

NET GLOBAL ENDÜSTRİYEL YATIRIMLAR — NETGL

Halka Arz ve Yatırım Değerlendirme Raporu

6 Eylül 2026 | Halka arz fiyatı: 25,52 TL | Talep toplama: 9–11 Eylül 2026

Yatırım görüşü

25,52 TL fiyatla NETGL’yi, uzun vadeli temel yatırım açısından yeterince cazip bulmuyorum. Tercihim halka arza katılmak yerine şirketi izlemek; boru faaliyetindeki kârlılık ve nakit dönüşümünün iyileştiğini, vagon yatırımının ticari üretime geçtiğini görmektir.

Bu görüşün nedeni şirketin üretim altyapısının veya büyüme imkânının bulunmaması değil. NETGL’nin çalışan bir boru işletmesi, kamu altyapı projelerinde satış deneyimi ve önemli büyüklükte maddi varlıkları var. Halka arzdan şirkete girecek yaklaşık 1,52 milyar TL net kaynak da finansman baskısını belirgin biçimde hafifletebilir. Buna karşılık son finansallar, satış büyümesinin daha fazla faaliyet kârına dönüşmediğini ve işletmenin faiz ile yatırımlar sonrasında hâlâ nakit açığı verdiğini gösteriyor. Değerleme ise bu geçiş dönemini derin bir iskontoyla sunmuyor. [1; 2, s.311–312; 3, s.72, 127–132]

Satın alınan ekonomik yapı, henüz olgunlaşmış ve düzenli serbest nakit üreten çeşitlendirilmiş bir yatırım şirketi değil; boru üretimi ve hammadde ticareti merkezli, işletme sermayesi yoğun, yeni bir sanayi koluna geçişini finanse eden bir işletmedir. Yatırımın olumlu sonuçlanması, halka arz parasının işletmenin faaliyet verimini yükseltmesine ve yeni kapasitenin satışa dönüşmesine bağlıdır.

Bu rapordaki değerlendirme, halka arzın ilk işlem günlerindeki talep veya fiyat hareketine değil, işletmenin ekonomik değeri ile arz fiyatı arasındaki ilişkiye yöneliktir.

1. Şirket gerçekte ne yapıyor?

NETGL’nin ana işi yüksek yoğunluklu polietilenden, İngilizce kısaltmasıyla HDPE’den, altyapı borusu üretmektir. Ürünler içme suyu, sulama, doğal gaz, atık su ve diğer altyapı uygulamalarında kullanılır. Ana üretim tesisi Sivas’tadır. Şirket ayrıca plastik hammadde ticareti, güneş enerjisi üretimi, seracılık ve nakliye yapıyor; vagon fabrikası ise yatırım aşamasında bulunuyor. [2, s.99–101, 123–125; 3, s.104, 118–120]

İş kollarının sayısı, bugünkü ekonomik ağırlıklarının dengeli dağıldığı anlamına gelmiyor. 2026’nın ilk yarısında 1.029,9 milyon TL satışın 658,2 milyon TL’si borudan, 329,1 milyon TL’si hammadde satışından geldi. İki faaliyet birlikte cironun **%95,9’unu** oluşturdu. Güneş enerjisinin payı %0,9, seracılığın %1,8, nakliyenin %1,4 düzeyindeydi. Vagonlardan henüz satış kaydedilmedi. [1, s.29]

Dolayısıyla şirketi öncelikle enerji, tarım veya demiryolu temaları üzerinden fiyatlamak, mevcut kârın nereden geldiğini gözden geçirir. Bugünkü faaliyet değerinin temel belirleyicileri boru satış tonajı, boru ile hammadde alışı fiyatı arasındaki fark, satış karması ve tahsilat süresidir. Diğer faaliyetler bugünkü satış çeşitliliğine sınırlı katkı verir; vagon yatırımı ise gelecekte bu yapıyı değiştirebilecek bir potansiyeldir.

Rekabet gücü: gerçek üretim kabiliyeti var, fakat fiyatlama gücü sınırsız değil

Boru işletmesinin kalite kontrol altyapısı ve NETLAB laboratuvarı, ürün uygunluğu açısından anlamlıdır. Fiyat tespit raporunda, 2024 kayıt numaralı Devlet Su İşleri Genel Müdürlüğü (DSİ) mal alımı ihalelerinin adet bazında %31,25’inin şirket tarafından kazanıldığı belirtiliyor. Bu, belirli bir ihale grubundaki ticari deneyimi gösterir; Türkiye plastik boru pazarında %31,25 ciro payına sahip olduğu anlamına gelmez. [3, s.41, 72]

Bu işte müşteri ilişkileri, şartnameye uygunluk, zamanında teslimat ve hammaddeye erişim avantaj yaratabilir. Fakat ürünün petrokimya girdisine dayanması ve proje bazlı rekabet, maliyet artışının satış fiyatına eksiksiz yansıtılmasını zorlaştırır. İhracat ve büyük çaplı ürünler büyümeyi destekleyebilir; güçlü satış hacmi tek başına yüksek sermaye getirisi sağlamaz.

