	668	3.806	945	650	4,0	4,8
Saray Matbaacılık	668	5	673	14	39	47,6	17,3
Sarkuysan	11.664	4.209	15.873	2.661	1.266	6,0	9,2
Say Yenilenebilir	3.387	-60	3.327	320	65	10,4	51,9
Seğmen	3.277	-700	2.578	584	44	4,4	75,2
Sekuro Plastik	675	397	1.072	61	-14	17,5	A.D
Seçuk Gıda	994	-58	936	7	57	128,0	17,6
Selva Gıda	814	380	1.194	-12	456	A.D	1,8
Seyitler Kimya	780	-164	616	9	-41	66,3	A.D
Silverline	925	18	944	-113	211	A.D	4,4
Söke	5.376	-124	5.253	491	-214	10,7	A.D
Söktaş	1.028	801	1.829	-156	14	A.D	72,7
Sun Tekstil	14.504	174	14.678	1.466	832	10,0	17,4
Tarkim	9.571	-33	9.538	346	-89	27,5	A.D
Tat Gıda	3.106	3.118	6.224	47	-940	132,5	A.D
Temapol	993	515	1.508	189	39	8,0	25,4
Tuççelik	1.913	1.586	3.500	408	484	8,6	4,0
Tukaş	9.879	2.171	12.050	1.460	1.324	8,3	7,5
Tureks	2.908	380	3.287	310	135	10,6	21,5
Tümosan	13.237	1.455	14.692	1.485	746	9,9	17,7
Türk İlaç	3.052	1.566	4.617	578	294	8,0	10,4
Türk Prysmian	6.437	-226	6.211	-621	-480	A.D	A.D

BIST Sınai Endeksi Şirketleri – Mn TL	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	Net Kar	FD / FAVÖK	F / K
Ulusoy Elektrik	14.888	923	15.811	110	-257	+43,2	A.D
Ulusoy Un	4.725	-1.029	3.696	2.363	12	1,6	390,5
Uşak Seramik	2.739	1.553	4.293	574	336	7,5	8,1
Vanet Gıda	490	-4	486	1	-29	748,9	A.D
Viking Kağıt	1.214	1.567	2.781	-188	-331	A.D	A.D
Yaprak Süt	7.512	-6	7.505	176	56	+2,7	+34,1
Yataş	4.012	4.871	8.882	1.928	200	4,6	20,0
Yayla Agro	10.772	5.161	15.933	2.037	214	7,8	50,4
Yiğit Akü	10.235	-998	9.237	960	1.007	9,6	10,2
Yükselen Çelik	1.833	739	2.571	188	-312	13,7	A.D
Yünsa	3.091	147	3.238	86	201	37,5	15,4
Medyan						8,2	13,2

Kaynak: Rasyonet, 26.11.2024

Çarpan değerlerinde kırmızı renkle, italik ve üstü çizili olarak gösterilen değerler uç değerleri aştığından medyan hesaplamasında kullanılmamıştır. Çarpan olarak hesaplanan sayıların küsuratı bulunmaktadır ve gösterim kolaylığı açısından virgülden sonra birinci veya ikinci basamağa kadar yuvarlanmıştır.

6.1.2.2. Çarpan Analizi Yöntemi Sonucu

Çağdaş Cam'ın 30.09.2024 ve bu dönemde sona eren son 12 aylık döneme ilişkin değerlendirme yöntemleri kapsamında dikkate alınan finansal verileri ile ilgili bölümlerde açıklanan benzer şirket gruplarının çarpan değerleri ile bunlara göre hesaplanan Çarpan Analizi Yöntemi'ne göre Şirket Değeri aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

İlgili bölümde de açıklandığı üzere, Borsa İstanbul'da Çağdaş Cam'ın birebir benzeri olmamakla birlikte üretim faaliyetinde bulunması sebebiyle Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında, Çağdaş Cam ile benzerlik taşıyanlar bulunmaktadır. Söz konusu şirketler büyüklükleri ve işlem gördükleri pazarlar itibarıyla etkin olarak fiyatlanmaktadır. Bu kapsamda, emsal şirket grubu olarak BIST Sınai Endeksi kapsamındaki şirketler incelenmiştir. Çağdaş Cam ile diğer şirketlere nazaran daha yakın benzer olduğu değerlendirilen European Endüstri de BIST Sınai Endeksi kapsamında dikkate alınmaktadır.

Çarpan Analizi Yöntemi'nde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına göre şirket değerleri eşit ağırlıkla dikkate alınmıştır.

Çağdaş Cam - Özet Finansal Veriler – 30.09.2024	Milyon TL
Son 12 Ay FAVÖK	493,9
Net Finansal Borç	99,9
Son 12 Ay Net Kar	200,6

Benzer Şirket Grubu - Milyon TL	Ağırlık	Çarpan	Şirket Değeri*
<i>Seçilmiş BIST Sınai Endeksi Şirketleri</i>	100,0%	8,2x	3.966
FD/FAVÖK	100,0%		3.966

* Son 12 Ay FAVÖK x FD/FAVÖK Çarpanı – Net Finansal Borç

Benzer Şirket Grubu - Milyon TL	Ağırlık	Çarpan	Şirket Değeri
<i>Seçilmiş BIST Sınai Endeksi Şirketleri</i>	100,0%	13,2x	2.638
F/K	100,0%		2.638

Çarpan Analizi Yöntemi - Sonuç - Milyon TL	Ağırlık	Şirket Değeri
FD/FAVÖK	50,0%	3.966
F/K	50,0%	2.638
Çarpan Analizi Yöntemi - Mn TL	100,0%	3.302

6.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri

6.2.1. Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar

Bu Rapor'un 1 numaralı bölümünün Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar alt başlığında yer alan hususlara ek olarak; İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nde yer alan; geçmiş finansal veriler, bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolardan, üretim ve satışlarla ilgili olarak oluşturulan; miktar, fiyat, gelir, gider, işletme sermayesi ve gelecek dönemlerde yapılması öngörülen yatırım harcamalarına ilişkin projeksiyonlar ("Projeksiyonlar") Şirket yetkilileri tarafından sağlanmıştır.

Deniz Yatırım söz konusu Projeksiyonların değerinin İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemiyle tespit edilmesi kapsamında; Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'ni hesaplamış ve buna göre yapılan indirgeme ile 30.09.2024 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolara göre belirlenen Net Finansal Borç'u dikkate alarak Şirket Değeri'ne ulaşmıştır.

6.2.2. Satışlar – 2021 – 2024/09 Dönemi Genel Görünüm

Çağdaş Cam, temel itibarıyla; ticari soğutucu camları ve solar enerji camı üretmek için tedarikçilerden temin ettiği ham camları işlemekte ve ayrıca Şişecam bayiliği kapsamında cam ticareti faaliyetleri gerçekleştirmektedir. Şirket bu kapsamda; Aydın/Kuyucak'ta cam işleyerek ticari soğutucu, beyaz eşya camları ve enerji camları, Manisa OSB'de cam işleyerek enerji camları üretmekte; Nazilli OSB'de bulunan elleçleme merkezi ve depo olarak kullanılan tesiste ise cam ticareti faaliyeti gerçekleştirmektedir. Şirket mevcut durum itibarıyla ağırlıklı olarak 3 mm – 4 mm kalınlıklardaki camları işlemektedir. Bununla birlikte Şirket, benzer birçok tesisten farklı olarak Manisa OSB tesisinde 2 mm kalınlıktaki camları da işleme kabiliyetine sahiptir.

Çağdaş Cam, buzdolabı raf camı, fırın camı, mobilya camı, duşakabin camı ve sera camı gibi alternatif cam ürünlerini de daha önceki dönemlerde üretmiş ve mevcut durum itibarıyla da teknik olarak yapabilecek donanımdadır. Bununla birlikte Şirket stratejik hedefleri çerçevesinde; pazar hakimiyeti, fiyat ve kar hedeflerini gözeterek odak noktasını ticari soğutucu ve solar enerji camlarında tutmayı tercih etmektedir. Bu sebeple 2021 – 2024/09 dönemi ile 2024/4Ç-2030 dönemi projeksiyonlarında; Şirket'in yukarıda anılan ürün gruplarında önde gelen üreticilere ürün satmak üzere gerekli sertifikasyona sahip olması ve geçmiş dönemlerde söz konusu ürünlerde ticari ilişkileri olmasına rağmen, bu ürün gruplarında satış öngörülmeyle yalnızca; Ev ve Ticari Beyaz Eşya Grubu Camlar kategorisinde Ticari Soğutucu Camlarına, Enerji Camları kategorisinde ise Solar camlara yer verilmiştir.

Satış Miktarları

Detayları bu raporun 3 nolu bölümünde açıklandığı üzere Şirket, faaliyet gösterdiği alanlarda aşağıda yer alan ürün ve hizmetleri üretmektedir:

Satışlar - metrekare	2021	2022	2023	2023/09	2024/09
Ticari Soğutucu Camları	546.186	421.616	448.939	340.796	453.908
<i>Değişim</i>		-22,8%	6,5%		33,2%
Solar Enerji Camları	1.386.337	2.560.987	2.995.403	2.489.373	3.361.863
<i>Değişim</i>		84,7%	17,0%		35,0%
Mamül Satışları	1.932.523	2.982.603	3.444.342	2.830.169	3.815.771
<i>Değişim</i>		54,3%	15,5%		34,8%
Cam Ticareti	1.888.346	2.681.459	2.246.086	1.843.890	1.540.301
<i>Değişim</i>		42,0%	-16,2%		-16,5%
Toplam Satışlar (Mamül + Ticaret)	3.820.869	5.664.063	5.690.428	4.674.059	5.356.072
<i>Değişim</i>		48,2%	0,5%		14,6%

Kapasite (Üretim İmkanı)	2021	2022	2023	2023/09	2024/09
Üretim İmkanı - Aydın/ Kuyucak - metrekare	2.400.000	2.400.000	2.400.000	1.800.000	1.800.000
<i>Ticari Soğutucu</i>	1.200.000	1.200.000	1.200.000	900.000	900.000
<i>Solar Enerji Camları - 3.2 mm</i>	1.200.000	1.200.000	1.200.000	900.000	900.000
Üretim İmkanı - Manisa OSB - metrekare	0	1.950.000	3.900.000	2.925.000	2.925.000
<i>Solar Enerji Camları - 3.2 mm</i>	0	1.950.000	3.900.000	2.925.000	2.920.000

Şirket'in mamül satış hacimleri; 2021 – 2024/09 döneminde düzenli artış eğilimi göstermiştir. 2022 yılındaki Ticari Soğutucu Camları'ndaki düşüşün başlıca sebebi ise kapasitenin Solar Enerji camlarına tahsis etmesidir. 2022 yılının büyük bölümünde yalnızca Kuyucak'taki tesisinde cam işleyen Şirket, güneş enerjisi panellerine ve bileşenlerine olan yoğun talebi de göz önüne alarak sınırlı olan kapasitesini daha karlı olan Solar Enerji Camlarına tahsis etmiştir. 2022 yılının ortasından sonra Manisa OSB Tesisi'nin de kademeli olarak devreye alınmasıyla solar cam satışlarını metrekare bazında %84,7 artıran Çağdaş Cam'ın, Ticari Soğutucu Camları'nda metrekare bazında satışları ise %22,8 azalmıştır. Bu düşüşte; ticari soğutucu camlarını kullanan sektörlerde pandemi sonucu oluşan belirsizlikler ve kapanmalar etkili olmuştur.

