

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan İmaş Makina Sanayi A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

#### İmaş Makina Sanayi A.Ş. Halka Arz Bilgileri

İmaş Makina Sanayi A.Ş.	
Borsa Kodu	IMASM
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsada Satış
Tahsisatlar	Yurtiçi Bireysel: %30 Yurt İçi Kurumsal : %60 Yurt Dışı Kurumsal : %10
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	20-21-22 Nisan 2022
Halka Arz Öncesi Sermaye	30.000.000 TL
Sermaye Artırımı	7.000.000 TL
Ortak Satışı	7.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	37.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	37,84%
Talep Toplama Fiyatı	15,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	210.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	450.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	555.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Uygulamalar	Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca herhangi bir bedelli sermaye artırımı yapılmayacak.

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021Ç3	8,86
FD/FAVÖK1 2021Ç3	20,35
FD/FAVÖK2* 2021Ç3	11,26
PD/DD 2021Ç3	1,18

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2021Ç3	10,93
FD/FAVÖK1 2021Ç3	20,35
FD/FAVÖK2* 2021Ç3	11,26
PD/DD 2021Ç3	1,14

\*Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider Dahil Edilerek Hesaplanan FAVÖK Rakamına Göre

## Özet Bilgi

- İmaş Makina Sanayi A.Ş. Konya Ticaret Sicili'ne 28 Temmuz 1989'da tescil edilmiş ve Büyükkayacak Mahallesi 407 Nolu Sokak No:8 Selçuklu / KONYA adresinde kurulmuştur. Şirket'in merkezi aynı adrestedir.
- Şirket, 28.07.1989 tarihinde buğday, mısır, çavdar, yulaf, arpa gibi tahılların un ve irmik haline getirilmesinde kullanılan makinelerin ve anahtar teslimi tesislerin üretilmesi ve kurulması Faaliyetlerini gerçekleştirmek amacıyla İttifak Makina Sanayi A.Ş. unvanıyla kurulmuştur.1991 yılında şeritli testere tezgahları da üretim portföyüne dahil edilmiştir. 1997 yılında Mısır'da anahtar teslimi değirmen fabrikası kurulması sureti ile Şirket'in ilk ihracatı gerçekleştirilmiştir. Şirket'in İttifak Makina Sanayi A.Ş. olan unvanı, 1999 yılında İmaş Makina Sanayi A.Ş. olarak değişmiştir.
- Kurulduğu tarihte Şirket sermayesi 10 TL olup, 26.02.1990 tarihinde 2.700 TL'ye, 10.01.1994 tarihinde 10.000 TL'ye, 19.12.1994 tarihinde 100.000 TL'ye, 08.09.1997 tarihinde 250.000 TL'ye, 17.12.1999 tarihinde 1.000.000 TL'ye, 07.01.2013 tarihinde de 7.500.000 TL'ye yükseltilmiştir. 10.12.2020 tarihinde Şirket'in sermayesi 7.500.000 TL'den 30.000.000 TL'ye çıkarılmıştır. 29.07.2021 tarihinde Şirket'in hakim ortağı İttifak Holding A.Ş., Şirket sermayesinde sahip olduğu 2.200.000 adet payı Adese Gayrimenkul Yatırım AŞ'ye devretmiş; devir sonrası Şirket sermayesinde İttifak Holding'in payı %82,69, Adese Gayrimenkul 'ün payı % 17,31 olmuştur.
- Şirket, tahıl değirmenciliği sektöründe Milleral, yem değirmenciliği sektöründe Viteral, şeritli ve daire testere tezgahları sektöründe Cuteral ve çelik konstrüksiyon sektöründe Sternal markalarıyla üretim ve satış faaliyetlerini yürütmektedir. 2018 yılında Pro-support markası ile satış sonrası hizmetler ve yedek parça satış departmanı faaliyete geçirilmiştir.
- Şirket'in tescillenmiş 5 markasının yanı sıra 20 tasarımı, 3 patent ve 6 adet faydalı modeli bulunmaktadır. Ürünler için CE belgeleri, ISO9001:2015 kalite yönetim sertifikası, ayrıca 5746 sayılı kanun kapsamında AR-GE merkezi belgesi mevcuttur. Günümüzde 60'tan fazla ülkeye ihracatı gerçekleştirilen "Milleral" ürünleri CE, TSEK ve ISO 9001:2000 gibi kalite belgelerine, 45 ülkeye ihracatı gerçekleştirilen "Cuteral" ürünleri CE, TS EN ISO 9001:2015 gibi kalite belgelerine, Sternal ürünleri EN-1090-1: 2009 + A1 :2011, ISO 3834-2 gibi kalite belgelerine sahiptir. Şirket ayrıca, bünyesinde bulunan 1780 KWe gücündeki çatı güneş enerjisi santrali sayesinde fabrikasında kullandığı elektrik enerjisini kendisi üretmekte; ihtiyaç fazlası enerjinin satışını gerçekleştirerek, enerji giderlerinden tasarruf sağlamak ve ilave gelir elde etmektedir.
- 2017 yılında çelik konstrüksiyon alanında "Sternal" markası oluşturulmuştur. Şirket, Sternal markası ile endüstriyel yapılar, hizmet binaları, sosyal binalar (otel, AVM, hastane), stadyum ve köprü gibi projelerin anahtar teslim yapımı alanında faaliyet göstermeye başlamıştır. 2017 yılında daire testere tezgahlarının ticareti "Cuteral" markası çatısı altında faaliyete geçirilmiştir. 2018 yılında Pro-support markası ile satış sonrası hizmetler ve yedek parça satış departmanı faaliyete geçirilmiştir.

### Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket'in sermaye artırımını yolu ile ihraç edilecek yeni paylarının halka arzından elde edilecek fonun, halka arz giderleri düşüldükten sonra kalan kısmına ilişkin planlanan kullanım yerleri aşağıdaki gibidir:

- %20'sine karşılık gelen tutarın Şirketin kapasite artırımını ve teknoloji yenileme yatırımlarında kullanılmasına,
- %20'sine karşılık gelen tutarın finansal borçların ödenmesinde kullanılmasına,
- %30'una karşılık gelen kısmın tedarikçilere olan borçların ödenmesinde kullanılmasına,
- %30'una karşılık gelen kısmın peşin hammadde tedariki için kullanılmasına,

### Ortaklık Yapısı

İmaş Makina Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye Payı (TL)	Pay Oranı	Sermaye Payı (TL)	Pay Oranı
Hissedar				
İttifak Holding A.Ş.	24.805.980	82,69	17.805.980	48,12%
Adese Gayrimenkul Yatırım A.Ş.	5.194.020	17,31	5.194.020	14,04%
<b>Halka Açık Kısmı</b>			<b>14.000.000</b>	<b>37,84%</b>
<b>Toplam</b>	<b>30.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>37.000.000</b>	<b>100,00</b>

## Mali Tablolar

İmaş Makina Gelir Tablosu (TL)			
	2019	2020	2021
Hasılat	161.409.790	202.300.667	272.797.110
Yıllık Değişim		25,3%	34,8%
Satışların Maliyeti (-)	-103.388.764	-129.467.433	-170.273.937
Yıllık Değişim		25,2%	31,5%
<b>Brüt Kâr/Zararı</b>	<b>58.021.026</b>	<b>72.833.234</b>	<b>102.523.173</b>
Yıllık Değişim		25,5%	40,8%
Brüt Kar Marjı	35,9%	36,0%	37,6%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-7.693.620	-12.625.630	-16.203.295
Pazarlama Giderleri (-)	-26.765.403	-35.949.876	-46.700.482
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-5.114.609	-8.375.054	-18.013.924
Amortisman	3.059.045	2.789.716	4.424.314
Faaliyet Kârı	18.447.394	15.882.674	21.605.472
<b>FAVÖK 1</b>	<b>21.506.439</b>	<b>18.672.390</b>	<b>26.029.786</b>
Yıllık Değişim		-13,2%	39,4%
FAVÖK1 Marjı	13,3%	9,23%	9,54%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	17.598.120	35.732.607	69.633.320
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-10.747.631	-22.387.741	-48.608.805
<b>Esas Faaliyet Kârı/Zararı</b>	<b>25.297.883</b>	<b>29.227.540</b>	<b>42.629.987</b>
Yıllık Değişim		15,5%	45,9%
Esas Faaliyet Kar Marjı	15,7%	14,4%	15,6%
<b>FAVÖK 2</b>	<b>28.356.928</b>	<b>32.017.256</b>	<b>47.054.301</b>
Yıllık Değişim		12,9%	47,0%
FAVÖK2 Marjı	17,6%	15,8%	17,2%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	34.429	11.988.586	13.401.339
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)		-91.711	
<b>FİNANSMAN GELİRİ GİDERİ ÖNCESİ FAAL. KÂRI/;</b>	<b>25.332.312</b>	<b>41.124.415</b>	<b>56.031.326</b>
Finansman Gelirleri (+)	23.178.545	30.225.353	35.248.855
Finansman Giderleri (-)	-10.020.994	-23.050.601	-30.518.567
<b>VERGİ ÖNCESİ KÂRI/ZARARI</b>	<b>38.489.863</b>	<b>48.299.167</b>	<b>60.761.614</b>
Dönem Vergi Geliri/Gideri		-4.270.122	-407.610
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	-282.267	-3.645.203	-9.578.330
<b>DÖNEM KÂRI/ZARARI</b>	<b>38.207.596</b>	<b>40.383.842</b>	<b>50.775.674</b>