Talep ve müşteri yoğunlaşması

Şirketin boru talebi kamu altyapı yatırımlarıyla bağlantılıdır; satışlar doğrudan DSI'ye olduğu gibi kamu projelerini üstlenen müteahhitlere de yapılmaktadır. Bu nedenle kamu yatırım bütçesi kadar yüklenicilerin finansman ve tahsilat koşulları da önemlidir. 2026'nın ilk yarısında ilk üç müşteri satışların %36,3'ünü, ilk on müşteri %60,3'ünü oluşturdu. [2, s.59; 3, s.40–41, 104]

Birden fazla müşteriyle çalışılması, aynı ekonomik talep kaynağına bağımlılığı tamamen ortadan kaldırmaz. Altyapı projelerinin yavaşlaması hem yeni siparişi hem mevcut alacakların nakde dönüşümünü etkileyebilir.

2. Satış büyüyor; faaliyet kârlılığı aynı yönde ilerlemiyor

Aşağıdaki geçmiş dönem tutarlarının tamamı **30 Haziran 2026 satın alma gücüyle milyon TL** olarak verilmiştir. Bu nedenle geçmiş dönemler arasındaki karşılaştırma nominal enflasyon artışından arındırılmıştır. Finansal tablolar bağımsız denetimden geçmiş ve olumlu görüş almıştır. [1, s.2, 10]

Gösterge	2023	2024	2025	2025 ilk yarı	2026 ilk yarı
Satışlar	3.242,6	2.051,2	2.155,1	890,5	1.029,9
Brüt kâr	615,0	641,3	618,7	259,9	234,1
Brüt kâr marjı	%19,0	%31,3	%28,7	%29,2	%22,7
Favök	644,2	667,0	598,1	266,5	238,9
Favök marjı	%19,9	%32,5	%27,7	%29,9	%23,2
Ana ortaklık kârı	483,0	276,4	130,1	123,7	19,0

Kaynak: Bağımsız denetim raporu, s.10, 49 ve 77; Favök hesaplamaları. Şirketin finansal tabloları konsolide değildir; azınlık payı ayrımı bulunmadığından dönem net kârı ana ortaklık kârı olarak gösterilmiştir.

Favök, faiz, amortisman ve vergi öncesi kârı ifade eder. Burada **brüt kâr – genel yönetim giderleri – pazarlama, satış ve dağıtım giderleri – araştırma ve geliştirme giderleri + amortisman ve itfa** olarak hesaplanmıştır. 2026 ilk yarı hesabı $234,1 - 30,5 - 12,6 + 48,0 = 238,9$ milyon TL'dir. Şirket tarafından açıklanan Favök aynı dönemde **246,9 milyon TL**, 2025'te **607,8 milyon TL**'dir; fark, şirketin kıdem ve izin karşılığı giderlerini de geri eklemesinden kaynaklanır. [1, s.10, 49, 77]

En önemli sinyal, 2026 ilk yarısında reel satışlar %15,7 artarken brüt kârın %10,0, Favök'ün %10,4 gerilemesidir. Brüt marj yaklaşık 6,5 puan düştü. Şirket daha fazla satış yapmasına rağmen bu satışlardan daha az faaliyet kazancı elde ediyor. Hammadde ticaretinin ciro içindeki payı %28,2'den %32,0'ye yükseldi; bu değişim satış karmaşasının önemini artırıyor. Finansal tablolar boru ile hammadde satışını ayrı gösterirken ilgili brüt kârı toplu verdiği için marj daralmasını iş kollarına kesin biçimde dağıtmak mümkün değil. [1, s.10, 29]

2025'in de güçlü ve kesintisiz bir kâr büyümesi yılı olmadığı görülüyor. Reel satışlar 2024'e göre %5,1 artarken Favök %10,3 gerilemişti. 2026 ilk yarısı bu eğilimi tersine çevirmiş değil.

Net kâr neden faaliyet performansından daha zayıf görünüyor?