Çağdaş Cam'ın işlediği ürünler olan Ticari Soğutucu Camları ile Solar Enerji Camları toplam satılan miktarlar değerlendirildiğinde ise 2022 yılında %54,3 ve 2023 yılında %15,5 büyüme olduğu görülmüştür. 2023 yılı mamül satışları 3.444.342 metrekare olarak gerçekleşmiştir.

Şirket, 2021 – 2024/09 döneminde sınırlı üretim gerçekleştirdiği buzdolabı raf camı üretimini de kademeli azaltmış olup, 2024'ün ilk 9 aylık döneminde sadece 5.005 m² üretim yapmıştır.

Global anlamda; pandemi dönemi ve hemen sonrasında dolar bazında tarihi zirvelerine ulaşan emtia fiyatları mevcutken 2022 yılı başlarında Rusya'nın Ukrayna'yı işgal etmesiyle enerji fiyatları artmış ve enerji bağımlılığı yüksek olan ülkeler ile enerji tüketimi fazla olan şirketler bu artıştan olumsuz etkilenmiştir. Aynı dönemde güneş panellerine olan talep, arzın oldukça üzerinde artmıştır. 2023 yılı 3. çeyreğe kadar devam eden bu süreç, enerji fiyatlarının

dengelenmesi, Çin’de büyümenin yavaşlayarak, ihracatın payının artması sonucunda panel ve panel bileşenleri fiyatlarında meydana gelen gerileme, üreticilerin karlılığını aşındırmıştır. 2024 yılı sektörün en zor yılı olarak devam etmektedir. Bu şartlarda Çağdaş Cam; gelecek beklentilerini de göz önüne alarak, pazar payını artırmayı hedeflemiş; satış miktarını azaltmak yerine yılın ilk 9 ayında bir önceki döneme göre enerji camları satış miktarını %35 artırma stratejisini tercih etmiş ve 3.361.863 metrekareye ulaşmıştır.

Çağdaş Cam, Türkiye’de ve dünyada faaliyet gösteren önde gelen ticari soğutucu üreticileri ile uzun yıllara dayanan ticari ilişkilere sahiptir. Ticari Soğutucu Camları kategorisinde satış hacimleri küresel ısınma ve nüfus artışına da bağlı olarak büyümekte olup; yılın ilk 9 ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık %33 artışla 453.908 metrekareye ulaşmıştır.

Çağdaş Cam’ın, Şişecam’ın bayisi sıfatıyla ticaretini yaptığı camlar ağırlıklı olarak mimari sektörde kullanılmaktadır. Ürünler; cam balkon, mobilya, pencere camı, ayna, cam vitrin, iç mekân kapı ve pencere camları ileyalıtım amaçlı olarak kullanılmaktadır. Dünya cam sektörü global ekonomiye paralel bir gelişmeyle yılda ortalama %2 ila %4 düzeyinde büyümektedir.

Çağdaş Cam alacak tahsil riskini asgari düzeyde yönetmek amacıyla “ticari cam” müşterileriyle peşin ya da teminatlı çalışmaktadır. Şirket, göreceli olarak küçük hacimli müşterilerle peşin, daha büyük hacimli müşterileriyle Doğrudan Borçlandırma Sistemi veya Teminat Mektubu karşılığında satış gerçekleştirmektedir. İnşaat sektörünün canlı olduğu 2022 yılında bir önceki yıla göre hacmi %42 artan cam ticareti, faizlerin artması ve bankalardaki kredi iştahının azalmasıyla 2023 yılında küçülmüştür. Şüpheli Alacak riskini en düşük seviyede tutmak isteyen Çağdaş Cam, 2024 yılının ilk 9 ayında da ticaret hacmini sınırlı tutmuştur.

Birim Fiyatlar

Temel itibarıyla bir muhasebesel gösterim şekli olan TMS 29’un etkileri kapsamında 30.09.2024 bazına getirilmiş birim fiyatlar aşağıda yer almaktadır:

Birim Fiyat (TL / m ²)	2021	2022	2023	2023/09	2024/09
Ticari Soğutucu Camları	654	873	866	863	697
<i>Değişim</i>		33,6%	-0,8%		-19,2%
Solar Enerji Camları	233	365	311	326	212
<i>Değişim</i>		56,5%	-14,7%		-35,0%
Cam Ticareti	214	339	324	331	253
<i>Değişim</i>		58,6%	-4,4%		-23,5%

Global anlamda; pandemi dönemi ve hemen sonrasında dolar bazında tarihi zirvelerine ulaşan emtia fiyatları mevcutken, 2022 yılı başlarında Rusya’nın Ukrayna’yı işgal etmesiyle enerji fiyatları artmış ve üretiminde enerji girdileri yüksek olan cam gibi ürünlere bu fark yansımıştır.

2021 yılından 2022 yılına %33,6 artan Ticari Soğutucu Camları birim metrekare fiyatları 2023 yılında yatay seyretmiş, 2024 yılının ilk 9 ayında ise global cam fiyatlarında düşüşe paralel %19,2 seviyesinde düşüş göstermiştir.

Rusya'nın Ukrayna'yı işgal etmesiyle artan enerji fiyatları, GES yatırım geri dönüş sürelerini cazip hale getirerek 2022'de Solar Enerji Camlarına yoğun talep oluşmasını sağlamış ve üreticilerin fiyatlamada daha güçlü olmasına imkân vermiştir. 2022 yılında %50'nin üzerinde artan birim Solar Enerji Camı metrekare fiyatı, 2023 yılında %15'e yakın daralmıştır. 2023 yılı 3. çeyreğe kadar devam eden yüksek solar enerji camı talebi; enerji fiyatlarının dengelenmesi, Çin'de büyümenin yavaşlayarak, ihracatın payının artması ve konteyner maliyetlerinin cazip hale gelmesi sonucu panel ve panel bileşenleri fiyatlarını düşürmüştür. Çağdaş Cam, bu süreçte 2023 yılının son çeyreğinden itibaren fiyatlamadan ziyade, maliyet yönetimi ile karlılık seviyelerinden ödün vermeden satış hacmini artırmayı ve pazar payını koruma stratejisini benimsemiştir.

Cam ticaretinde fiyatlamada; ağırlıklı olarak tedarikçi fiyat listeleri baz alınarak yapılmaktadır. Tedarikçiden alınan satış primleri ve ödenen franchise bedelleri ile nakliye maliyetleri de göz önünde bulundurularak fiyatlamada yapılmaktadır. Bu iş kolunda kar marjları göreceli olarak sınırlı olmakla birlikte, özellikle mimari cam sektörünün dinamiklerinin takip edilmesi konusunda Şirket'e önemli katkı sağlamaktadır.

Net Satışlar

Net Satışlar Mn TL	2021	2022	2023	2023/09	2024/09
Ticari Soğutucu Camları	357	368	389	294	316
		<i>Değişim</i>	3,1%	5,6%	7,6%
Solar Enerji Camları	323	934	932	812	712
		<i>Değişim</i>	189,0%	-0,2%	-12,2%
Cam Ticareti	404	910	728	610	390
		<i>Değişim</i>	125,2%	-19,9%	-36,1%
Diğer Satışlar	76	115	131	105	116
		<i>Değişim</i>	51,7%	14,6%	10,2%
Toplam	1.160	2.326	2.180	1.821	1.535
		<i>Değişim</i>	100,6%	-6,3%	-15,7%

Satış Miktarları ve Birim Fiyatlar bölümlerinde detaylandırıldığı üzere Çağdaş Cam, satış miktarları ve fiyatlardaki artışlar sonucu, 2022 yılında hasılatını %100'ün üzerinde artırmıştır. 2023 yılında ise global ve bölgesel konjonktürdeki değişimlerle, 2022 yılının gerisinde kalmıştır. 2023 yılının ilk 9 ayında, 2023 hasılatının %70'ini gerçekleştirmiş olmakla birlikte söz konusu dönem; ilk 6 ayda talebin ve fiyatların yılın geri kalanına göre daha yüksek olduğu ancak 3.çeyrek itibariyle yavaşlamaya başladığı bir dönemdir. 2024 yılının ilk 9 ayı ise oldukça zorlu geçen, fiyatların baskı altında kaldığı ve piyasanın sürdürülebilir seviyelerini yansıtmadığı değerlendirilen bir dönemdir.

Net Satışlardaki Satış Payları	2021	2022	2023	2023/09	2024/09
Ticari Soğutucu Camları	31%	16%	18%	16%	21%
Solar Enerji Camları	28%	40%	43%	45%	46%
Cam Ticareti	35%	39%	33%	33%	25%
Diğer Satışlar	7%	5%	6%	6%	8%

2021 – 2024/09 dönemi incelendiğinde Net Satışlar içinde ticari soğutucu camlarının payı azalırken, Şirket'in stratejik kararı çerçevesinde solar enerji camların payı artmaktadır. Cam ticareti ise ilgili dönemlerde hasılatın ortalama %33'ünü oluşturmuştur.

6.2.3. Satışlar – 2024/4Ç - 2030 Dönemi Beklentileri ve Temel Varsayımlar

Aşağıda yer alan tablolarda; Çağdaş Cam'ın 2021, 2022, 2023 ve 2024/09 dönemleri itibarıyla gerçekleşen ve 2024/4Ç – 2030 dönemlerine ilişkin olarak; geçmişten bu yana gerçekleşen satışlar ile mevcut durumda devam ticari ilişkiler değerlendirilerek oluşturulan öngörüler;

- Satış miktarları (metrekare),
- Birim satış fiyatları (TL / metrekare)
- Toplam satış gelirleri (milyon TL)

kırılımında yer almaktadır.

2021 – 2024/09 dönemine ait veriler, TMS 29 kapsamında hazırlanan ve 30.09.2024 satın alma gücünü ifade eden bağımsız denetimden geçmiş mali tablolardan oluşturulurken, 2024/4Ç – 2030 dönemine ilişkin projeksiyon verileri güncel fiyatlar, enflasyon etkileri ve satış tahminleri dikkate alınarak oluşturulmuştur.