İmaş Makina Bilanço (TL)			
VARLIKLAR	2019	2020	2021
<b>DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>306.724.008</b>	<b>374.813.530</b>	<b>218.612.330</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.171.513	17.866.167	16.829.128
Ticari Alacaklar	78.836.069	97.595.367	76.624.614
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	32.052.655	19.180.785	7.282.602
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	46.783.414	78.414.582	69.342.012
Diger Alacaklar	165.267.815	177.738.106	7.614.819
<i>İlişkili Taraflardan Diger Alacaklar</i>	164.691.277	176.373.049	388.067
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diger Alacaklar</i>	576.538	1.365.057	7.226.752
Stoklar	47.995.474	62.761.503	96.243.500
Pesin Ödenmiş Giderler	5.298.478	13.246.405	11.047.442
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>	5.298.478	13.246.405	11.047.442
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	128.701		
Diğer Dönen Varlıklar	4.025.958	5.605.982	10.252.827
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Dönen Varlıklar</i>	4.025.958	5.605.982	10.252.827
<b>DURAN VARLIKLAR</b>	<b>92.753.132</b>	<b>103.871.771</b>	<b>442.964.884</b>
Finansal Yatırımlar	8.025.339	2.619.550	241.797.513
Ticari Alacaklar		641.644	
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>		641.644	
<i>Diğer Alacaklar</i>		792.332	334.500
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	290.109	792.332	334.500
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller		14.670.000	27.786.000
Maddi Duran Varlıklar	84.325.506	85.092.251	172.738.920
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	112.178	55.994	175.735
Pesin Ödenmiş Giderler			
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler</i>			132.216
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>399.477.140</b>	<b>478.685.301</b>	<b>661.577.214</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2019	2020	2021
<b>KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>182.175.702</b>	<b>213.275.023</b>	<b>185.523.656</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	427.703	31.153	33.934
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	42.050.893	46.458.712	45.947.311
Ticari Borçlar	78.006.247	109.644.281	68.179.216
<i>İlişkili Tarafalara Ticari Borçlar</i>	22.166.394	18.603.682	
<i>İlişkili Olmayan Tarafalara Ticari Borçlar</i>	55.839.853	91.040.599	68.179.216
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamı Borçlar	1.043.840	1.425.897	2.100.729
Diğer Borçlar	36.671.842	2.564.245	543.405
<i>İlişkili Tarafalara Diğer Borçlar</i>	36.508.119	1.344.475	
<i>İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar</i>	163.723	1.219.770	543.405
Ertelenmiş Gelirler	21.159.260	48.655.534	61.648.476
<i>İlişkili Olmayan Taraplardan Ertelenmiş Gelirler</i>	21.159.260	48.655.534	61.648.476
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.815.917	4.495.201	7.070.585
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	506.272	661.308	941.814
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	2.309.645	3.833.893	6.128.771
<b>UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>101.761.896</b>	<b>100.971.450</b>	<b>95.205.476</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	96.828.230	87.914.330	55.559.927
Uzun Vadeli Karşılıklar	2.292.084	4.439.605	5.307.465
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	2.292.084	4.439.605	5.307.465
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2.641.582	8.617.515	34.338.084
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>283.937.598</b>	<b>314.246.473</b>	<b>280.729.132</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>115.539.542</b>	<b>164.438.828</b>	<b>380.848.082</b>
Ödenmiş Sermaye	7.500.000	30.000.000	30.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler			106.266.875
<i>Maddi Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışları Azalışları</i>	34.433.492	44.778.944	109.198.238
<i>Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazanç /Kayıpları</i>	-1.456.066	-2.667.391	-2.931.363
Gerçeğe uygun değer farkı diğer kapsamlı gelire yansıtılan finansal varlıklardan kazançlar (kayıplar)			100.596.000
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2.104.256	2.783.942	2.783.942
Diğer Yedekler	4.496.313	4.490.313	4.583.125
Gecmiş Yıllar Kar Zararı	30.253.951	44.669.178	85.842.466
Net Dönem Karı/Zararı (-)	38.207.596	40.383.842	50.775.674
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>399.477.140</b>	<b>478.685.301</b>	<b>661.577.214</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