2025'te 130,1 milyon TL ana ortaklık kârının yanında **122,6 milyon TL ertelenmiş vergi geliri** bulunuyor. Vergi öncesi kâr yalnız 9,6 milyon TL. Bu nedenle 2025 net kârı, düzenli ve nakde dönüşen kazanç kapasitesinin güçlü bir göstergesi değildir. [1, s.10, 58–59]

2026 ilk yarısında ana ortaklık kârı 19,0 milyon TL'ye geriledi. Bunun tamamını faaliyetlerin aynı ölçüde bozulması şeklinde okumak yanlış olur: geçen yılın ilk yarısındaki 92,2 milyon TL ertelenmiş vergi gelirinin yerini bu yıl 25,1 milyon TL ertelenmiş vergi gideri aldı. Vergi öncesi kâr 33,6 milyon TL'den 44,8 milyon TL'ye yükselmiş olsa da bu sonuç, 30,9 milyon TL yatırım faaliyetleri geliri ve 25,3 milyon TL net parasal kazançla desteklendi. Faaliyet marjındaki düşüş ayrı ve gerçek bir sorundur. [1, s.10]

Halka arz fiyatını yalnız fiyat/kazanç oranıyla değerlendirmek bu nedenle yanıltıcıdır. Öncelik, faaliyet kârlılığının sürdürülebilirliği ve bunun nakde dönüşmesidir.

3. Nakit üretimi: halka arzın neden önemli olduğunu açıklayan bölüm

2025'te faaliyetlerden nakit akışı **442,5 milyon TL negatif** gerçekleşti. Bunun başlıca nedenlerinden biri stokların işletmeden 467,2 milyon TL nakit çekmesiydi. Aynı yıl 363,8 milyon TL faiz ödendi ve 220,7 milyon TL maddi/maddi olmayan duran varlık alımı için nakit harcandı. [1, s.12]

Nakit göstergesi — milyon TL	2025	2026 ilk yarı
İşletme faaliyetlerinden nakit akışı	-442,5	167,6
Ödenen faiz	-363,8	-173,9
Duran varlık alımlarına ilişkin nakit çıkışı	-220,7	-56,1
Faaliyet nakdi – faiz – yatırım harcaması	-1.027,1	-62,4

Kaynak: Bağımsız denetim raporu, s.12. Ödenen faiz finansman faaliyetlerinde sınıflandırıldığından faaliyet nakdinden ayrıca düşülmüştür. Son satır, varlık satışları ve yeni finansman öncesindeki nakit bakiyesidir; şirketin toplam nakit değişimi değildir.

2026 ilk yarısında faaliyet nakdi pozitifte döndü. Fakat iyileşmenin bileşimi önemlidir: ticari alacaklar 305,0 milyon TL nakit tüketirken, ticari borçların artışı 143,4 milyon TL, ertelenmiş gelirlerin/müşteri avanslarının artışı 165,4 milyon TL, peşin ödemelerin azalması 63,9 milyon TL nakit katkısı sağladı. [1, s.12]

Müşteri avansları siparişlerin finanse edilmesi açısından olumludur. Bununla birlikte alınan avans karşılığında ileride ürün teslim edilecektir; bu para henüz serbestçe dağıtılabılır kazanç değildir. Tedarikçi vadesi ve avanslarla sağlanan iyileşmenin tahsilat performansı ile desteklenmesi gerekir. **İlk yarıda faaliyet nakdi toparlanmış, fakat faiz ve yatırımlar sonrasında nakit açığı tamamen kapanmamıştır.**

Alacakların kalitesi ve gelir tahakkukları

Ticari alacaklar 2025 sonundaki 507,4 milyon TL'den Haziran 2026'da 812,4 milyon TL'ye çıktı. Bunun 495,8 milyon TL'si alacak senedi, 247,1 milyon TL'si sözleşmelere ilişkin gelir tahakkukudur. Gelir tahakkukları 2025 sonunda 95,5 milyon TL idi; altı aylık artış toplam ticari alacak artışının yaklaşık yarısını açıklıyor. [1, s.34]

Gelir tahakkukları, Türkiye Finansal Raporlama Standardı 15 kapsamında sözleşmelerden kaydedilen gelirlerden oluşuyor. Bu kayıt tek başına muhasebe sorunu göstermez. Ekonomik açıdan önemli olan, kaydedilen gelirin hangi takvimle tahsil edileceğidir. Şirketin 2026 performansında satış büyümesi kadar **247,1 milyon TL'lik bu bakiyenin nakde dönüşümü** de izlenmelidir.

4. Borçluluk: kaldıraçtan çok vade ve finansman maliyeti sorunu

30 Haziran 2026'da finansal borç 1.023,5 milyon TL, nakit 5,5 milyon TL, net borç **1.017,9 milyon TL** idi. Son yıllıklandırılmış Favök 570,5 milyon TL olduğundan net borç/Favök yaklaşık **1,8 kat**. Bu oran tek başına aşırı borçluluğa işaret etmiyor. Daha önemli sorun, finansal borcun yaklaşık **%94,6'sının kısa vadeli** olması ve nakit tamponunun düşük kalmasıdır. [1, s.8–10, 35–38, 77]

İlk yarıdaki finansman gideri 200,1 milyon TL ile aynı dönemdeki 238,9 milyon TL Favök'e yaklaştı. Burada finansman giderinin tamamı nakit faiz değildir; fiilen ödenen faiz 173,9 milyon TL'dir. Yine de borçlanmanın işletmenin ürettiği değer önemli kısmını tükettiği açıktır. [1, s.10, 12]