Satış Miktarları Projeksiyonları

Çağdaş Cam 2024/4Ç – 2030 satış miktarları öngörüsünde; Şirket'in mevcut durum itibarıyla sahip olduğu ürün çeşitleri ve kapasiteleri ile süregelen ticari ilişkileri kapsamında değerlendirme yapılmış, Şirket'in inşaat fazı Aralık ayınca başlayacak olan Manisa OSB 6. Kısım'daki 30 bin m² arası üzerinde planlanan üretim tesisi yatırımı, mevcut Manisa OSB tesisinde tamamlanmış olan ve FTR tarihi itibarıyla yükleme - depolama alanı olarak kullanılan 9 bin m² büyüklüğündeki üretim alanına yapacağı yatırıma ilişkin bir öngörü yapılmamıştır. Bu itibarla söz konusu yatırımların gelecek dönemde yaratacağı nakit akışlarının şirket değerine sağlayacağı katkı muhafazakar yaklaşımla dikkate alınmamıştır.

Çağdaş Cam, Aydın Kuyucak'ta ("Kuyucak Tesisi") ticari soğutucu camları ve enerji solar camları üretebilmektedir ve bu kapasiteler geçişkendir. 30.09.2024 itibarıyla güncel kapasite raporuna göre Kuyucak Tesisi'nin yıllık kapasitesi, 2.551.678 m²/yıl olup projeksiyon dönemi boyunca kapasite artışı öngörülmemiştir. Şirketin stratejisi ve gelecek vizyonu çerçevesinde bu yıllık kapasitenin 1.200.000 metrekaresinin ticari soğutucu; 1.200.000 metrekaresinin solar enerji camlarına tahsis edileceği varsayılmıştır. Söz konusu kapasiteler temelde temperleme fırınının kapasitesini ifade etmektedir.

Çağdaş Cam, Manisa OSB'de ("Manisa OSB Tesisi") enerji camları sınıfındaki solar camları üretmektedir. 2022 yılı Haziran ayında üretime başlayan fabrika, geçen süre içinde kademeli olarak üretim kabiliyetlerini artırarak 2024 yılı itibarıyla tam randımanlı çalışmaya başlamıştır. 30.09.2024 itibarıyla güncel kapasite raporuna göre Manisa OSB Tesisi'nin yıllık kapasitesi, 3 vardiya 5.127.447 m²/yıl'dır. Bununla birlikte Şirket'ten alınan bilgiler çerçevesinde "Üretim İmkani" muhafazakar tarafta kalınarak 3.900.000 metrekare olarak dikkate alınmıştır.

Cam, üretimde verimliliğin artırılması ve yalınlaşma amacıyla sürekli makine-ekipman ve süreç iyileştirme yatırımları yapmaktadır. Şirket'in bu kapsamdaki yatırımlarından olan ve bedelinin tamamının ödendiği; "temper öncesi işleme otomasyon yatırımı" kapsamındaki makine ve ekipmanların kurulumu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla tamamlamıştır. Bu sayede; aynı personel sayısı ile mevcut fabrikada 3 vardiya yerine 4 vardiya üretim yapılması hedeflenmektedir. Yatırımın tamamlanmasıyla güncel fiili solar yıllık işleme kapasitesi 5.200.000 metrekareye ulaşmış, 4 vardiya üretim yapılması için personel alım süreci devam etmektedir.

Şirket, Türkiye için her açıdan stratejik öneme sahip olan enerji sektörünün, en hızlı büyüyen alt kolu olan güneş enerjisi santralleri alanındaki hızlı büyümeye ve teknolojik gelişmelere cevap verebilmek amacıyla, proaktif davranarak Manisa OSB Tesisi'nde benzer birçok tesisten farklı olarak 2 mm solar enerji camı üretebilecek yetkinlikte bir makine parkı oluşturmuştur. Günümüzde kullanılan geleneksel güneş paneli modüllerinde 3.2 mm kalınlığında cam kullanılmaktadır. Geleneksel modüllerin aksine, iki yüzeyli güneş enerji paneli, ön taraftaki güneş ışığını ve arka taraftaki yansıyan ışığı aynı anda kullanarak hem ön hem de arka taraftan enerji üreterek üretilen enerji çıktısını artırmaktadır. Bi-facial olarak adlandırılan bu panellerde 2 adet 2 mm kalınlığındaki cam kullanılmaktadır ve sektörde kısa vadede, verimliliği daha yüksek olan bu panel tipine geçilmesi beklenmektedir. Çağdaş Cam özelinde ise bu geçiş, cam kalınlığının incilmesi ile temperleme süresini kısaltmakta ve üretilen metrekareyi artırmaktadır. 5.200.000 metrekare olan 3.2 mm'lik kapasitenin tamamının 2 mm üretilmesi halinde, kalınlığı azalan ürünün temperlemede geçen süresinin azalarak, günlük üretimin artması sonucu kapasite 7.800.000 metrekare olmaktadır. Projeksiyonlarda 2025 yılının 4. çeyreğinden itibaren tüm enerji solar camlarının 2 mm olarak üretileceği varsayılmıştır. Bununla birlikte Şirket, halihazırda 2 mm cam satışlarını sürdürmektedir. Söz konusu kapasite güncellemeleri ek yatırım ihtiyacı doğurmamakta olup üretimde otomasyon yatırımı ve teknolojik gelişme ile daha yüksek verimliliğe sahip solar panel camının incilmesi sonucu oluşmaktadır. Temel itibarıyla solar enerji camlarında metrekare bazında görülen artış yüksek olsa da bu durum bi-facial geçişi sonrası solar panellerde 1 adet yerine 2 adet solar cam kullanılmasından kaynaklanmaktadır.

Satışlar - metrekare	2021	2022	2023	2024/09	2024/4Ç. T*	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2024T
Ticari Soğutucu Camları	546.186	421.616	448.939	453.908	126.097	610.700	638.985	656.280	669.088	673.548	673.548	580.005
Değişim		-22,8%	6,5%	33,2%	16,6%	5,3%	4,6%	2,7%	2,0%	0,7%	0,0%	29,2%
Solar Enerji Camları**	1.386.337	2.560.987	2.995.403	3.361.863	1.163.146	5.725.000	7.500.000	7.500.000	7.500.000	7.500.000	7.500.000	4.525.000
Değişim		84,7%	17,0%	35,0%	129,9%	26,5%	31,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	51,1%
Mamül Satışları	1.932.523	2.982.603	3.444.342	3.815.771	1.289.243	6.335.700	8.138.985	8.156.280	8.169.088	8.173.548	8.173.548	5.105.005
Değişim		54,3%	15,5%	34,8%		24,1%	28,5%	0,2%	0,2%	0,1%	0,0%	48,2%
Cam Ticareti	1.888.346	2.681.459	2.246.086	1.540.301	516.734	2.129.031	2.235.483	2.347.257	2.441.147	2.538.793	2.538.793	2.057.035
Değişim		42,0%	-16,2%	-16,5%	28,5%	3,5%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	0,0%	-8,4%
Toplam Satışlar (Mamül + Ticaret)	3.820.869	5.664.063	5.690.428	5.356.072	1.805.977	8.464.731	10.374.468	10.503.537	10.610.235	10.712.340	10.712.340	7.162.040
Değişim		48,2%	0,5%	14,6%		18,2%	22,6%	1,2%	1,0%	1,0%	0,0%	25,9%

* 01.10.2024 – 31.12.2024 dönemi

** Solar Enerji Camlarında 2025 ve 2026 yıllarında meydana gelen artışın temel nedeni ek yatırım ihtiyacı olmadan 3,2 mm cam yerine işleme süresi daha kısa olan ve yüksek verimliliğe sahip güneş panellerinde kullanılan (panel başına 2 adet) 2,0 mm cam üretimine geçilmesi ile sağlanan kapasite ve üretim artışıdır.

2024 yılı sektörün en zor yılı olarak devam etmektedir. Bununla birlikte Şirket, proaktif davranarak ticari soğutucu ve solar cam piyasasında 2024 yılının ilk 9 ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre önemli miktarda büyüme göstermiş; fiyatların ve talebin canlı olduğu 2023 yılının ilk 9 ayında 2,8 milyon metrekare satış yapan Çağdaş Cam zorlu bir dönem olan 2024 yılının ilk 9 ayında satışları %35 artırmayı başararak 3,8 milyon metrekareye ulaşmıştır. 2024 yılının son çeyreğinde sınırlı iyileşme beklemekle birlikte 01.10.2024 – 31.12.2024 dönemine ilişkin satış öngörülerinde ilk yarıya paralel miktarda üretim yapılacağı varsayılmıştır.

Solar Enerji Camları

Enerji ithalatı, Türkiye'nin cari açığında en yüksek etkiyi yapan unsurlardandır. 2023 yılında Türkiye enerji ithalatı 69 milyar ABD doları, dış ticaret açığı 106 milyar ABD doları olup cari açığı 45 milyar ABD doları seviyesindedir. Ek olarak hem Birleşmiş Milletler raporlarında hem de Türkiye'nin de dahil olduğu Paris İklim Anlaşması ve Avrupa Yeşil Mutabakatı'nda; karbon salımının 2030'a kadar %55 azaltılması, elektrik üretiminde yenilenebilir enerjinin payının %40'a ulaşması ve 2050'de «net sıfır» karbon salımının sağlanması ihtiyaçları gündeme gelmiştir.

Ülkemizde de yapılan düzenlemelerle depolamalı yenilenebilir kapasitelerin kurulum süreçleri hızla devam etmektedir. Bu kapsamda EPDK Haziran 2024 itibarıyla, 14 GW'yi aşkın kurulu güce sahip depolamalı GES projesine ön lisans vermiştir. Söz konusu projelerin yakın vadede geliştirilmeye başlanması ile güneş enerji santrallerinde önemli düzeyde artış meydana geleceği öngörülmektedir.

2022 yılının Haziran ayında üretime başlayan ve solar enerji camları üretimi gerçekleştiren Manisa OSB Tesisi'nin 2024 yılı itibarıyla tam kapasite ve performansla çalışabilecek noktaya gelmiş olmasına rağmen 2024 yılının son 3 ayında; ilk 9 ayına benzer seviyede üretim yapılacağı öngörülmüştür.

2025 ve 2026 yıllarındaki artışların en temel tetikleyicisi GES talebi ve sektördeki performans artırımını sağlayacak olan bifacial güneş enerjisi teknolojisinin yaygınlaşmasıdır. Bu sayede 3,2 mm kalınlığında tek camlı olan paneller, çift yüzeyde 2 mm kalınlığındaki 2 camın kullanılmasıyla daha verimli hale gelecektir. Sektörün çoğunluğunun aksine Çağdaş Cam'ın halihazırda bu ürünü işleyebiliyor olması, Şirket'in bu dönüşümde avantajlı bir konuma getirmektedir. Çağdaş Cam'ın gelecek yıllarda özellikle depolamalı GES projelerinin de geliştirilmeye başlanmasıyla birlikte üretim miktarlarını önemli ölçüde artırması öngörülmektedir. Şirket bu artışa cevap vermek üzere ihtiyaç duyacağı hammaddeye ilişkin olarak cam tedarik sözleşmelerini bugünden imzalamıştır.