## Değerleme

- A1 Capital Yatırım İmaş Makina'nın halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, İNA %55 ve Çarpan Analizi %45 ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. İmaş Makina'nın özelinde yönetimin beklentilerini yansıtmaması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

## Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- A1 Capital Yatırım tarafından İmaş Makina'nın halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin FD/FAVÖK, FD/Ciro, PD/DD, F/K çarpanlarının ortalaması ve medyanı kullanılmış olup tarafımızca makul bulunmaktadır.

## Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi

İmaş Makina'nın çarpan analizinden piyasa değeri hesaplanırken Şirket'le birebir aynı faaliyette bulunan borsa şirketi olmadığı için Şirket'in faaliyet gösterdiği Makina Metal Eşya Sektörü ile İmalat Sektörünün "sektörel" bazda 31.03.2022 tarihli kapanışları üzerinden FD/FAVÖK (Firma Değeri / Faiz Vergi Öncesi Kar), FD/Ciro (Firma Değeri / Giro), F/K (Fiyat Kazanç Oranı) ve PD/DD (Piyasa Değeri / Defter Değeri) çarpanları incelenmiştir. Makina Metal Eşya Sektörü ile İmalat Sektöründeki FD/FAVÖK, FD/Ciro, F/K ve PD/DD çarpanlarından her bir çarpan için ortalama değer hesaplanmıştır.

Yurt İçi Sektör Çarpanları	Kod	FD/FAVÖK	FD/Ciro	PD/DD	F/K
Makine Metal Eşya	XMESY	34,20	1,81	6,85	18,98
İmalat	İMALAT	18,25	2,00	4,69	20,42
<b>Ortalama</b>		<b>26,23</b>	<b>1,91</b>	<b>5,77</b>	<b>19,70</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

FD/FAVÖK çarpanı ile 31.12.2021 tarihli gelir tablosunda "esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider kalemleri" düşülüp Hurda ve Talaş Satış gelirleri eklenecek hesaplanan "düzeltilmiş" FAVÖK değerinin çarpımından elde edilen değerden 31.12.2021 tarihli net finansal borç tutan olan 79,6 milyon TL düşülerek "hedef piyasa" değerlerine ulaşılmıştır. FD/Ciro çarpanı ile ciro tutarının çarpımından elde edilen değerden 31.12.2021 tarihli net finansal borç tutan olan 79,6 milyon TL düşülerek FD/Ciro çarpanı üzerinden "hedef piyasa" değerlerine ulaşılmıştır. F/K ortalama çarpan değeri ile 31.12.2021 tarihli bilançoda yer alan Net Kar tutan çarpılarak hedef özsermaye değeri hesaplanmıştır. Son olarak PD/DD çarpanı ile 31.12.2021 tarihli bilançoda yer alan Özkaynak tutan çarpılarak hedef özsermaye değeri hesaplanmıştır. Tüm bu işlemlerin ardından, Şirket değerini en iyi yansıttığı düşünülen FD/FAVÖK çarpan ortalama değerine %40, FD/Ciro çarpan ortalama değerine %40 ve F/K ortalama çarpan değerine %20 ağırlık verilerek Şirket için yurtiçi çarpanlar üzerinden ağırlıklı ortalama hedef özsermaye değeri hesaplanmıştır. PD/DD ortalama çarpan değeri ile hesaplanan Özsermaye değeri 2,2 milyar TL gibi uç değerde gerçekleştiğinden çarpan analizine dahil edilmemiştir. Söz konusu ağırlıklı ortalama özsermaye değerinin, Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine bölünmesiyle "Pay Başına Değer" hesaplanmıştır. Özetle, yurtiçi sektörel FD/FAVÖK, FD/Ciro ve F/K çarpanları

kullanılarak ulaşılan ağırlıklı ortalama hedef piyasa değeri 637,0 milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 21,23 TL olarak hesaplanmaktadır.