Döviz riski de artmıştır. Net döviz açık pozisyonu 2025 sonundaki 168,0 milyon TL'den Haziran 2026'da **378,3 milyon TL'ye** yükseldi. Boru girdilerinde dış tedarik önemliyken 2026 ilk yarısında ihracatın toplam satış içindeki payı yaklaşık %4,7'dir. İthal girdi ve döviz borcu karşısında ihracatın bugünkü düzeyi sınırlı bir denge sağlıyor. [1, s.54, 66; 2, s.55]

Bilanço dışı yükümlülükler bakımından 38,2 milyon TL teminat mektubu ve 160,0 milyon TL ipotek açıklanıyor; bunlar şirketin kendi faaliyetleri lehine verilmiş. Aynı tabloda üçüncü kişiler lehine ilave teminat veya kefalet görünmüyor. Bu teminatlar, finansal borca yeniden eklenerek çifte sayılmamalıdır. [1, s.49]

5. Halka arzdan gelen para kime gidecek?

Halka arz 25,52 TL fiyatla 87,5 milyon payı kapsıyor. Bunun 62,5 milyonu sermaye artırımını, 25 milyonu mevcut ortak satışı. Halka arz sonrası sermaye 312,5 milyon TL, halka açıklık %28 ve arz fiyatından piyasa değeri **7.975 milyon TL** olacak. Toplam brüt arz büyüklüğü 2.233 milyon TL. [4, s.1–3]

Şirkete sermaye artırımından 1.595 milyon TL brüt, tahmini giderler sonrasında **1.518,5 milyon TL net kaynak** girecek. Mevcut ortakların satışı ise 638 milyon TL brüt tutarında; bu bölüm şirket kasasına girmeyecek. Dolayısıyla halka arzın yaklaşık %71,4'ü şirketi finanse ediyor. İşlemi yalnız ortakların çıkışı olarak tanımlamak doğru değil. [2, s.311]

Net şirket gelirinin kullanım alanı	Açıklanan oran	Yaklaşık tutar — milyon TL
Boru kapasitesi ve koruge yatırımları	%15–25	227,8–379,6
Vagon fabrikası ve ekipman	%20–30	303,7–455,6
Kısa vadeli banka borçlarının azaltılması	%20–30	303,7–455,6
İşletme sermayesi	%25–35	379,6–531,5

Kaynak: İzahname, s.311–312; tutarlar net şirket geliri üzerinden hesaplanmıştır. Aralıkların alt veya üst sınırları birlikte toplanacak sabit bir bütçe değildir; kullanım oranları değiştirilebilir.

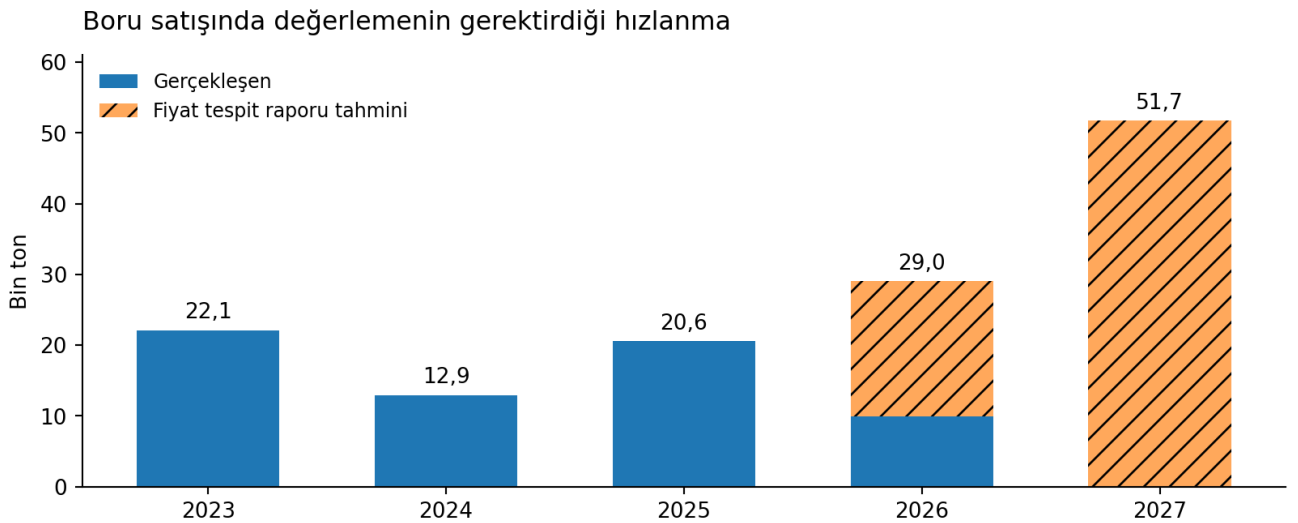
Bu dağılımın ekonomik mesajı nettir: halka arz yalnız yeni fabrika kurmak için yapılmıyor. Kayda değer bölüm mevcut işin finansmanını düzeltmeye ve işletme sermayesine ayrılıyor. Bu amaç kendi başına olumsuz değildir. Daha az banka borcu, daha düşük faiz ve peşin alım gücü kârı destekleyebilir. **Olumlu yatırım tezinin en güçlü ve en yakın vadeli dayanağı vagonlardan önce bilanço rahatlamasıdır.**

