



**Dofers Yapı Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.**  
**Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu**



**09/10/2023**

## 1. Halka Arza İlişkin Bilgiler:

Halka Arz Bilgileri	
<b>Borsa Kodu</b>	DOFER
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	17,11 TRY
<b>Halka Arz iskontosu</b>	%25
<b>Halka Arz Tarihleri</b>	10-11 Ekim 2023
<b>Halka Arz Yöntemi</b>	Borsa’da Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
<b>Halka Arz Şekli</b>	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
<b>Dağıtım</b>	Eşit Dağıtım
<b>Halka Açıklık Oranı</b>	30,49 %
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	290.870.000 TRY

*Kaynak: Dofer Yapı İzahname*

## 2. Şirketin Faaliyetleri:

Şirket 1985 yılında kurulmuştur. Şirket’in Merkez ofisi Ankara’da olup, üretim faaliyeti, mülkiyeti Şirket’e ait Karabük Organize Sanayi Bölgesi ve Ankara Başkent Organize Sanayi Bölgesi tesislerinde gerçekleştirilmektedir.

Şirket’in ana faaliyet konusu; soğuk çekme yöntemi ile çekilip nervürlenerek üretilen yüksek dayanım gücüne sahip olan çelik hasır, çelik hasır üretiminde ve betonarme yapılarda kullanılan düz ve nervürlü çelik çubuk, yüksek karbonlu çelik tel, inşaat demirinin ince hali olan soğuk çekilmiş kangal, hasır, düz telin belli ölçülerde sarmallar halinde dokunması sonucu oluşan örgü teli, fens teli, inşaat çeliğinin bükülmesiyle elde edilen kolon ve kiriş taşıyıcı sistem elemanlarının boyuna donatılarını saran etriye kolan veya perdelerde kullanılan karşılıklı düşey donatıları birbirine bağlayan ve mesafeyi sabit tutarak aynı uzaklıkta durmasını sağlayan çiroz ve hazır demir mamüllerinin üretimini gerçekleştirmektedir. Şirket’in söz konusu üretim faaliyetlerine ek olarak, inşaat demiri alım ve satım departmanları da bulunmaktadır.

Şirket tarafından üretilen ürün grupları;

- ✓ Çelik Hasır
- ✓ Hazır Demir

olarak gruplandırılabilir.

## 3. Ortaklık Yapısı:

Sermaye artırımı ve ortak satışı şeklinde halka arz edilecek olan toplam 17.000.000 TL nominal değerli payların halka arz edilmesi ile halka açıklık oranının % 30,49 olması planlanmaktadır.

Ortağın Unvanı	Pay Grubu	Halka Arzdan Önce		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
Mustafa Doğan	A	4.240.000	10,16	4.240.000	7,61
	B	17.887.500	42,84	16.297.500	29,23
Yağmur Doğan	A	1.840.000	4,41	1.840.000	3,30
	B	7.762.000	18,59	7.052.500	12,69
Mert Doğan	A	1.840.000	4,41	1.840.000	3,30
	B	7.762.000	18,59	7.052.500	12,69

Yasemin Doğan	A	80.000	0,19	80.000	0,14
	B	337.500	0,81	307.500	0,55
Halka Açık Kısım	B	-	-	17.000.000	30,49
<b>Toplam</b>		<b>41.750.000</b>	<b>100,00</b>	<b>55.750.000</b>	<b>100,00</b>

Kaynak: Dofer Yapı İzahname

#### 4. Finansallar

##### Bilanço Tablosu:

TRY bin TL	2020	2021	2022	2023 1.Y.
Dönen Varlıklar	146.297	168.198	384.104	616.689
Duran Varlıklar	47.406	142.627	261.838	282.724
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>193.703</b>	<b>310.824</b>	<b>645.942</b>	<b>899.413</b>
Kısa Vadeli Yükümlülükler	116.984	149.507	375.353	525.845
Uzun Vadeli Yükümlülükler	46.786	51.099	50.809	102.672
<b>Özkaynaklar</b>	<b>29.933</b>	<b>110.219</b>	<b>219.781</b>	<b>270.896</b>

##### Gelir Tablosu:

TRY bin TL	2020	2021	2022	2022 1.Y.	2023 1.Y.
Hasılat	631.252	927.061	1.401.517	550.875	715.533
Satışların Maliyeti (-)	609.825	911.514	1.315.566	493.133	663.544
Brüt Kar	21.427	15.547	85.951	57.743	51.989
Brüt Kar Marjı (%)	3,39	1,68	6,13	10,48	7,27
Faaliyet Karı	17.543	31.071	70.199	55.128	46.245
Faaliyet Kar Marjı (%)	2,78	3,55	5,01	10,01	6,46
Favök Marjı (%)	3,06	2,08	6,40	10,91	6,42
Net Kar	5.434	6.326	38.260	37.310	45.913

Kaynak: Dofer Yapı İzahname

#### 6. Değerleme:

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirketin pay başına değerinin belirlenmesi çalışmasında “Gelir Yaklaşımı” ve “Pazar Yaklaşımı” dikkate alınmış ve kullanılmıştır.