Projeksiyonlarda öngörüldüğü üzere; 2025 yılının 4. çeyreğinden itibaren enerji solar camlarının 2 mm olarak üretilmesiyle birlikte, ek yatırım ihtiyacı olmaksızın üretim miktarının ana belirleyicisi olan temperleme kapasitesi %50 artmış olacaktır. 2025 ve 2026 yıllarında sırasıyla %26,5 ve %31,0 büyüme öngörülmüş olup, sonraki yıllarda miktar artışı öngörülmemiştir. 2021, 2022, 2023 ve 2024/09 dönemlerinde sırasıyla 216 bin, 362 bin, 159

bin ve 100 bin metrekare solar enerji camları ihraç edilmiş olup, Şirket'in geçmiş iş ilişkileri ve potansiyel pazarlara yüksek erişimine rağmen muhafazakar tarafta kalınarak 2024 ve 2025 yıllarında yıllık 125 bin metrekare, sonraki yıllarda ise her yıl 100 bin metrekare ihracat gerçekleştireceği varsayılmıştır. Çağdaş Cam'ın 2025 yılından itibaren cirosunun yarısını solar enerji camlarından elde etmesi öngörülmektedir.

Ticari Soğutucu Camları

Ticari Soğutucu Camları altında sınıflanan; dikey(ısıcam) ve yatay soğutucu(tekcam) camlarında geçmiş yıllara göre; nüfus artışı, şehirleşme ve küresel ısınma gibi etkilerin sonucu oluşması beklenen piyasa büyümesine paralel artışlar öngörülmüştür. Şirket, Türkiye'de ve dünyada önde gelen ticari soğutucu üreticileri ile uzun yıllara dayanan sağlam ticari ilişkilere sahiptir. 2025, 2026 ve 2027 yıllarında yatay soğutucu camlarında her yıl %2,0 ve dikey soğutucu camlarında ise (ısıcam, çiftcam) yurt içinde 2025 yılında %7,5, 2026 yılında %5,0, 2027 yılında %2,5 ve 2028 yılında %2,0 ve ihracatta ise 2024 yılı ilk 9 ayında 2023 yılının 12 aylık tamamına göre %72 artış gerçekleştiği göz önünde bulundurularak 2025 ve 2026 yılında %7,5, 2027, 2028 ve 2029 yıllarında %5,0 büyüme öngörülmüştür. Diğer yıllarda ise büyüme öngörülmemiştir. Mevcut durum itibarıyla Kuyucak'ta solar enerji camlarına da kapasite ayrılmaktadır. Bununla birlikte 2025'in 4.çeyreğinden itibaren tüm solar enerji camlarının Manisa OSB Tesisi'nde üretilecek olması sayesinde Kuyucak tesisinde daha yüksek miktarda ticari soğutucu cam üretim potansiyeli oluşacaktır. Şirket'in boşa çıkan söz konusu kapasiteyi, ihracata yönelik yüksek fiyatlı ticari soğutucu camlarına tahsis etmesi ve beyaz eşya camı üretiminde değerlendirmesi için avantajları bulunmakla birlikte muhafazakar yaklaşımla alternatif ürün gruplarına ilişkin olarak bir öngörü yapılmamıştır.

Projeksiyonlara dahil edilmemesine karşın Şirket'in daha önce üretim ve satışını gerçekleştirdiği ayrıca kısa vadede yine üretim ve satışını gerçekleştirebileceği alternatif ürünlere ilişkin avantajlar; Türkiye'nin önde gelen beyaz eşya üreticilerine ürün tedarik etmek üzere akreditasyon ve onaylara sahip olması, Türkiye'nin önde gelen üreticilerine yakın konumda bulunması nedeniyle özellikle navlun maliyetleri açısından ithalatın yanı sıra birçok yerli üreticiye nazaran daha uygun fiyatlar sunabilmesi olarak sıralanabilir.

Çağdaş Cam'ın 2021 yılında 546.186 metrekare ticari soğutucu camı işlemesi gerçekleştirdiği değerlendirildiğinde; 2029 yılında ulaşılabilecek 673.548 metrekarelik satış miktarı, %2,7 seviyesinde yıllık ortalama bileşik büyüme ifade etmektedir. Türkiye cam pazarının geçmiş büyümesi ve gelecek beklentileri dikkate alındığında söz konusu büyüme muhafazakar seviyede belirlenmiştir.

Cam Ticareti

Ağırlıklı mimari sektörde kullanılan camların Şişecam'ın bayisi sıfatıyla ticaretini yapan Çağdaş Cam'ın ticaretteki temel kontrol noktası alacak riskini yönetmektir. Özellikle 2024 yılında yaşanan yüksek enflasyon ve sıkışık piyasa koşullarını göz önünde bulunduran Şirket, alacak tahsil riskini asgari düzeyde tutmayı hacim artışına tercih etmektedir. Piyasa koşullarının gelecek dönemlerde dengelenmesi ile birlikte cam ticaretinde hızlı yükseliş potansiyeli bulunmaktadır. Bununla birlikte, takip eden yıllarda muhafazakar yaklaşımın

seviyesinde artışlar öngörülerek 2022 seviyesindeki 2.681.459 metrekarenin projeksiyon dönemi boyunca aşılmayacağı öngörülmüştür.

Birim Satış Fiyatları

2024 – 2030 döneminde tüketici fiyatları endeksinin %44'ten kademeli olarak %11 seviyesine gerileyeceği öngörülmektedir.

Dönem	2024/4Ç*	2025	2026	2027	2028	2029	2030
TÜFE	5,6%	32,5%	25,0%	20,0%	15,0%	12,0%	11,0%

Kaynak: Deniz Yatırım Araştırma

*01.10.2024 – 31.12.2024 dönemi, 2024: %45

Temel itibarıyla bir muhasebesel gösterim şekli olan TMS 29'un etkileri kapsamında 30.09.2024 bazına getirilmiş birim fiyatlara göre geçmiş dönem verileri ve gelecek projeksiyonları aşağıda yer almaktadır:

Birim Fiyat (TL / m ²)	2021	2022	2023	2024/09	2024/4Ç, T*	2025 T	2026 T	2027 T	2028 T	2029 T	2030 T	2024 T
Ticari Soğutucu Camları	654	873	866	697	749	995	1.247	1.498	1.726	1.936	2.149	708
Değişim		33,6%	-0,8%	-19,2%		40,5%	25,3%	20,1%	15,2%	12,2%	11,0%	-18,2%
Solar Enerji Camları	233	365	311	212	225	288	342	410	472	528	587	215
Değişim		56,5%	-14,7%	-35,0%		33,7%	18,7%	20,0%	15,0%	12,0%	11,0%	-30,8%
Cam Ticareti	214	339	324	253	270	357	446	536	616	690	766	257
Değişim		58,6%	-4,4%	-23,5%		38,8%	25,0%	20,0%	15,0%	12,0%	11,0%	-20,7%

* 01.10.2024 – 31.12.2024 dönemi

Solar Enerji Camları

2022 yılının tamamı ve 2023 yılının ilk yarısında yüksek talep gören solar panel piyasası, özellikle Çin'de yaşanan durgunlukla birlikte yavaşlamıştır. Azalan karlılıklar solar panel üreticilerinin tedarikçilerine de aynı yönde yansımıştır. Sektörde 2024'ün son çeyreğinde karlılıklarda sınırlı da olsa toparlanma emareleri görülmektedir.

Çağdaş Cam, hem üreticilerin yerlilik ihtiyaçlarına cevap vermesi hem de kalitesi ile sadık müşteri portföyü ile ticari ilişkilerini fiyat zorluğu yaşamadan sürdürmektedir. Özellikle yıl içinde yaşanan Kızıldeniz'deki Husi saldırıları konteyner sigorta maliyetlerinde önemli artışa ve hatta bazı şirketlerin sigorta yapmamasına ve ürünlerinin riskinin tamamen alıcı tarafından üstlenilmesine sebep olmuştur. Bu durum ithal cam maliyetlerini artırmaktadır. Ayrıca yenilenebilir enerji ihalelerinde yerli üretime sağlanan teşvikler, Çağdaş Cam ürünlerine avantaj sağlamaktadır.

Solar Enerji cam ürünleri döviz üzerinden fiyatlanmaktadır. Piyasada 2024 yılının son çeyreğinde görülmeye başlayan sınırlı da olsa normalleşme ile birlikte yılın son 3 ayında fiyatların 2024 yılının ilk 9 ayına göre enflasyonun %10 üzerinde artarak %6,5 ve sonraki yıllarda enflasyona paralel şekilde artacağı öngörülmüştür. Söz konusu fiyat artışları, mevcut durumda yaşanan durgunluk nedeniyle, 2022 ve 2023 döneminde görülen fiyat seviyelerinin altında seyreden 2024/09 fiyatları üzerinden hesaplanmaktadır. 2026 yılında başlayarak fiyatların olağan seviyelerine ulaşacağı öngörülmektedir. 2025 yılında itibarıyla özellikle

depolamalı GES projelerinin katkısı ile piyasada artacak talep ve bifacial geçişi ile solar cam fiyatlarının Amerikan doları bazında yeniden daha önce gördüğü eski seviyelerine doğru hareket etmesi öngörülmektedir. 2024 yılının son 3 ayında %6,5 seviyesinde fiyat artışı öngörülmesine rağmen; 2024 yılının tamamı için hesaplanan solar enerji fiyatı 2023 yıl sonuna göre %31 daha düşük seviyededir. Fiyat artışlarının daha hızlı olması beklenmekle birlikte muhafazakar yaklaşımla söz konusu artış kademeli olarak yansıtılmıştır.

Ticari Soğutucu Camları

Ticari Soğutucu Camlarının ağırlıklı bölümü döviz üzerinden fiyatlanmaktadır. Ticari Soğutucu Camlarında da solar panel camlarına paralel şekilde birim fiyatların, cam fiyatlarında yaşanacak toparlanma ile birlikte 2024 yılının son 3 ayında, 2024 yılının ilk 9 ayına göre %6,5 ve 2025 yılından itibaren de enflasyon seviyesinde fiyat artışları olacağı tahmin edilmektedir. Söz konusu artışa rağmen, 2024 yılı ticari soğutucu camların birim fiyat seviyesi 2023 yılına göre %18 daha düşük öngörülmektedir. 2024'ün ilk 9 ayında dip fiyatların görüldüğü değerlendirilerek, muhafazakar yaklaşımla bu seviyelerden sınırlı artış öngörülmüştür.

Cam Ticareti

Fiyat artışları solar enerji ve ticari soğutucu camlarına benzer seviyelerde öngörülmüş olup, 2024 fiyatları enflasyona rağmen 2023 fiyatlarının %20 altında öngörülmüştür.