Yurt İçi Sektör Çarpan Analizi	Çarpan Oranı	Düzeltilmiş FAVÖK	Satışlar	Net Kar	Özsermaye	Net Finansal Borç	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye
FD/FAVÖK	26,22	27.911.115				79.599.626	40,0%	652.299.680
FD/Ciro	1,90		272.797.110			79.599.626	40,0%	439.976.768
F/K	19,70			50.775.674			20,0%	1.000.260.225
PD/DD	5,77				380.848.082		0,0%	2.198.616.851
<b>Öz sermaye Değeri</b>								<b>636.962.624</b>
<b>İskontosuz Pay Değeri</b>								<b>21,23</b>

### Yurt Dışı Benzer Şirketler

Yurtdışı çarpan analizinde FD/FAVÖK, FD/Ciro, PD/DD ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Piyasa değeri yüksek olan firmalar çarpan analizine dahil edilmezken, söz konusu çarpanların en yüksek ve düşük değerleri ile ortalama değerden standart sapma rakamları belirlenerek eliminasyona tabi tutulmuştur. Bu şekilde, pazar yaklaşımının ihtiyatlılık ilkesi kuvvetlendirilmiştir. Tüm bu işlemlerin ardından, FD/FAVÖK, FD/Ciro, PD/DD ve F/K çarpanlarının medyan değerleri belirlenip eşit ağırlıklandırılarak Şirket'in hedef özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Sektör Çarpanları	Piyasa Değeri USD	FD/FAVÖK	PD/DD	F/K	FD/Ciro
Buhler Industries Inc	52,2	33,43	0,81	36,62	0,4
Homag Group AG	829,9	a.d.	6,85	84,94	44,91
Maschinenfabrik Berthold Hermle AG	1.289,2	16,20	4,05	36,55	3,54
GEA Group Aktiengesellschaft	7.400,8	11,27	3,22	22,24	1,32
Einhell Germany AG	741,4	8,49	2,17	12,08	0,88
Makita Corporation	9.048,2	9,13	1,53	16,17	1,48
Mota-Engil,SGPS,S.A.	457,6	6,02	6,29	18,99	0,97
Koninklijke BAM Groep N.V.	846,7	a.d.	1,14	43,62	0,00
Heijmans N.V.	374,3	2,78	1,26	6,71	0,14
Kier Group PLC	500,0	6,74	0,75	9,9	0,22
Datron AG	55,3	7,01	1,49	13,09	0,68
DMG Mori Aktiengesellschaft	3.611,9	16,06	2,36	38,68	1,49
Husqvarna AB (publ)	6.058,6	8,13	2,6	12,73	1,37
Shibaura Machine Co,Ltd	825,1	12,37	1,01	25,18	0,64
AGCO Corporation	10.885,3	8,71	3,18	14,05	1,05
Kubota Corp	22.627,8	11,83	1,65	15,86	1,71
Comer Industries	946,2	12,62	3,79	17,58	1,41
Alamo Group	1.716,4	11,74	2,4	21,63	1,47
TYM Corp	277,7	9,98	1,3	11,25	0,61
Gifore Agricultural Science &Tech	349,6	29,84	35,66	a.d.	1,09
First Tractor	1.592,3	32,02	0,66	8,22	0,91
DAEDONG Corp	271,5	11,33	0,82	8,55	0,65
Bucher Industry	4.159,0	7,59	2,54	14,44	1,04
Titan International	919,5	9,97	4,27	14,96	0,75
Komax Holding AG	1.083,6	18,22	3,78	32,88	2,64
AG Growth International	645,7	13,04	3,01	17,04	1,29
<b>Maksimum</b>	<b>22.627,8</b>	<b>33,43</b>	<b>35,66</b>	<b>84,94</b>	<b>44,91</b>
<b>Minimum</b>	<b>52,2</b>	<b>2,78</b>	<b>0,66</b>	<b>6,71</b>	<b>0,00</b>
<b>Medyan</b>	<b>829,90</b>	<b>11,27</b>	<b>2,40</b>	<b>17,04</b>	<b>0,97</b>



Yurt Dışı Sektör Çarpan Analizi	Çarpan Oranı	Düzeltilmiş FAVÖK	Satışlar	Net Kar	Özsermaye	Net Finansal Borç	Ağırlık	Hesaplanan Özsermaye
FD/FAVÖK	11,27	27.911.115				79.599.626	25,0%	234.958.635
FD/Ciro	0,97		272.797.110			79.599.626	25,0%	185.013.571
F/K	17,04			50.775.674			25,0%	865.217.485
PD/DD	2,4				380.848.082		25,0%	914.035.397
Öz sermaye Değeri								549.806.272
İskontosuz Pay Değeri								18,33

- Sonuç olarak, yurtdışı benzer firmaların FD/FAVÖK, FD/Ciro, PD/DD ve F/K çarpanları kullanılarak ulaşılan ortalama hedef piyasa değeri 549,8 milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 18,33 TL olarak hesaplanmaktadır.

### İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket'in gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2022-2031 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** 2022- 2026 döneminde yılda ortalama %21,4Tük artışla 493,8 milyon TL'ye ulaşması beklenen Milleral hasılatının 2027-2031 arasında yılda ortalama %10 oranında artarak projeksiyon dönemi sonunda (2031) 795,3 milyon TL'ye ulaşacağı tahmin edilmektedir. Kanatlı ve büyük baş hayvan yemi üretim tesisleri ve makinalan alanında faaliyet gösteren Viteral'in 2020 yılı cirosu 41,2 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2021 yılını 32 milyon TL seviyesinde tamamlamıştır. 2022-2026 yılları arasında yıllık ortalama %20,6'luk artışla 80,8 milyon TL'ye ulaşması beklenen Viteral hasılatının 2027-2031 arasında yılda ortalama %11 oranında artarak projeksiyon dönemi sonunda 2031 itibarıyla 136,2 milyon TL'ye ulaşacağı tahmin edilmektedir. Metal sektörü için tam otomatik şerit ve daire testere makinalan üretimi alanında faaliyet gösteren Cuteral'in 2020 yılı cirosu 12,6 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2021 yılında 20,2 milyon TL seviyesine yükselmiştir. 2022-2026 yılları arasında yıllık ortalama %20,9Tük artışla 51,6 milyon TL'ye ulaşması beklenen Cuteral hasılatının 2027-2031 arasında yılda ortalama %13 oranında artarak projeksiyon dönemi sonunda 2031 itibarıyla 95,1 milyon TL'ye ulaşacağı tahmin edilmektedir. Şirket'in 2020 yılında 1,2 milyon TL hurda ve talaş satışı bulunmakta olup, 2021 yılını 1,9 milyon TL olarak kapatmıştır. Hurda ve talaş satışının 2026 yılında 12,0 milyon TL'ye, 2031 yılında ise 31,2 milyon TL'ye yükseleceği tahmin edilmektedir. Büyük ölçüde traktör üreticilerine gerçekleştirilen Çeki Grubu satışları 2021 yılında 5,8 milyon TL'ye ulaşan diğer kategorisindeki satışların, diğer alt ürün kalemlerinin katkısıyla 2031 yılında ise 86,6 milyon TL'ye ulaşması beklenmektedir. Diğer markaların satış sonrası servis ve yedek parça satış hizmetlerini sunan Pro Support'un 2020 yılı cirosu 15,1 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2021 yılında %26,2 oranında artışla 19,0 milyon TL'ye ulaşmıştır.2022-2026 yılları arasında yıllık ortalama %28 ve takip eden 2027-2031 yılları arasında yıllık ortalama %20 oranında artacağı tahmin edilen Pro Support hasılatının 2031 yılında 161,1 milyon TL olacağı projekte edilmiştir 2022-2026 yılları arasında yıllık ortalama %13,9 ve takip eden 2027-2031 yılları arasında yıllık ortalama %8,5 oranında artacağı tahmin edilen Sternal hasılatının 2031 yılında 16,0 milyon TL ulaşacağı öngörülmüştür.