##### A- Çarpan Analizi Yöntemi

Çarpan Analizi kapsamında FD/FAVÖK", "F/K", “FD/Satışlar” ve “PD/DD” çarpanlarının uç değerler dikkate alınarak hesaplanmış medyana ağırlıklandırılarak dikkate alınmıştır.

Çarpan Analizi kapsamında yurt içinde ve yurt dışında Dofer Yapı ile benzer alanda faaliyet gösteren şirketler araştırılmıştır. Yurt içi benzer şirketler olarak BIST Metal Ana Endeksi alınmış ayrıca BIST-100 endeks şirketleri dikkate alınmıştır.

Yurt dışı Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
FD/FAVÖK Çarpanı		14,8
Favök (TL)		75.480.466
Firma Değeri (TL)		1.115.519.641
Net Borç (TL)		88.335.385
Özsermaye Değeri (TL)		1.027.184.256
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	50%	513.592.128
F/K Çarpanı		18,4
Net Kar (TL)		46.862.763
Özsermaye Değeri (TL)		860.784.623
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	20%	172.156.925
PD/DD Çarpanı		1,4
Özkaynaklar (TL)		270.896.083
Özsermaye Değeri (TL)		391.382.135
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	20%	78.276.427
FD/Satışlar Çarpanı		0,8
Net Satışlar (TL)		1.566.175.139
Firma Değeri (TL)		1.280.699.283
Net Borç (TL)		88.335.385
Özsermaye Değeri (TL)		1.192.363.898
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	10%	119.236.390
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)</b>	<b>100%</b>	<b>883.261.869</b>

Yurt içi Benzer Şirket Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
FD/FAVÖK Çarpanı		18,4
Favök (TL)		75.480.466
Firma Değeri (TL)		1.387.287.111
Net Borç (TL)		88.335.385
Özsermaye Değeri (TL)		1.298.951.726
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	50%	649.475.863
F/K Çarpanı		27,0
Net Kar (TL)		46.862.763
Özsermaye Değeri (TL)		1.264.332.075
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	20%	252.866.415
PD/DD Çarpanı		3,5
Özkaynaklar (TL)		270.896.083
Özsermaye Değeri (TL)		959.493.995
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	20%	191.898.799
FD/Satışlar Çarpanı		1,8

Net Satışlar (TL)		1.566.175.139
Firma Değeri (TL)		2.873.119.086
Net Borç (TL)		88.335.385
Özsermaye Değeri (TL)		2.784.783.701
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	10%	278.478.370
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)</b>	<b>100%</b>	<b>1.372.719.447</b>

Yurt içi Bist-100 Endeks Çarpan Analizi	Ağırlık	Sonuç
FD/FAVÖK Çarpanı		12,4
Favök (TL)		75.480.466
Firma Değeri (TL)		933.911.447
Net Borç (TL)		88.335.385
Özsermaye Değeri (TL)		845.576.062
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	50%	422.788.031
F/K Çarpanı		16,3
Net Kar (TL)		46.862.763
Özsermaye Değeri (TL)		764.397.445
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	20%	152.879.489
PD/DD Çarpanı		4,5
Özkaynaklar (TL)		270.896.083
Özsermaye Değeri (TL)		1.228.654.797
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	20%	245.730.959
FD/Satışlar Çarpanı		2,3
Net Satışlar (TL)		1.566.175.139
Firma Değeri (TL)		3.559.775.822
Net Borç (TL)		88.335.385
Özsermaye Değeri (TL)		3.471.440.437
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	10%	347.144.044
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)</b>	<b>100%</b>	<b>1.168.542.523</b>

Çarpan Analizi Sonucu	Ağırlık	Sonuç (TL)
Yurt içi Benzer Şirket Çarpanları Özsermaye Değeri		1.372.719.447
Pay Başına Değer	25%	32,88
Yurt içi Bist-100 Endeks Çarpanları Özsermaye Değeri		1.168.542.523
Pay Başına Değer	50%	27,99
Yurt dışı Benzer Şirket Çarpanları Özsermaye Değeri		883.261.869
Pay Başına Değer	25%	21,16
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>		<b>1.148.266.591</b>
<b>Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer</b>		<b>27,50</b>