Borç ödemesine ayrılan fonun 303,7–455,6 milyon TL olması, mevcut finansal borcun kabaca %30–45'ine karşılık gelir. Buna rağmen bütün arz gelirini sürekli elde tutulacak nakit gibi görmek yanlış olur: önemli kısmı yatırım ve stok/alacak finansmanı için harcanacaktır.

6. Büyüme planı: boru hacmi ve vagon yatırımı

Boru projeksiyonunda belirgin hızlanma gerekiyor

Boru satış hacmi 2023'te 22.121 ton, 2024'te 12.910 ton, 2025'te 20.580 ton oldu. 2025'te güçlü toparlanma bulunmasına rağmen hacim hâlâ 2023 seviyesinin altındaydı. 2026 ilk yarısında 9.950 ton satış gerçekleşti. Fiyat tespit raporu ikinci yarıda **19.059 ton**, 2027'de ise **41.707 ton HDPE boru ve 10.000 ton koruge boru** öngörüyor. [3, s.105]



Şekil 1. Boru satış hacmi: gerçekleşen miktar ve fiyat tespit raporu projeksiyonu. 2026'nın 9.950 tonu gerçekleşme, 19.059 tonu tahmindir. 2027 toplamı 41.707 ton HDPE ve 10.000 ton korugeden oluşur. Kaynak: Fiyat tespit raporu, s.105.

Bu hedefler, 2026 ikinci yarısında ilk yarının yaklaşık 1,9 katı satış ve 2027’de toplam boru tonajında 2026 planına göre yaklaşık %78 büyümeye gerektiriyor. İhracat varsayımı özellikle güçlü: 2026 ilk yarısındaki 713 ton boru ihracatına karşılık ikinci yarıda 5.452 ton bekleniyor. [3, s.105]

Mevsimsellik ikinci yarının daha güçlü olmasını açıklayabilir; fakat böylesi bir hacim ve ihracat artışı yalnız olağan mevsimsellik olarak kabul edilemez. Değerlemenin desteklenmesi için siparişlerin teslimata dönüşmesi gerekir. Mevcut HDPE kapasitesi 61.063 ton/yıl; yatırım planıyla 95.470 tona çıkarılması hedefleniyor. Bunun yanında yeni koruge hatları öngörülüyor. Bu nedenle büyümeye tezinde asıl sınav sadece kapasite kurmak değil, kapasiteyi kârlı satışla doldurmaktır. [3, s.72, 114]

Vagon yatırımı: mevcut kazanç değil, henüz gerçekleşmemiş yeni faaliyet

Sivas Nuri Demirağ Organize Sanayi Bölgesi’ndeki vagon yatırımı, şirketin iş modelini değiştirebilecek büyüklüktedir. Fiyat tespit raporunda Haziran 2026’ya kadar yapılan yatırımın enflasyona göre düzeltilmiş maliyeti **977,7 milyon TL** olarak alınıyor. Ekipman, üretim onayları ve müşteri ilişkileri tamamlandıktan sonra 2026 sonunda üretime başlanması hedefleniyor. [3, s.118–120]

Bu faaliyet boru üretiminin basit bir kapasite uzantısı değildir. Farklı mühendislik, sertifikasyon, müşteri kabulü, garanti yükümlülükleri ve üretim organizasyonu gerektirir. Fabrika inşaatının tamamlanmasıyla düzenli ve kârlı seri üretime ulaşılması aynı şey değildir.

Önemli olumlu nokta: Nihai fiyat tespitinde vagonların gelecekteki kârları doğrudan değerlemeye eklenmemiştir. Vagonlara ilişkin ayrı projeksiyon sunulsa da nihai hesapta 977,7 milyon TL’lik mevcut yatırım maliyeti kullanılmıştır. Bu, henüz oluşmamış yüksek vagon kârlarının peşinen tamamen fiyatlandığı yorumunu geçersiz kılar. Öte yandan harcanmış maliyetin tamamının ekonomik değerini koruması, projenin tamamlanmasına ve ticari karşılık bulmasına bağlıdır. [3, s.120–123, 127, 130]

Belgelerde üretim takvimi uyumsuzluğu vardır: izahname 2026 için 150, 2029 için 1.000 vagon hedefinden söz ederken; fiyat tespit raporunun tablosu 2026’da 50, 2029’da 600 vagon gösteriyor. Bu fark, vagon katkısı için tek ve kesin bir takvime güvenilmemesini gerektiriyor. [2, s.312; 3, s.119]

7. 25,52 TL fiyat ne kadar makul?