Net Satışlar

Birim pay fiyatı ve miktar öngörülerinde detayları anlatıldığı üzere Çağdaş Cam önümüzdeki dönemlerde odak noktasını solar enerji camları olarak belirlemiş olup, ticari soğutucuda pazar büyümesi ile ihracat odağının artması ve enflasyona paralel mamül net satışlarında artış oluşurken; ticaretteki artışın daha sınırlı olacağı öngörülmüştür. Çağdaş Cam, 2025 yılından itibaren cirosunun yarısını solar enerji camlarından elde ederken, projeksiyonlarda çok sınırlı yer verilen ihracat potansiyelini de değerlendirebilecektir.

Net Satışlar, Mn TL	2021	2022	2023	2024/09	2024/4C T*	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2024T
Ticari Soğutucu Camları	357	368	389	316	94	608	797	983	1.155	1.304	1.447	411
Değişim		3,1%	5,6%	7,6%		47,9%	31,1%	23,4%	17,5%	12,9%	11,0%	5,6%
Solar Enerji Camları	323	934	932	712	262	1.649	2.564	3.077	3.538	3.963	4.399	975
Değişim		189,0%	-0,2%	-12,2%		69,2%	55,5%	20,0%	15,0%	12,0%	11,0%	4,6%
Cam Ticareti	404	910	728	390	139	760	998	1.258	1.504	1.752	1.945	529
Değişim		125,2%	-19,9%	-36,1%		43,7%	31,3%	26,0%	19,6%	16,5%	11,0%	-27,3%
Diğer Satışlar	76	115	131	116	26	150	196	245	291	335	372	143
Değişim		51,7%	14,6%	10,2%		5,0%	31,0%	24,8%	18,7%	15,2%	11,0%	8,4%
Toplam	1.160	2.326	2.180	1.535	522	3.167	4.555	5.562	6.488	7.354	8.162	2.057
Değişim		100,6%	-6,3%	-15,7%		53,9%	43,8%	22,1%	16,6%	13,3%	11,0%	-5,7%

* 01.10.2024 – 31.12.2024 dönemi

** Solar Camlarda 2025 ve 2026 yıllarında meydana gelen artışın temel nedeni ek yatırım ihtiyacı olmadan 3,2 mm cam yerine işleme süresi daha kısa olan ve yüksek verimliliğe sahip güneş panellerinde kullanılan (panel başına 2 adet) 2,0 mm cam üretimine geçilmesi ile sağlanan kapasite ve üretim artışıdır.

Diğer Satışlar, ağırlıklı olarak hurda satışları ve çeşitli başlıklardan oluşan tedarikçi primlerinden meydana gelmektedir. Söz konusu gelirlerin gelecek dönemlerde de benzer seviyelerde devam edeceği öngörülmüştür.

6.2.4. Satışlar, Satışların Maliyeti ve Brüt Kar

Çağdaş Cam'ın satış projeksiyonlarına ilişkin; miktar ve fiyat varsayım ve beklentileri ilgili bölümlerde detaylı olarak açıklanmıştır. Şirket, söz konusu satış projeksiyonları kapsamında zor başlayan 2024 yılının son çeyreğinde sınırlı da olsa normalleşmenin başlayacağını ve bu durumun kar marjlarına da olumlu olarak yansıtılacağını varsaymaktadır. Çağdaş Cam'ın üretimde verimlilik ve yalınlaşma konularında uzun zamandır devam eden yatırımlarının sonuçlarının özellikle satışların maliyetine yansıtılması da kar marjlarına olumlu katkı yapacaktır. Bununla birlikte muhafazakar tarafta kalmak amacıyla söz konusu iyileşmeler projeksiyonlara gerçekleşmesi beklenen zamandan daha geç yansıtılmıştır.

Çağdaş Cam, yıllardır devam eden optimizasyon, dijitalleşme ve otomasyon yatırımlarını 2024 yılında daha da hızlandırıp, tamamlayarak önemli performans iyileştirmeleri gerçekleştirmiştir. Bu kapsamda Şirket;

- 1- ERP güncellemesi geçişi yapılarak takip sistemleri iyileştirilmiştir. Bu süreçle ilgili Genel Yönetim Giderleri içinde izlenen danışmanlıkların alınmaya devam edilmesiyle tüm alanlardaki verimlilik katkısı sürdürülecektir.
- 2- Solar enerji camlarında 2024 yılından önce geri talep edilmeyen ürün ambalajları ve paketleme kasaları; 2024 yılı Mayıs ayından itibaren müşterilerden talep edilmeye başlanmış ve önemli maliyet avantajı elde edilmiştir. Söz konusu iyileşmenin etkileri 2024 yılının üçüncü çeyreğinde görülmüş olup bu etki gelecek dönemlerde de devam edecektir.
- 3- Şirket'in süreç iyileştirme yatırımlarından olan ve bedelinin tamamını ödlediği "temper öncesi işleme otomasyon yatırımını" kapsamındaki makine ve ekipmanların kurulumu tamamlanmıştır. Bu sayede; bu üretim sürecinde çalışan işçi gereksinimi azalmış ve mevcut kadro ile fabrikada 3 vardiya yerine 4 vardiya üretim yapılması mümkün hale gelmiştir. Kurulumun tamamlanmasıyla fiyat tespit raporu tarihi itibarıyla fiili solar yıllık işleme kapasitesi 5.200.000 metrekare olmuştur. Ancak işçi maliyetlerindeki azalma için muhafazakar davranılarak 2025 yılı başından itibaren mali verilere yansıtacağı öngörülmüştür. Söz konusu yatırım; istasyonlar arasında işçiler tarafından taşınırken oluşan fireyi de süreci otomatize ederek azaltacaktır. Fire etkisinin 2024 yılı son çeyreğinde görüleceği varsayılmıştır.
- 4- Solar enerji camlarında; tedarikçiden plaka olarak alınan camlarda kesim sırasında oluşan önemli düzeydeki fireler; ürünün üretime hazır boyutta "cut size" olarak temperlemeye hazır olarak tedarik edilmesiyle birlikte ortadan kalkmıştır. Yukarıda açıklanan otomasyon yatırımlarının da etkisi dikkate alındığında Şirket'in toplam üretim firelerinde %75 düzeyinde azalma görülecektir. Ürünler Mayıs ayından itibaren cut-size alınmaya başlamış olmakla birlikte bu iyileşmenin tam etkisinin muhafazakar 2024 yılı 4.çeyreğinde görüleceği varsayılmıştır.

- 5- Manisa OSB Tesisi için 17.02.2023 tarihinde alınan çağrı mektubu kapsamında 2.6 MWp çatı GES'te Ekim ayı itibariyle elektrik üretimi başlamış olup, elektrik maliyetlerinde %15 tasarruf sağlaması beklenmektedir.
- 6- Şirket 2024 yılı başında tüm çalışanlarına yüksek oranda zam yapmıştır. Ayrıca bayramlarda ve performans ölçümleri çerçevesinde ek ödemeler yapmaktadır. 2024 yılı içinde asgari ücrete ara zam yapılmamış olup, bu kapsamda 2024 yılının son çeyreğinde ücretlerde herhangi bir artış öngörülmemiş, 2025 yılından itibaren enflasyon oranında artış öngörülmüştür.
- 7- Çağdaş Cam'ın uzun yıllardır güçlü ticari ilişkiler sürdürdüğü hammadde tedarikçileri ile yapılan görüşmelerde ürün maliyetlerinde ve ödeme vadelerinde önemli avantajlar elde edilmiştir. Bu iyileşmelere ilişkin projeksiyonlarda bir öngörü yapılmamış olup yukarı yönlü potansiyel olarak saklı bırakılmıştır.

Şirket uzun süredir, yeşil ve dijital olmak üzere ikiz dönüşüm sürecindedir. Yeşil dönüşüm kapsamında GES yatırımları, dijital dönüşüm sürecinde ERP ve otomasyona önem verilmektedir. Bu iyileştirmeler, özellikle satılan mamül maliyetine etki ederek yalınlaşma ve otomasyon sayesinde şirketin brüt marjlarında yukarıda açıklanan kapsamda kademeli olarak iyileşmeler sağlayacaktır.

Brüt Kar Marjı öngörülmesi; geçmiş dönem mali veriler ile güncel satış fiyatları ve maliyet seviyeleri dikkate alınarak öngörülmüştür. Projeksiyon dönemlerine ait, satış kırımları, maliyetler, brüt kar (amortisman hariç) ve brüt kar marjları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Satışlar, SMM, Brüt Kar Mın TL	2021	2022	2023	2024/09	2024/4Ç.T*	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2024T
Mamül Sat. ve Diğer Satışlar	756	1.416	1.452	1.145	383	2.406	3.557	4.305	4.984	5.602	6.218	1.528
Cam Ticareti	404	910	728	390	139	760	998	1.258	1.504	1.752	1.945	529
Toplam Net Satışlar	1.160	2.326	2.180	1.535	522	3.167	4.555	5.562	6.488	7.354	8.162	2.057
<i>Değişim</i>		100,6%	-6,3%	-15,7%		53,9%	43,8%	22,1%	16,6%	13,3%	11,0%	-5,7%
Satılan Mamul Maliyeti	476	831	920	697	239	1.477	2.160	2.608	3.013	3.380	3.752	936
Ticari Mal Maliyeti	337	726	635	324	116	621	799	1.007	1.205	1.403	1.557	441
Diğer SMM	38	107	90	75	11	66	95	115	133	149	165	85
Toplam SMM (Amortisman Hariç)	850	1.663	1.645	1.096	366	2.164	3.055	3.730	4.350	4.932	5.475	1.462
Brüt Kar	309	663	536	439	157	1.002	1.500	1.833	2.138	2.421	2.687	595
<i>Marj</i>	26,68%	28,50%	24,57%	28,58%	29,98%	31,65%	32,94%	32,95%	32,95%	32,93%	32,93%	28,93%

* 01.10.2024 – 31.12.2024 dönemi

Yukarıda detaylı olarak açıklanan somut iyileştirmelerin özellikle satılan mamül maliyetinde yaratacağı etki dikkate alınmış, ERP yatırımları sonucu ticari mal maliyetinde de sınırlı düzeyde iyileşme olacağı öngörülmüştür. Satılan malın maliyeti altında yer alan Diğer kalemi ise fireler sonucu oluşan hurdanın maliyeti olup, firelerdeki iyileşmelerle birlikte, söz konusu giderlerin mamül satışlarına oranı azalacaktır.

Şirket'in amortisman hariç brüt kar marjı; 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla %26,7, %28,5 ve %24,6 düzeyindedir. Brüt Kar marjı, 2023 yılının ilk 9 ayında %21,3 iken 2024 yılında görülmeye başlayan iyileşmelerin etkisiyle 2024 yılının ilk 9 ayında %28,6 olarak gerçekleşmiştir. Brüt Kar Marjı, 2024/4Ç – 2030 arasında yukarıda detayları ile açıklanan ve 2024 yılının 3. çeyreğinde de etkileri dikkate değer şekilde görülen; firelerde sağlanan yüksek iyileşme, işçilik payında görülen azalış, yalınlaşma, otomasyon ve enerji yatırımlarının sonucunda kademeli olarak %32,9 seviyelerine ulaşacaktır.