## B- Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi - İNA)

- Projeksiyonlar 2023-2032 yılları için ve TL bazında yapılmıştır.
- Piyasa riski primi %5,5 olarak alınmıştır.
- Risksiz getiri oranı olarak Türkiye 10 yıllık TRT280432T14 kodlu tahvilin değerlendirme tarihi itibarıyla faiz oranı olan %19,5 dikkate alınmıştır.
- Borçlanma maliyeti %22 olarak hesaplanmıştır.
- Beta değeri 1 olarak alınmıştır.
- Terminal büyüme oranı %5 olarak kabul edilmiştir.

Buna göre Dofer Yapı için İNA yöntemi ile **821.972.884 TL Özsermaye Değerine** ulaşılmıştır.

## NİHAİ DEĞERLEME

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Özkaynak Değeri (TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları	60%	493.183.730
Piyasa Yaklaşımı – Yurt içi Benzer Şirket Çarpanları	10%	137.271.945
Piyasa Yaklaşımı – Yurt içi Bist-100 Şirket Çarpanları	20%	233.708.505
Piyasa Yaklaşımı – Yurt dışı Benzer Şirket Çarpanları	10%	88.326.187
<b>Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri</b>		<b>952.490.367</b>
<b>Pay Adedi</b>		<b>41.750.000</b>
<b>Ağırlıklandırılmış Pay Değeri</b>		<b>22,81</b>

Halka Arz Değerleme Sonucu (TL)	30.06.2023
<b>Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri</b>	<b>952.490.367</b>
Halka Arz İskontosu	25%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri	714.367.775
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	41.750.000
<b>Halka Arz Pay Başına Değer</b>	<b>17,11</b>

Kaynak: Dofer Yapı Fiyat Tespit Raporu

## 7. Değerleme Hakkındaki Görüşümüz

- Fiyat tespit raporunda Şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında verilen bilgiler yeterlidir.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK, F/K, PD/DD ve FD/Satışlar çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpanların medyanının alınmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde; FD/FAVÖK, F/K, PD/DD ve FD/Satışlar çarpanlarının verdiği sonuçlara sırasıyla %50, %20, %20 ve %10 ağırlık verilmiştir. Bunun yerine en yüksek ve en düşük sonucu veren yöntemler aşırı uç kabul edilip, kalan iki yöntemin verdiği sonucun ortalaması alınmak suretiyle daha anlaşılabilir bir yol izlenebilirdi.

- Çarpan analizinde BIST Metal Ana Endeksi çarpanları kullanılmasını makul buluyoruz ancak Şirket'in BİST-Ana Pazar'da işlem göreceği dikkate alındığında BIST 100-endeks yerine BİST-Ana Pazar endeks çarpanları değerleye dahil edilebilirdi.
- İNA'da öngörülen ciro ve kar marjı hedeflerine ulaşamaması değerlemeyi olumsuz yönde etkileyebilir.
- İNA analizinde Risksiz getiri oranının %19,5 alınmasını makul buluyoruz.
- Borçlanma maliyeti %22 olarak hesaplanmıştır. Güncel faiz oranları dikkate alındığında bu oranın daha yüksek tutulabileceği görüşündeyiz.
- İNA'da beta değerinin halka arzlarda sıklıkla kullanıldığı şekilde 1 olarak alınmasını makul buluyoruz.
- %5,5 olarak alınan piyasa risk primini makul buluyoruz.
- %5 olarak alınan terminal büyüme oranını olumlu buluyoruz.
- Nihai değerlemede nisbeten düşük sonuç veren İNA Analizine %60, nisbeten yüksek sonuç veren Çarpan Analizine %40 ağırlık verilmesini olumlu buluyoruz. Öte yandan Çarpan analizine verilen %40'luk dağılımda yurt içine %30, yurt dışına %10 ağırlık verilmiştir. Burada da %20-20 eşit ağırlıklandırılma yapılabilirdi.

**Sonuç olarak hesaplanan şirket değeri üzerinden %25 halka arz iskontosu uygulanarak bulunan pay başına 17,11 TL halka arz fiyatının yukarıdaki çekincelerimiz çerçevesinde makul olduğu görüşündeyiz.**

## ÇEKİNCE

Burada yer alan bilgiler TFG İstanbul Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, SPK tarafından yetkilendirilmiş yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak sözleşme imzalanmak suretiyle kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm veriler, TFG İstanbul Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan kurum çalışanları ile TFG İstanbul Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.