Açıklanan %20 iskonto hangi değere uygulanıyor?

Tacirler Yatırım’ın fiyat tespit raporu, indirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemine %40, piyasa çarpanlarına %60 ağırlık veriyor. İNA, işletmenin gelecekte üreteceği nakdin bugünkü değerini hesaplayan yöntemdir. [3, s.131–132]

Halka arz öncesi değerlendirme	Milyon TL
İNA yönteminin sonucu	10.009,7
Çarpan yönteminin sonucu	6.613,1
%40 İNA + %60 çarpan ağırlıklı değer	7.971,7
%20 iskonto sonrası hesaplanan değer	6.377,4
Yuvarlanmış 25,52 TL fiyatın ima ettiği değer	6.380,0

Kaynak: Fiyat tespit raporu, s.131–132. Tablodaki tutarlar halka arz öncesine aittir; halka arz sonrası 7.975 milyon TL piyasa değeriyle doğrudan karıştırılmamalıdır.

25,52 TL, çarpan analizine göre %20 değil, yalnız yaklaşık %3,5 iskontoludur. Çünkü fiyatın ima ettiği 6.380 milyon TL halka arz öncesi piyasa değeri, 6.613,1 milyon TL’lik çarpan değerine çok yakındır. Yalnız yurt içi çarpan analizindeki 6.431,6 milyon TL’ye göre iskonto ise yaklaşık %0,8’dir. Açıklanan %20 iskonto, daha yüksek değer veren İNA’nın da içinde olduğu ağırlıklı sonuca uygulanmaktadır. [3, s.127, 130–132; hesaplama]

Bu fark yatırım kararının merkezindedir. Şirket “emsallerinden %20 ucuz” olarak değil, güçlü büyümeye varsayımlarının yükselttiği karma değerden %20 indirimle sunulmaktadır.

İNA neden daha yüksek değer veriyor?

İNA'da mevcut faaliyetlerin firma değerinin yaklaşık **%72,6'sı son değer bugünkü değerinden** oluşuyor. Son değer, açık tahmin dönemi bittikten sonraki faaliyete atfedilen değerdir. Ayrıca ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti 2026 ikinci yarısında %41,59'dan 2031'de %15,71'e düşüyor; uzun dönem büyüme oranı %5 alınıyor. [3, s.103, 116–117]

Bunlar kendi içinde mutlaka yanlış varsayımlar değildir. Fakat yüksek satış hacmi, daha düşük sermaye maliyeti ve uzun dönem devamlılık birlikte sağlandığında yüksek değer üretirler. Hacim büyümesi gecikir veya sermaye maliyeti beklenenden yüksek kalırsa İNA sonucu aşağı gelir. Boru tonajındaki hızlanma, bu modelin açıklanabilir ama henüz gerçekleşmemiş ekonomik dayanağıdır.

İNA'daki tutarlar ileri yılların nominal TL tahminleridir. Geçmiş finansallar ise Haziran 2026 satın alma gücüyle sunulduğu için ileri dönem ciro ve Favök rakamlarını geçmişle doğrudan karşılaştırarak reel büyüme sonucu çıkarmak doğru değildir. Fiziki tonaj bu karşılaştırma için daha açık bir göstergedir.

Halka arz nakdini dikkate alınca çarpan nasıl görünüyor?

Şirkete girecek parayı hesaba katmadan arz sonrası piyasa değerini mevcut Favök'e bölmek, fiyatı olduğundan pahalı gösterir. Arz tamamlanmış fakat yeni kaynak henüz harcanmamış varsayımıyla aşağıdaki köprü kurulabilir. Haziran 2026 finansalları sabit tutulmuş, arz sonrasındaki faaliyet ve bilanço değişiklikleri varsayılmamıştır.

Arz sonrası değer köprüsü	Milyon TL
Piyasa değeri	7.975,0
Mevcut net borç	+1.017,9
Şirkete girecek net halka arz kaynağı	-1.518,5
Firma değeri	7.474,4
Vagon yatırım maliyeti ve satış amaçlı villalar	-1.124,4
Mevcut faaliyetlere kalan firma değeri	6.350,0

Kaynak: Bağımsız denetim raporu; izahname, s.311; fiyat tespit raporu, s.127 ve 130; hesaplama. Ortaklara 1,9 milyon TL borç finansal net borç dışında bırakılmıştır; eklenmesi sonucu maddi ölçüde değiştirmez.