- **Faaliyet Giderleri:** 2022 yılında %16,9 oranında artışla hasılatın %25,8'i düzeyinde gerçekleşmesi beklenen faaliyet giderlerinin 2023 yılında %22,3, 2024 yılında %22,2 oranında arttıktan sonra takip eden yıllarda hasılat artışında öngörülen yavaşlamaya paralel 2025 yılında %12,1 ve 2026 yılında ise %13,6 oranına artarak toplam hasılat oranının %24,5 düzeyine kademeli gerileme göstermesi beklenmektedir. Bu şekilde, 2022-2031 yıllarını kapsayan 10 yıllık projeksiyon döneminde faaliyet giderlerindeki yıllık ortalama artışın %14,7 düzeyinde gerçekleşeceği varsayılmıştır. Bu noktada, 2020'de %34 oranında artış gösterdikten sonra 2022'de %30,2022 %17 oranlarında artış göstereceği varsayılan pazarlama giderlerinin takip eden yıllarda kademeli olarak normalize olacağı öngörülmektedir
- **İşletme Sermayesi:** Şirket'in alacak tahsil gün süresi 2019'da 189 gün, 2020'de 159 gün, 2021'de ise 117 gün olarak hesaplanırken, 2022-2031 projeksiyon dönemi boyunca aynı sürede sabit kalacağı ve 117 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür. Şirket'in stok tutma gün süresi 2019'da 157 gün, 2020'de 156 gün, 2021 yılında da 170 gün olarak hesaplanmıştır. 2022-2031 projeksiyon dönemi boyunca da 170 gün olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır. Şirket'in ticari borç ödeme süresi 2019'da 264 gün, 2020'de 265 gün, 2021'de de 191 gün olarak belirlenmiştir. 2022-2031 projeksiyon dönemi boyunca da 191 gün olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır. Şirketin müşterilerden aldığı avans gün süresi 2019'da 87 gün, 2020'de ortalama 63 gün hesaplanmış olup, 2021'de 74 gün olarak belirlenmiştir. Müşteri avansları süresinin 2022-2031 projeksiyon dönemi boyunca değişmeden 74 gün olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır. Tedarikçilere verilen avans gün süresi 2019'da 15 gün, 2020'de ortalama 25 gün hesaplanmış olup, 2021'de de 25 gün olarak belirlenmiş ve 2022-2031 projeksiyon dönemi boyunca değişmeyeceği varsayılmıştır.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirket'in yıllık 2022-2026 yıllarına ilişkin üretim kapasitesine yönelik öngörülerinde net satışlarının yıllık ortalama %2,0'si kadar kapasite artırımına yönelik yatırım harcaması yapılacağı öngörülmüştür. Takip eden 2027-2031 yılları arasında ise net satışlarının %1,2'si kadar kapasite artırımına yönelik yatırım harcaması yapılacağı varsayılmıştır.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
  - **Risksiz Getiri Oranı:** risksiz getiri oranı olarak 10 yıllık Türkiye Devleti tahvili (TRT131130T14) seçilmiştir. Halihazırda süregelen küresel iktisadi ve jeopolitik risk unsurları nedeniyle 2022 yılı sonunda risksiz tahvil faiz oranı %25,00 seviyesinde varsayılmıştır. Tarafımızca makuldür ancak 2022 sonrasında risksiz getiri oranlarının kademeli şekilde %12,50'ye gerileceği varsayılmış olup bu durum AOSM'yi düşürücü ve değeri artırıcı bir etkide bulunmaktadır. Hali hazırda uzun vadeli risksiz getiri varsayımı yapıldığı için projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranının değişmemesi gerektiği kanaatindeyiz.
  - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
  - **Şirket Risk Primi:** Şirket ve sektör ile ilgili olası riskler için %1 risk primi dikkate alınmıştır.
  - **Beta:** Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
  - **Özsermaye Maliyeti:** Her yıl için farklı özsermaye maliyeti kullanılmış olup %19 üzeri olarak hesaplanmıştır.

- **Borçlanma Maliyeti:** Her yıl için ayrı borçlanma maliyeti kullanılmış olup %12,32 üzeri borçlanma maliyeti kullanılmıştır.
- **Borç Oranı:** 20,20 oran kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- AOSM hesaplamalarının 2022 yılı için makul olduğu, sonraki yıllar için düşük kaldığı kanaatindeyiz.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %2 olarak varsayılmıştır. %2 uç değer kullanılması tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Sonuçta İNA'dan şirket için toplam değer 517,6 milyon TL hesaplanmıştır.

### Halka Arz Değeri

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %55 ve Çarpan Analizine %45 ağırlık verilmiş ve %20 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 15,00 TL halka arz değeri tespit edilmiştir.

