

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
Niğbaşı 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
Selçuk 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 İmkkanı)	2021	2022	2023	2023/09	2024/09
Üretim İmkkanı - 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 İmkkanı - 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 geçişkindir. 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 öngörüde 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
NIS/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 yaralanacak 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. Çeyrekten 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 öngörülmüşken, 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 Elmine 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
<i>Halka Arz İskontosu</i>	<i>27,8%</i>		
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