Son yıllıklandırılmış Favök **570,5 milyon TL**'dir. Buna göre firma değeri/Favök, kısaca **FD/Favök**, toplam şirket için yaklaşık **13,1 kat**; vagon yatırım maliyeti ve villalar çıkarıldığında mevcut faaliyetler için yaklaşık **11,1 kat** olur. Şirket tarafından açıklanan yıllıklandırılmış 579,4 milyon TL Favök kullanılırsa oranlar sırasıyla yaklaşık 12,9 ve 11,0 kattır. [1, s.10, 49, 77; 2, s.311; hesaplama]

Bu düzeyler şirketi büyümesi imkânsız bir fiyatla sunmuyor. Ancak marjı gerileyen, faiz sonrası nakit üretimi zayıf ve önemli müşteri/ilişkili taraf yoğunlaşması bulunan mevcut iş için güçlü bir ucuzluk da göstermiyor. **11,1 katın cazip hale gelmesi için kârın yeniden büyümesi ve nakde daha iyi dönüşmesi gerekiyor.**

Aynı köprüyle, mevcut faaliyetleri 10 kat FD/Favök'ten fiyatlamak isteyen bir yatırımcı yaklaşık **635 milyon TL sürdürülebilir yıllık Favök** arar; bu, son yıllıklandırılmış sonucun yaklaşık %11 üzerindedir. 8 kat talep eden yatırımcı için gereken Favök yaklaşık **794 milyon TL**'ye çıkar. Bunlar kazanç tahmini değil, arz fiyatının hangi faaliyet performansı ile desteklenebileceğini gösteren koşullu hesaplardır. Yeni fonun daha sonra kullanılması ve borç/varlık yapısının değişmesi bu hesabı da değiştirir.

Emsal setinin sınırı ve bir veri güncelliği sorunu

Yurt içi örneklem yalnız boru üreticilerinden oluşmuyor; farklı kimya ve malzeme iş modelleri de bulunuyor. Yurt dışı medyanlar ise ülke riski, şirket ölçeği ve gelir kalitesi farklı işletmeleri bir araya getiriyor. Defter değerine göre fiyatlama da fabrikaların ve yatırımların sermaye getirisi aynı olmadığı için tek başına yeterli değildir. [3, s.125–130]

Ayrıca yurt dışı emsal tablosunda Uponsor için 12,60 kat FD/Favök ve 4,35 kat piyasa değeri/defter değeri yer alıyor. Oysa Uponsor'un borsa kotasyonu 29 Nisan 2024'te sona ermişti. Bu satır güncel, bağımsız işlem gören emsal olarak değerlendirilmemelidir. Diğer veriler ve raporun mevcut eleme kümesi sabit tutularak yalnız bu satır çıkarıldığında, yuvarlanmış tablo verileriyle arz fiyatı üzerindeki etki yaklaşık 0,26 TL olur. Dolayısıyla bu kusur tek başına ana

yatırım hükmünü taşımaz; temel sorun nakit ve kârlılık görünümü karşısındaki sınırlı iskontodur. [3, s.129–130; 5; hesaplama]

Karşılaştırma amacıyla, raporun 6.613,1 milyon TL çarpan değerine ayrıca %20 iskonto uygulanması yaklaşık **21,16 TL/pay** verir. Bu tutar bağımsız hedef fiyat değil, “emsallere göre %20 iskonto” iddiasının hangi fiyat düzeyine karşılık geldiğini gösterir. Çarpan setinin kendi sorunları nedeniyle otomatik alım seviyesi olarak kullanılmamalıdır.

8. İlişkili taraflar ve ortaklık yapısı

Glorma Petrokimya ile işlemler önemlidir. 2026 ilk yarısında bu ilişkili tarafa yaklaşık 279,3 milyon TL boru/hammadde ve 0,9 milyon TL nakliye satışı yapılmış; aynı taraftan 216,3 milyon TL hammadde alınmıştır. Satış tarafı toplam cironun yaklaşık **%27,2’sine** karşılık gelir. Ayrıca ilişkili Netap’tan 32,2 milyon TL inşaat alımı vardır. [1, s.30–33]

İlişkili taraf ticari alacaklarının 2024 sonundaki 229,1 milyon TL’den Haziran 2026’da 26,2 milyon TL’ye gerilemesi olumludur. Dolayısıyla bugünkü ticari alacakların çoğunu ilişkili taraflara bağlamak yanlış olur. Bununla birlikte yüksek işlem hacmi, fiyatlama ve yatırım harcamalarının piyasa koşullarında yapılıp yapılmadığının düzenli izlenmesini gerektirir. Belgelerdeki işlem büyüklüğü tek başına uygunsuzluk kanıtı değildir. [1, s.30–34]

Halka arz sonrası Aydın ailesi ekonomik olarak %72 payı koruyacak. A grubu payların beş oy hakkı ve yönetim kurulu aday gösterme imtiyazları nedeniyle halka açık %28 payın genel kurul oylarındaki ağırlığı yaklaşık **%14,3** olacaktır. Sermayedeki pay ile yönetime etki aynı değildir. Şirket ve mevcut ortaklar için bir yıllık pay arzını artırmama/satmama taahhütleri de açıklanmıştır. [2, s.214–217, 309–310; hesaplama]