### Sonuç

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Hedef Değer	Sonuç
İNA Yöntemi	55,00%	517.610.375	284.685.706
Çarpan Analizi	45,00%	593.384.448	267.023.002
Yurtiçi Çarpan		636.962.624	143.316.590
Yurtdışı Çarpan		549.806.272	123.706.411
<b>Ağırlıklandırılmış Hedef Piyasa Değer</b>	<b>100,0%</b>		<b>551.708.708</b>
Ödenmiş Sermaye			30.000.000
<b>Hisse Başına Fiyat</b>			<b>18,39</b>
Halka Arz İskontosu			18,4%
<b>Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri</b>			<b>450.000.000</b>
<b>Halka Arz Pay Fiyatı (TL)</b>			<b>15,00</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- İmaş Makina'nın fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. İmaş Makina'nın özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- AOSM hesabında risksiz getiri oranı olarak 10 yıllık Türkiye Devleti tahvili (TRT131130T14) seçilmiştir. Halihazırda süregelen küresel iktisadi ve jeopolitik risk unsurları nedeniyle 2022 yılı sonunda risksiz tahvil faiz oranı %25,00 seviyesinde varsayılmıştır. Tarafımızca makuldür ancak 2022 sonrasında risksiz getiri oranlarının kademeli şekilde %12,50'ye gerileceği

varsayılmış olup bu durum AOSM'yi düşürücü ve değeri artırıcı bir etkide bulunmaktadır. Hali hazırda uzun vadeli risksiz getiri varsayımı yapıldığı için projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranının değişmemesi gerektiği kanaatindeyiz.

- Çarpan analizi yönteminde İmaş Makina'nın çarpan analizinden piyasa değeri hesaplanırken Şirket'le birebir aynı faaliyette bulunan borsa şirketi olmadığı için Şirket'in faaliyet gösterdiği Makina Metal Eşya Sektörü ile İmalat Sektörünün "sektörel" bazda 31.03.2022 tarihli kapanışları üzerinden FD/FAVÖK (Firma Değeri / Faiz Vergi Öncesi Kar), FD/Ciro (Firma Değeri / Giro), F/K (Fiyat Kazanç Oranı) ve PD/DD (Piyasa Değeri / Defter Değeri) çarpanları incelenmiştir. Makina Metal Eşya Sektörü için A1 Capital ile İmalat Sektöründeki FD/FAVÖK, FD/Ciro, F/K ve PD/DD çarpanlarından her bir çarpan için ortalama değer hesaplanmıştır. A1 Capital tarafından metal eşya endeksinin FD/FAVÖK çarpanı 34,20 ve F/K çarpanı 18,98 olarak kullanılmış olmasına rağmen BMD olarak 31.03.2022 itibarıyla metal eşya endeksinde yer alan şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanını 10,22 toplam endeks firma değeri / toplam FAVÖK çarpanını ise 7,74; F/K çarpanlarının medyanını 11,46 toplam endeks piyasa değeri / toplam net kar çarpanını ise 12,84 hesaplamaktayız. Aynı şekilde imalat sektörü FD/FAVÖK ve F/K çarpanı A1 Capital tarafından 18,25 ve 20,42 olarak kullanılmış olmasına rağmen BMD olarak 31.03.2022 itibarıyla imalat sektöründe yer alan şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanını 12,77 toplam endeks firma değeri / toplam FAVÖK çarpanını ise 9,21; F/K çarpanlarının medyanını 15,03 toplam imalat sektörü piyasa değeri / toplam net kar çarpanını ise 12,53 hesaplamaktayız.
- Yurtdışı çarpan analizinde FD/FAVÖK, FD/Ciro, PD/DD ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Piyasa değeri yüksek olan firmalar çarpan analizine dahil edilmezken, söz konusu çarpanların en yüksek ve düşük değerleri ile ortalama değerden standart sapma rakamları belirlenerek eliminasyona tabi tutulmuştur. Bu şekilde, pazar yaklaşımının ihtiyatlılık ilkesi kuvvetlendirilmiştir. Tüm bu işlemlerin ardından, FD/FAVÖK, FD/Ciro, PD/DD ve F/K çarpanlarının medyan değerleri belirlenip eşit ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır.
- Sonuç olarak İmaş Makina'nın halka arz fiyatının tespit edilmesinde %18,4 halka arz iskontosu sonrası 15,00 TL pay başı talep toplama fiyatı hesaplanmıştır. A1 Capital Yatırım'ın kullanmış olduğu çarpan örnekleme, İNA varsayımları dahilinde fiyatın makul oluşu kanaatinde olmakla birlikte AOSM ve metal eşya endeksi ile imalat sektörü için kullanılan çarpanlar hakkındaki çekincemiz saklıdır.