6.2.5. Faaliyet Giderleri

Çağdaş Cam'ın faaliyet giderleri; Genel Yönetim ve Pazarlama Giderleri'nden oluşmaktadır. Aşağıdaki tabloda Faaliyet Giderleri'nin alt kırılımları ile birlikte gerçekleşme ve projeksiyon dönemlerindeki seyri yer almaktadır.

Faaliyet Giderleri Mn TL (Amortisman Hariç)	2021	2022	2023	2024/09	2024/4Ç, T*	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2024T
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gid.	36	69	72	88	30	162	181	220	256	289	321	118
Satışlara Oranı	3,14%	2,98%	3,29%	5,73%	5,73%	5,12%	3,97%	3,96%	3,94%	3,93%	3,93%	5,73%
Genel Yönetim Giderleri	38	37	54	77	26	121	151	181	208	233	258	103
Satışlara Oranı	3,32%	1,58%	2,48%	5,01%	4,94%	3,81%	3,31%	3,25%	3,20%	3,17%	3,17%	4,99%
Faaliyet Giderleri	75	106	126	165	56	283	332	401	464	522	579	221
Satışlara Oranı	6,46%	4,56%	5,77%	10,74%	10,67%	8,93%	7,28%	7,21%	7,15%	7,10%	7,10%	10,72%

* 01.07.2024 – 31.12.2024 dönemi

Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri – Amortisman Hariç

Çağdaş Cam'ın Pazarlama, Satış ve Dağıtım giderleri; Nakliye Giderleri, Personel Giderleri, Taşıt ve Yakıt Giderleri, Bakım ve Onarım Giderleri, Elektrik Giderleri, Vergi, Resim ve Harçlar, Diğer Giderlerden oluşmaktadır. Söz konusu giderler içinde önemli paya sahip olan ve son yıllarda düşen ürün fiyatları nedeniyle oransal olarak artan Nakliye Giderlerinin projeksiyon döneminde, 2021, 2022 ve 2023 yıllarında satışlara oranının %2,2-%2,3 seviyelerinde olmasına rağmen projeksiyon döneminde 2024 yılı ilk 9 ayında %4,4 seviyesinden kademeli olarak %3,0 seviyelerinde dengeleneceği öngörülmüştür. 2025'ten itibaren ABD doları bazında da normalleşeceği varsayılan ürün fiyatlarının etkisi muhafazakar davranılarak çok sınırlı yansıtılmıştır. Sonuç itibarıyla geçmiş dönemlerde %3,0 - %5,7 aralığında seyreden Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri'nin Satışlara oranının kademeli olarak azalarak %3,9 seviyesinde dengeleneceği öngörülmüştür.

Genel Yönetim Giderleri – Amortisman Hariç

Genel Yönetim Giderleri; Personel Giderleri, Taşıt ve Yakıt Giderleri, Kira Giderleri, Danışmanlık Giderleri, Bakım ve Onarım Giderleri, Temsil ve Ağırlama Giderleri, Elektrik, Su, Doğalgaz Giderleri, Vergi, Resim ve Harçlar, Bilgi İşlem Gideri, Sigorta Giderleri, Güvenlik Hizmetleri, Kırtasiye ve Malzeme giderleri, Yurtiçi ve Yurt Dışı Seyahat Giderleri ve Diğer Giderlerden oluşmaktadır. Kira giderlerinin 2024 yılının kalan 3 ayında artış göstermeyeceği; 2024 yılında ağırlıklı olarak ERP geçişi ve halka arz kapsamında artan danışmanlık giderlerinin yılın geri kalanında paralel seviyede devam edeceği, söz konusu özel

proje nedeniyle artan giderlerin 2025 yılında eski seviyelerinin ortalamaları üzerinden devam edeceği, bahsi geçmemiş diğer giderlerin ise projeksiyon dönemi boyunca enflasyona paralel olarak artacağı varsayılmış olup, uzun vadede satışlar içindeki genel yönetim giderlerinin payının kademeli olarak azalarak 2022 ve 2023 yıllarının bir miktar üzerinde olacak şekilde %3,2 seviyelerinde dengelenmesi beklenmektedir.

Sonuç olarak 2024'te düşen fiyatlar ile oransal olarak yüksek gözükken faaliyet giderleri, 2025 ve sonrası toparlanma ve ölçek ekonomisine rağmen muhafazakar yaklaşım gösterilerek 2022 ve 2023 yılı seviyelerinin oransal olarak üzerinde olacak şekilde %7,10 seviyelerinde dengeleneceği öngörülmektedir.

6.2.6. FAVÖK ve FAVÖK Marjı

Çağdaş Cam'ın 2021 – 2024/09 dönemlerine ilişkin gerçekleştirmeleri ile 2024/4Ç– 2030 dönemlerine ilişkin projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Satışlar, maliyetler ve faaliyet giderleri bölümlerinde detayları olarak açıklanan projeksiyonlar sonucu “faiz amortisman vergi öncesi kar” (FAVÖK) seviyelerine ulaşılmıştır.

Çağdaş Cam'ın geçmiş dönemlerine ilişkin olarak yapılan FAVÖK hesaplamalarında, ağırlıklı kısmı ticari faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gelir ve giderleri ile Nazilli Tesisi'nde kurulu çatı GES'in Şirket kullanımından arta kalan elektrik satış gelirlerinden oluşan Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler de dikkate alınmıştır. Şirket, satışlarının ve maliyetlerinin bir kısmını döviz veya döviz bazlı olarak yapmaktadır. Şirket'in kar marjları ile alacak tahsil ve borç ödeme süreleri dikkate alındığında söz konusu gelir ve giderler ticari faaliyetlerinin ve faaliyet karının ayrılmaz bir parçası olarak değerlendirilmektedir. Bununla birlikte 2024 yılının 10. ayından itibaren oluşturulan projeksiyonlarda da Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler'in oluşacağı tahmin edilmekle birlikte muhafazakar tarafta kalınarak bir öngöründe bulunulmamıştır.

Buna göre Şirket'in 2021 – 2022 - 2023 ve 2024/09 dönemlerinde sırasıyla %26,9, %24,9, %22,1 ve %20,2 seviyelerinde seyreden FAVÖK marjlarının, 2024'ün son 3 ayında %19,3 ve bu itibarla 2024'ün tamamında %20,0 olarak gerçekleşeceği öngörülmektedir. İlgili bölümlerde detaylı olarak açıklandığı üzere; Şirket'in uzun yıllardır üretim süreçlerinin iyileştirilmesi ve yalınlaştırılması kapsamında devam eden başta makine-ekipman-otomasyon yatırımları ile 2,6 MWp GES'in 2024 yılının son çeyreğinden itibaren tam kapasite ile devreye girmesi ile birlikte özellikle üretilen mamül maliyetlerinde önemli avantajlar elde edilmeye başlamıştır. FAVÖK marjlarının, 2025 ve sonrasında ise satış fiyatlarının normalleşmesi, üretim miktarlarındaki artışlar ve yapılan yatırımların etkileri ile birlikte kademeli olarak %22,7'den %25,8 seviyelerine ulaşacağı öngörülmüştür. Söz konusu marjlarda; Şirket'in Manisa OSB 6.Kısım'da kendisine tahsis edilmiş bulunan 30 bin m² arsası ve mevcut tesislerine komşu konumda, yatırımı tamamlanmış 9 bin m² fabrika alanlarında sahip olduğu yatırım potansiyelinin dikkate alınmamış olması nedeniyle, bu alanlarda yapılacak yeni yatırımların yaratacağı potansiyel ve ölçek ekonomisi dikkate alındığında muhafazakar seviyede öngörülmüştür.

Milyon TL	2021	2022	2023	2024/09	2024/4C.T*	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2024T
Toplam Net Satışlar	1.160	2.326	2.180	1.535	522	3.167	4.555	5.562	6.488	7.354	8.162	2.057
<i>Değişim</i>		100,6%	-6,3%	-15,7%		53,9%	43,8%	22,1%	16,6%	13,3%	11,0%	-5,7%
Satışların Maliyeti (Amort. Hariç)(-)	850	1.663	1.645	1.096	366	2.164	3.055	3.730	4.350	4.932	5.475	1.462
Brüt Kar	309	663	536	439	157	1.002	1.500	1.833	2.138	2.421	2.687	595
<i>Brüt Marj</i>	26,7%	28,5%	24,6%	28,6%	30,0%	31,7%	32,9%	32,9%	32,9%	32,9%	32,9%	28,9%
Faaliyet Giderleri (Amort. Hariç) (-)	75	106	126	165	56	283	332	401	464	522	579	221
Esas Faaliyet Dğ. Gelir/Gider, Net	77	23	72	37	0	0	0	0	0	0	0	37
<i>Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler (+)</i>	105	59	97	49								49
<i>Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)</i>	28	35	25	12								12
FAVÖK	311	580	482	311	101	720	1.169	1.432	1.674	1.899	2.108	412
<i>Marj</i>	26,9%	24,9%	22,1%	20,2%	19,3%	22,7%	25,7%	25,7%	25,8%	25,8%	25,8%	20,0%
<i>Amortismanlar(+)**</i>	25	40	48	43	14	60	63	59	60	64	69	58
Esas Faaliyet Karı	287	540	434	267	86	660	1.106	1.372	1.614	1.835	2.039	354
<i>Marj</i>	24,7%	23,2%	19,9%	17,4%	16,5%	20,8%	24,3%	24,7%	24,9%	25,0%	25,0%	17,2%

* 01.10.2024 – 31.12.2024 dönemi

**TFRS-16 etkisi dikkate alınmamıştır.

6.2.7. Ticari İşletme Sermayesi

Çağdaş Cam'ın ticari işletme sermayesi; Ticari Alacaklar, Stoklar, Peşin Ödenmiş Giderler (Verilen Sipariş Avansları), Ticari Borçlar ve Ertelenmiş Gelirler (Alınan Sipariş Avansları) kalemlerinden oluşmaktadır.

Çağdaş Cam, ticari soğutucu camları, solar enerji camları ve ticari camlarda farklı vadelerle çalışmaktadır. 2024'ün sektörün ve Şirket'in en zor yılı olduğu göz önünde bulundurulduğunda 2024 yılının ilk 9 ayında Ticari Borç vadesinin açılması ve üretim sürekliliğini sağlamak için stok devir sürelerini açılması normal karşılanmaktadır. Bu vadelerin 2024 yılındaki normalleşme sürecinde de muhafazakar davranılarak korunacağı öngörülmüştür. 2025 yılından itibaren piyasanın daha da normalleşmesi ve Çağdaş Cam'ın stratejileri kapsamında işletme sermayesi süresi daha kısa olan solar enerji camlarının satışlarındaki ağırlığının artması ile birlikte Şirket'in işletme sermayesi sürelerinin söz konusu ürün grubunun işletme sermayesi döngüsüne yakınsayacağı varsayılmıştır.