2025’te faaliyet nakdi negatifken 66,0 milyon TL temettü ödenmiş olması da sermaye tahsisinde izlenmesi gereken bir noktadır. Gelecek dönemde önceliğin, borç ve yatırım ihtiyaçlarıyla uyumlu nakit yönetimi olması gerekir. [1, s.12]

9. Hangi gelişmeler yatırım görüşünü değiştirir?

Olumlu senaryo, boru teslimatlarının hızlanması, hammadde/satış karmasının düzelmesi, borç geri ödemeleriyle faiz yükünün azalması ve gelir tahakkuklarının tahsil edilmesidir. Bu koşullar birlikte sağlanırsa 2026 ilk yarısındaki düşük ana ortaklık kârı işletmenin gelecekteki kazanç kapasitesini olduğundan zayıf gösteriyor olabilir. Vagon fabrikasının müşteri kabulünden geçmiş, tekrarlanabilir teslimata ulaşması da mevcut faaliyetlere ek değer yaratabilir.

Zayıf senaryo, arızdan gelen paranın kalıcı faaliyet verimi yaratmadan stok ve alacak finansmanında tüketilmesi, boru marjlarının baskı altında kalması ve vagon yatırımının ek kaynak gerektirerek gecikmesidir. Bu durumda borç azalsa bile hisse başına değer aynı hızla artmaz; ortaklar daha güçlü bir bilanço satın almış olur, fakat bekledikleri kâr büyümesini elde edemez.

Kararı değiştirecek üç gösterge öne çıkıyor:

1. **Boru ekonomisi:** Tonaj artışının yanında brüt marj ve Favök’ün de toparlanması. Sadece cironun büyümesi yeterli değil.

2. **Nakit dönüşümü:** Faaliyet nakdinin faiz ve makul yatırım harcamalarını karşılaması; alacak ve gelir tahakkuku stokunun satışlardan daha hızlı şişmemesi.

3. **Vagonların ticarileşmesi:** Onay, ekipman kurulumu, bağlayıcı sipariş ve müşteri kabulüyle doğrulanmış teslimatlar; tutarlı üretim takvimi ve kalan yatırım bütçesi.

Sonuç: NETGL’de değer yaratabilecek gerçek bir sanayi altyapısı ve halka arzla rahatlayabilecek bir bilanço var. Fakat 25,52 TL fiyat, yatırımcıya bu iyileşmeyi geniş bir güvenlik marjıyla satın alma imkânı sunmuyor. Mevcut kanıtlarla uzun vadeli yatırım açısından katılmama/izleme tercihi daha güçlüdür. Daha düşük fiyat veya kârlılık ve nakit üretiminde somut iyileşme, şirketi yeniden değerlendirmek için daha iyi bir zemin oluşturur.

Kaynaklar ve kapsam

- [1] Net Global Endüstriyel Yatırımlar A.Ş., 30 Haziran 2026 ve karşılaştırmalı dönemler bağımsız denetim raporu; Güncel Group, 5 Ağustos 2026. Özellikle finansal tablolar, bölüm bilgileri, ilişkili taraflar, alacaklar, borçlanmalar, nakit akışı ve risk dipnotları. [Belge](#)
- [2] Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 3 Eylül 2026’da onaylanan halka arz izahnamesi; Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda yayımlanan üç bölüm, toplam 326 sayfa. [Bölüm 1](#) [Bölüm 2](#) [Bölüm 3](#)
- [3] Tacirler Yatırım, Net Global Fiyat Tespit Raporu, 17 Ağustos 2026; değerleme tarihi 10 Ağustos 2026. Üç bölüm, toplam 134 sayfa. Bu rapordaki ileri dönem beklentiler, bağımsız kazanç tahmini değil fiyat tespit raporu varsayımları olarak ele alınmıştır. [Bölüm 1](#) [Bölüm 2](#) [Bölüm 3](#)
- [4] Net Global, Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu, Eylül 2026. [Belge](#)
- [5] Uponor, “GF has gained title to the minority shares in Uponor and the Uponor shares will be delisted from Nasdaq Helsinki”, 29 Nisan 2024 tarihli resmî açıklama. [Resmî açıklama](#)
- Değerlendirme 6 Eylül 2026 itibarıyla kamuya açık belgeler ve açıklanan halka arz koşullarıyla sınırlıdır. Halka arz sonrası finansalların nasıl gerçekleşeceğini değil, bugünkü fiyatın mevcut kanıtlarla ne ölçüde desteklendiğini değerlendirir. Kişisel portföy, vade ve risk taşıma kapasitesine özel yatırım danışmanlığı değildir.