Aşağıda detayları yer aldığı üzere, 2021 – 2024/09 dönemleri incelendiğinde Şirket'in net ticari işletme sermayesinin net satışlarına oranı ortalama %16 seviyelerinde olup, projeksiyon döneminde solar cam ağırlığının artması ile iyileşeceği beklenmekle birlikte muhafazakar yaklaşımla %16 seviyelerinin korunacağı varsayılmıştır.

Ticari İşletme Sermayesi - Milyon TL	2021	2022	2023	2024/09	2024/4C.T*	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2024T
Net Satışlar	1.160	2.326	2.180	1.535	522	3.167	4.555	5.562	6.488	7.354	8.162	2.057
Satışların Maliyeti	850	1.663	1.645	1.096	366	2.164	3.055	3.730	4.350	4.932	5.475	1.462
Ticari Alacaklar(+)	207	437	385	379	380	562	784	961	1.124	1.274	1.414	380
Stoklar (+)	97	199	205	287	288	312	445	541	629	711	790	288
Peşin Öden. Gid. (Sipar. Avans.) (+)	16	41	7	21	21	32	45	54	54	54	54	21

Ertelenmiş Gel. (Sipar. Avans.) (-)	59	200	53	46	46	146	209	256	298	338	375	46
Ticari Borçlar (-)	71	125	152	212	213	244	329	399	463	521	579	213
Net T. İşletme Sermayesi - Mn TL	189	352	390	429	430	516	735	902	1.056	1.198	1.329	430
NİS/Net Satış	16%	15%	18%			16%	16%	16%	16%	16%	16%	21%
Ticari NİS İhtiyacı					1	86	219	167	154	142	132	1

Ticari İşletme Sermayesi - Gün	2021	2022	2023	2024/09	2024/4Ç.T*	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2024T
Ticari Alacaklar (+)	65	69	64	68	67	65	63	63	63	63	63	67
Stoklar (+)	42	44	45	72	72	53	53	53	53	53	53	72
Peşin Öden. Gid. (Sipar. Avans.) (+)	7	9	1	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Ertelenmiş Gel. (Sipar. Avans.) (-)	19	31	9	8	8	17	17	17	17	17	17	8
Ticari Borçlar (-)	31	27	34	53	53	41	39	39	39	39	39	53

* 01.07.2024 – 31.12.2024 dönemi

6.2.8. Vergi

5520 Kurumlar Vergisi Kanunu'nda yapılan düzenleme ile 2023 yılından başlamak üzere kurumlar vergisi oranı %25,0 olarak belirlenmiştir. Aynı düzenleme kapsamında; imalattan elde edilen gelirler için ise 100 baz puanlık kurumlar vergisi indirimi korunmuştur.

Şirket'in kurumlar vergisi oranı hesaplanırken; yurt içi üretimden satış gelirleri ve ticari mal satış gelirlerinin projeksiyon dönemi boyunca toplam satışlardan aldıkları paylar incelenmiştir. Yukarıda anılan indirim oranları sonucunda üretim gelirlerinin %24,0 ve ticari mal gelirlerinin %25,0 kurumlar vergisine tabi olacağı varsayımı ile Şirket'in ağırlıklı ortalama kurumlar vergisi oranı %24,2 olarak hesaplanmıştır.

Her ne kadar Şirket'in yatırım teşvik belgeleri bulunmakta ise de imalattan elde edilen gelirler için uygulanan 100 baz puanlık kurumlar vergisi indirimi dışında hiçbir indirimi olmayacağı varsayılmıştır.

2020 yılında Kurumlar Vergisi Kanunu'nda yapılan düzenleme ile finansal kuruluşlar hariç, paylarını asgari %20 oranında halka arz eden şirketler için halka arzdan itibaren beş hesap dönemi boyunca kurumlar vergisi oranı 2 puan indirimli olarak uygulanmaktadır. Çağdaş Cam halka arz sonrasında bu düzenlemeden yararlanacak olsa da vergi hesaplamasında bu düzenleme dikkate alınmamıştır.

6.2.9. Yatırım Harcamaları

Çağdaş Cam ikiz dönüşüm kapsamında GES, ERP ve otomasyon yatırımlarına ilişkin ödemelerini tamamlamıştır. Manisa OSB Tesisi'nin de genç olması sayesinde, projeksiyonlar kapsamında yüksek tutarlı bir yatırım ihtiyacı bulunmamaktadır. Kuyucak Tesisi'nde ise 2025 yılı 4. Çeyrektekenden itibaren solar enerji camı üretimi sonlanacak olup, mevcut kapasitesiyle ek bir yatırım ihtiyacı olmaksızın projeksiyonlarda öngörülen miktarları üretebilecek durumdadır. Bu kapsamda 2025 yılından itibaren Projeksiyon Dönemi boyunca Ticari Soğutucu Camları ve Solar Enerji Camlarından elde edilecek Net Satış Hasılatının %1,25'i oranında idame yatırımı öngörülmüştür.

Çağdaş Cam'ın satın aldığı Manisa OSB 6. kısımda kendisine tahsis edilen 30 bin m² arazi içerisinde fabrika ve cam işleme tesisi kurulması planlanmakta olup yatırıma 2024 yılı Aralık ayı itibarıyla başlanması öngörülmektedir. Şirket'in potansiyel arsa ve fabrika alanlarındaki olası yeni yatırımların ölçek ekonomisi dikkate alındığında yüksek potansiyel yaratabileceği değerlendirilmektedir.

Bununla birlikte, söz konusu yatırımlar ve faaliyetlere ilişkin projeksiyonların yaratacağı değer, muhafazakar yaklaşım gereği Şirket değerlemesinde dikkate alınmamıştır.

6.2.10. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin özkaynak ve finansal borç maliyetlerinin hesaplanarak, ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasına dayanmaktadır. AOSM hesaplamasında; risksiz getiri oranı (Rf), risk primi (Rm – Rf = Risk Primi), Beta(β), kredi faiz oranı(Rd), kurumlar vergisi oranı (T) ile şirketin mevcut ya da hedeflenen finansal borç (D) ve özkaynak (E) büyüklükleri kullanılır. Risk primi (Rm – Rf), yatırımcılar tarafından beklenen getirinin (Rm), risksiz faiz oranından (Rf) farkı olarak ifade edilmektedir.

Buna göre AOSM maliyeti aşağıdaki formüle göre hesaplanır:

$$AOSM = [E/(E+D)] \times (Rf + (\beta \times \text{Risk Primi (Rm-Rf)})) + [D/(E+D)] \times [(Rd \times (1-T))]$$

Aşağıdaki tabloda her bir projeksiyon dönemi ve devam eden değer için hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve bileşenleri yer almaktadır:

Faktör	Açıklama	30.09.24	31.12.24	31.12.25	31.12.26	31.12.27	31.12.28	31.12.29
		31.12.24	31.12.25	31.12.26	31.12.27	31.12.28	31.12.29	31.12.30
TÜFE	Enflasyon	43,5%	32,5%	25,0%	20,0%	15,0%	12,0%	11,0%
E / (E+D)	Özkaynaklar / (Özkaynaklar + Borçlar)	91,8%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%
D / (E+D)	Borçlar / (Özkaynaklar + Borçlar)	8,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Vergi	%25,0 Kurumlar Vergisi ve 1 puan "imalatçı" indirimi dikkate alınmıştır.	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%	24,2%
Rf Prim	Enflasyon üzerine eklenen Reel Getiri: Enflasyon x %10,0	4,35%	3,25%	2,50%	2,00%	1,50%	1,20%	1,10%
Risksiz Getiri (Rf)	TÜFE + Rf Prim	47,9%	35,8%	27,5%	22,0%	16,5%	13,2%	12,1%
Risk Primi (Rm-Rf)	Piyasa Öngörüsü	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
β - Beta	Halka arz değerlemesi kapsamında 1,00 olarak dikkate alınmıştır.	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Borçlanma Primi	Risksiz Getiri üzerine eklenen Kredi Primi (Rf x Borçlanma Primi Oranı)	4,8%	3,6%	2,8%	2,2%	1,7%	1,3%	1,2%
Borçlanma Primi Oranı		10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Borçlanma Faizi	Rf + Borçlanma Prim (TÜFE+Rf Prim + Borçlanma Prim)	52,6%	39,3%	30,3%	24,2%	18,2%	14,5%	13,3%

Faktör	Açıklama	30.09.24	31.12.24	31.12.25	31.12.26	31.12.27	31.12.28	31.12.29	31.12.30
		31.12.24	31.12.25	31.12.26	31.12.27	31.12.28	31.12.29	31.12.30	
Özsermaye Maliyeti (Ke)	$rf+\beta*(rm-rf)$	53,35%	41,25%	33,00%	27,50%	22,00%	18,70%	17,60%	
Borçlanma Maliyeti (Kd)	$Rd*(1-T)$	39,87%	29,80%	22,93%	18,34%	13,76%	11,00%	10,09%	
AOSM	$[E/(E+D) * Ke] + [D/(E+D) * Kd]$	52,24%	38,39%	30,48%	25,21%	19,94%	16,78%	15,72%	

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplaması Tüketici Fiyatları Endeksi baz alınarak her bir projeksiyon dönemi için hesaplanmıştır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından 2023 yılının ikinci yarısından itibaren politika faizinde artırımlar gerçekleştirilmektedir. Söz konusu artışlar ve izlenen para politikası dikkate alındığında, geçmiş dönemde; enflasyon, politika faizi, devlet tahvili getirisi ve borçlanma faizleri arasında zayıflayan bağlantının yeniden olağan seyrine gireceği öngörülmüştür. Bu itibarla; 2024 ve sonrasında Risksiz Getiri oranı belirlenirken, her yıl için öngörülen TÜFE üzerinden hesaplanan %10,0 seviyesinde ek getiri (reel faiz) öngörüsü yapılmıştır.

Piyasa Risk Primi, genel uygulama itibarıyla %5,00 - %6,00 aralığında kullanılmaktadır. Risk Primi, AOSM hesaplamasında %5,50 olarak dikkate alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında Beta – β değeri olarak 1,00 olarak dikkate alınmıştır.

Şirket'in Borçlanma Faizi 2024 yılında %52,6 olarak öngörülmürken, geçmiş dönemlerde enflasyon – borçlanma faizi bağlantısı zayıflamış olmakla birlikte, 2024 sonrasında söz konusu ilişkinin yeniden olağan seyrine döneceği varsayımı ile; borçlanma maliyeti öngörüsünde Risksiz Getiri üzerinden hesaplanan prim öngörülmüştür. Şirket'in mevcut borçlanma imkanları değerlendirilerek söz konusu prim 2024-2030 yıllarında %10 olarak öngörülmüştür.

Kurumlar vergisi oranı Şirket'in "imalatçı" statüsünde olması nedeniyle sahip olduğu 1,0 puan indirim imalattan satışları dikkate alınarak ortalama %24,2 olarak öngörülmüştür.

Özkaynak – Borç oranı olarak, 2024 yılında 30.09.2024 seviyesi olan %91,8 Özkaynak – %8,2 Borç olarak dikkate alınmış, 2025 yılında Manisa OSB'deki arsasında yatırımı, benzer şirketler ve sürdürülebilir sektör ortalamaları ile Şirket planları dikkate alınarak 2025 ve sonrasında hedef %75 Özkaynak – %25 Borç oranında devam edeceği dikkate alınmıştır.

6.2.11. Devam Eden Değer Büyümesi, Firma Değeri, Net Finansal Borç ve Şirket Değeri

Net Borç Pozisyonu

Çağdaş Cam'ın net (finansal) borç pozisyonu 30.09.2024 itibarıyla 65,7 milyon TL'dir. Net Borç Pozisyonu hesaplamasında dikkate alınan bilanço kalemleri yükümlülük tarafında; uzun ve kısa vadeli finansal borçlar diğer borçlar ile dönem karı vergi yükümlülüğü, varlık tarafında ise; nakit ve nakit benzerleri, finansal yatırımlar ve cari dönem vergisi ile ilgili varlıklardır.

Net Borç (Nakit) Pozisyonu - Milyon TL - TFRS 16 Ehimine Edilmiş	30.09.2024
Kısa Vadeli Finansal Borçlanmalar	42,2
Uzun Vadeli F. Borçlanmaların KV Kısımları	53,9
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	17,3
Ortaklara borçlar	0,0
İlişkili taraflara borçlar	8,7
Ödenecek vergi, resim ve harçlar	8,4
Diğer borçlar (Manisa OSB Arsasının Alımına İlişkin Tutar)	22,1
Diğer borçlar	0,1
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	22,6
Uzun Vadeli Finansal Borçlanmalar	24,2
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	37,2
Diğer borçlar (Manisa OSB Arsasının Alımına İlişkin Tutar)	37,2
Borçlar	219,4
Nakit ve Nakit Benzerleri	82,7
Finansal Yatırımlar	58,9
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar	12,2
Varlıklar	153,8
Net Borç (Nakit) Pozisyonu	65,7

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

İlgili bölümde Çarpan Değerlemesi için hesaplanan Net Borç'ta, yukarıdaki tablodan farklı olarak TFRS-16 düzenlemesi kapsamındaki "Finansal Kiralamalara İlişkin Borçlar" da dikkate alınmıştır.

Manisa OSB 6.Kısım Fabrika Arsası

Çağdaş Cam, 24.01.2022 tarihinde, Manisa OSB 6. kısımda kendisine tahsis edilen 30 bin m² araziyi satın almıştır. Bilanço'da Maddi Duran Varlıklar altında sınıflanan arsanın SPK tarafından yetkilendirilmiş kuruluş tarafından hazırlanan değerlendirme raporu ile tespit edilen rayiç değeri 465,0 milyon TL'dir. Söz konusu arsanın değeri ve üzerinde 2024 yılının Aralık ayı itibarıyla inşaat fazı başlayan yatırıma ilişkin potansiyel değer, muhafazakar yaklaşımla şirket değeri tespitinde dikkate alınmazken, arsaya ilişkin borçlar (diğer borçlar altında) Net Borç hesaplamasına dahil edilmiştir.

Devam Eden Değer Büyümesi, Firma Değeri ve Şirket Değeri

İlgili bölümlerde açıklanan öngörüler sonucu oluşan Serbest Nakit Akımlarının("SNA"), projeksiyon dönemlerindeki Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetleri ile indirgenmesi sonucu hesaplanan; İndirgenmiş Nakit Akımları, Devam Eden Değer, Firma Değeri, Net Finansal Borç(Nakit) ve Şirket Değeri'ne ilişkin tablolar aşağıda yer almaktadır.

Şirket'in bulunduğu sektör ve ürettiği ürünlerin niteliği dikkate alındığında 2030 ve sonrasındaki nakit akışlarının asgari enflasyon oranı kadar artması beklentilerine karşın, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi kapsamında Projeksiyonlar'ın son dönemi olan 2030'da enflasyon beklentisi %11,0 seviyesinde olmasına karşın devam eden değer büyüme oranı muhafazakar yaklaşımla %5,0 olarak dikkate alınmıştır.

Mn TL	2024/4C.T*	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
FAVÖK	101	720	1.169	1.432	1.674	1.899	2.108
Vergi (-)	21	160	268	332	391	444	494
Yatırım Harcamaları (-)	4	28	42	51	59	66	73
T. İşletme Sermayesi İhtiyacı (-)	1	86	219	167	154	142	132
Serbest Nakit Akımı	74	446	640	882	1.070	1.247	1.409

* 01.10.2024 – 31.12.2024 dönemini ifade etmektedir.

Şirket Değer Hesaplaması	Milyon TL
2024/4Ç - 2030 SNA Bugünkü Değeri (1)	2.081
Projeksiyon Dönemi Sonunda Devam Eden (Sonsuz) Değer	13.802
Devam Eden (Sonsuz) Değerin Bugünkü Değeri (2)	3.386
Firma Değeri (1+2)	5.467
Net Finansal Borç (3)	66
Şirket Değeri 30.09.2024 (1+2-3)	5.401
Şirket Değeri 26.11.2024*	5.768

* AOSM dikkate alınarak, 30.09.2024 tarihi itibarıyla hesaplanan Şirket Değeri'nin değerleme tarihindeki değeri hesaplanmıştır.

Sonuç olarak; İndirgenmiş Nakit Akımları kapsamında, yukarıdaki tablolarda detayları yer alan Serbest Nakit Akımları ve Şirket'in 30.09.2024 tarihli net finansal borcuna göre, değerleme tarihi olan 26.11.2024 itibarıyla Çağdaş Cam'ın **Şirket Değeri 5.768 milyon TL** olarak tespit edilmiştir.

7. Sonuç

Değerleme çalışması kapsamında ilgili bölümlerde detayları açıklanan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %20,0 ve Çarpan Analizi'ne %80,0 ağırlık verilerek Çağdaş Cam'ın **Şirket Değeri 3.795 milyon TL ve Birim Pay Değeri 27,70 TL** olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %27,8 halka arz iskontosu uygulanarak **Halka Arz Şirket Değeri 2.740 milyon TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 20,00 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri Milyon TL	Ağırlık	Birim Pay Değeri - TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	5.768	20,0%	42,10
Çarpan Analizi -	3.302	80,0%	24,10
FD/FAVÖK	3.966	50,0%	28,95
F/K	2.638	50,0%	19,25
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	3.795	100,0%	27,70
Halka Arz İskontosu	27,8%		
Halka Arz Şirket Değeri	2.740		20,00

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
 Büyükdere Cad. No: 141
 Esentepe 34398 Şişli - İSTANBUL
 V.No:2910110798 Tic.Sic.No:388440
 www.denizyatirim.com
 Mersis No: 0291-0110-7930-0013

EKLER**EK-1**

SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 ANKARA

28.11.2024

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("**DenizYatırım**") Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("**Çağdaş Cam**" veya "**Şirket**") arasında 07.12.2023 tarihinde imzalanan Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi çerçevesinde DenizYatırım, Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer, Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlamaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerine 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, Fiyat Tespit Raporu'nda 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.

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 141
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
V.No:2910110783 Tic.Sic.No:388440
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291-0110-7830-0013

Pınar Taştutan
Bölüm Müdürü

İhsan Engindeniz
Genel Müdür Yardımcısı

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 141 Deniz Tower Kat: 19
34394 Esentepe / İSTANBUL
Tel: (0212) 348 91 91 Faks: (0212) 212 54 12
Vergi No: 2910110783 Tic. Sicil No: 388440
Mersis No: 0291-0110-7830-0013
www.denizyatirim.com

EK-2

SERMAYE PİYASASI KURULU**Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na**

Eskişehir Yolu 8. Km No:156

06530 ANKARA

28.11.2024

Çağdaş Cam Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 27.11.2024 tarihli Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurulu kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Kurul'ca kısmi veya 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 en az 10 çalışanı,
- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, 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.

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

**DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.**
Büyükdere Cad. No: 141
Esentepe 34394 Şişli - İSTANBUL
V.No:2910110783 Tic.Sic.No:388440
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291-0110-7830-0013

Pınar Taştutan
Bölüm Müdürü

Ihsan Engindeniz
Genel Müdür Yardımcısı

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 141 Deniz Tower Kat: 19
34394 Esentepe / İSTANBUL
Tel: (0212) 348 91 91 Faks: (0212) 212 54 12
Vergi No: 2910110783 Tic. Sicil No: 388440
Mersis No: 0291-0110-7830-0013
www.denizyatirim.com

EK-3

SERMAYE PİYASASI KURULU**Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na**

Eskişehir Yolu 8. Km No:156

06530 ANKARA

28.11.2024

VII-128.1 sayılı Pay Tebliğinin 29/3 fıkrası uyarınca, Kuruluşumuzca son on iki ay içerisinde konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapılmamış olan halka arzlarla ilişkin fiyat tespit raporunun değerlendirildiği analist raporları aşağıda bulunan tabloda yer almakta olup söz konusu raporlar VII-128.1 Pay Tebliği 29/2 fıkrasında yer alan esaslar çerçevesinde ilan edilmiştir.

Şirket	Tarih	KAP'ta Yapılan Açıklama	Aracı Kurum İnternet Sitesinde Yapılan Açıklama
SKYMD	29.11.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1220895	https://www.denizyatirim.com/asset/AnnouncementsPdf/1701262788.pdf
AVPGY	12.12.2023	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1224930	https://www.denizyatirim.com/asset/AnnouncementsPdf/1702386726.pdf
ODINE	11.03.2024	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1257588	https://www.denizyatirim.com/asset/AnnouncementsPdf/1711371208.pdf
AHSGY	20.08.2024	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1326391	https://denizyatirim.com/asset/AnnouncementsPdf/1725274826.pdf

Ayrıca Kuruluşumuzca hazırlanmış analist raporlarına konu halka arzları yürüten yetkili kuruluşların ya da konsorsiyum oluşturulması halinde konsorsiyum liderlerinin ya da eş liderlerinin Şirketimiz ilişkili tarafı olmadığını beyan ederiz.

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 141
Esen-tepe B-4394 Şişli - İSTANBUL
V.No:29191/0783 Tic.Sic.No:388440
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291-0110-7830-0013

Pınar Taştutan
Bölüm Müdürü

İhsan Engindeniz
Genel Müdür Yardımcısı

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 141 Deniz Tower Kat: 19
34394 Esentepe / İSTANBUL
Tel: (0212) 348 91 91 Faks: (0212) 212 54 12
Vergi No: 2910110783 Tic. Sicil No: 388440
Mersis No: 0291-0110-7830-0013
www.denizyatirim.com