

DERLÜKS DERİ SANAYİ ve TİCARET ANONİM ŞİRKETİ



Halka arz fiyat tespit raporuna ilişkin değerlendirme raporu

26 Haziran 2019

1. Amaç

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12 Şubat 2013 tarih ve 5/145 sayılı ilke kararına dayanılarak, TSKB A.Ş. tarafından Meksa Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin hazırladığı DERLÜKS DERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş. ("Derlüks", "Şirket") halka arz fiyat tespit raporunun yöntem, içerik ve varsayımları itibarıyla analiz edilip, değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

2. Şirket hakkında özet bilgi

Derlüks 26 Şubat 2002 yılında 5.000 TL ödenmiş sermaye ile kurulmuş ve Türkiye'de tescil edilmiştir. Şirket 15 Ekim 2018 tarihinde ödenmiş sermayesini 15 milyon TL'ye çıkarmıştır. 11 Şubat 2019 tarihinde Şirket anonim şirket olarak tescil olurken 1 Nisan 2019'da kayıtlı sermaye sistemine geçmiştir.

Şirketin 15.000.000 TL tutarındaki mevcut çıkarılmış sermayesi içindeki ortakların pay oranı ve grubu aşağıdaki gibidir. Payların tamamı Cemal Güzelci'ye aittir. Paylarda herhangi bir imtiyaz yoktur, tüm paylar eşit oy hakkında sahiptir.

Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Öncesi	
	Sermaye (TL)	Pay (%)	Sermaye (TL)	Pay (%)
Cemal Güzelci	15,000,000	100.00	14,000,000	56.00
Halka Açık	37,500	0.25	11,000,000	44.00
Toplam	15,000,000	100.00	25,000,000	100.00

Kaynak: İzahname

Şirket iki ana kategoride faaliyet göstermektedir: Deri üretimi ve içecek dağıtımı.

Ana faaliyet alanı içerisinde lüks erkek deri giyim eşyaları üretimine odaklanmıştır. Emiliano Zapata markası ile ihracat yapmakta, buna ek olarak, Avrupa ve Amerika'nın dünyaca tanınmış firmalarına fason üretim yapmaktadır. Ağırlıklı pazarlar Rusya ve Ukrayna'dır.

Şirket, deri üretiminin yanında, kâr marjı görece düşük olmakla birlikte ticari ürünlerin de satışını gerçekleştirmektedir. Kürk kaban, tabii deri ceket ve kaban, deri çanta, ayakkabı, kemer, cüzdan, çanta, ham zig deri ve hamzig kürk deri satışı yapılmaktadır. Şirket kendi segmenti ve odaklandığı alan dışında kalan, kadın, B-C segmenti erkek, büyük beden erkek ürünleri ve ihtiyaç fazlası, norm dışı olan hammaddeyi de ticari mal olarak alıp satmaktadır. Bu ürünlerin satışı daha çok çapraz pazarlama şeklinde gerçekleştirilmektedir.

Satışların Coğrafi Ağırlığı (%)

	2016	2017	2018	1Ç 2019
Yurt içi Satışlar	56.91	49.50	66.81	90.56
Yurt dışı Satışlar	43.09	50.50	33.19	9.44
Toplam	100.00	100.00	100.00	100.00

Kaynak: İzahname

İkinci ana kategori kapsamında Şirket, Eylül 2014'te %100 bağlı ortaklığı konumundaki Boran Meşrubat ve Dağıtım LTD.ŞTİ.'yi bünyesine katmıştır. Boran Meşrubat, Erikli, Nestle Waters, Tuborg, Dimes, Freşa gibi içecek markalarının İstanbul içerisinde belirlenmiş bölgelerde distribütörlüğünü yapmaktadır.

DERLÜKS DERİ SANAYİ ve TİCARET ANONİM ŞİRKETİ



Halka arz fiyat tespit raporuna ilişkin değerlendirme raporu

26 Haziran 2019

Satışların Hasılat İçerisindeki Ağırlığı (%)

	2016	2017	2018	1Ç 2019
Deri	53.53	67.70	46.64	53.53
Deri - Üretim	33.89	53.75	31.95	33.89
Deri - Ticari Mal	19.64	13.95	14.69	19.63
İçecek	46.47	32.30	53.36	46.47
Toplam	100.00	100.00	100.00	100.00

Kaynak: İzahname

3. Halka arz bilgileri

Halka Arz Tarihi : 27 – 28 Haziran 2019

Halka Arz Şekli : Sermaye artırımı ve ortak satışı

Yöntem : Borsada Satış - Sabit fiyat ile talep toplama ve satış

Fiyat : 2,66 TL

Aracılık Şekli : Bakiye yüklenimi

Ödenmiş Sermaye : 15.000.000 TL

Halka Arz : 29.260.000 TL

Halka Arz Oranı : %44,0

Şirket ortaklarının da halka arzda satmayı planlamış olduğu 1 milyon TL nominal tutarlı pay sonrasında şirketin halka açıklık oranı %44 olacaktır.

BIST kodu : DERAS

İşlem Göreceği Pazar : Ana Pazar

4. Değerleme çalışması hakkında

Derlüks arzında 1 TL nominal değerli payın satış fiyatı 2,66 TL olarak belirlenmiştir. Fiyat tespitinde değerlendirme yöntemleri olarak gelir yaklaşımı (indirgenmiş nakit akımları, İNA) ve pazar yaklaşımı (piyasa çarpanları analizi) yöntemlerini kullanmıştır. Bu iki yöntem ile elde edilen değerlerin aritmetik ortalaması alınmıştır.

A) Piyasa çarpanları yöntemi

Çarpan analizinde, baz alınan rasyolarda Borsa İstanbul' da işlem gören; Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü şirketleri ile Gıda, İçki ve Tütün Sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri / Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kâr (FD/FAVÖK), Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD), Fiyat / Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri / Net Satış (PD/Net Satışlar) çarpanları kullanılmıştır. Konsolide finansal veriler önce sektör bazında ayrılmış ve deri ile içecek sektörlerinden elde edilen rasyolar ayrı ayrı hesaplandıktan sonra çarpanlarının aritmetik ortalamaları alınmıştır. Yurtdışı benzer şirketlerin çarpanlarının görece yüksek olması nedeni ile değerlemeye dahil edilmediği belirtilmiştir.

DERLÜKS DERİ SANAYİ ve TİCARET ANONİM ŞİRKETİ



Halka arz fiyat tespit raporuna ilişkin değerlendirme raporu

26 Haziran 2019

Baz alınan piyasa çarpanlarına göre Derlüks'ün piyasa değeri (TL)

FD/FAVÖK Çarpanına göre Piyasa Değeri			
Deri Konfeksiyon FAVÖK	14.149.880	6,74x	95.371.158
İçecek Sektörü FAVÖK	3.625.274	6,92x	25.078.676
FD/FAVÖK Çarpanına göre Firma değeri (TL)			120.449.835
Net Finansal Borçluluk (-)			34.243.910
FD/FAVÖK çarpanına göre Piyasa Değeri (TL)			86.205.925

F/K Çarpanına göre Piyasa Değeri			
Deri Konfeksiyon Net Kar	2.440.893	9,27x	22.889.284
İçecek Net Kar	1.516.432	10,75x	16.297.694
F/K çarpanına göre Piyasa Değeri (TL)			39.196.978

PD/DD Çarpanına göre Piyasa Değeri			
Deri Konfeksiyon Özkaynak	15.911.608	1,20x	19.041.542
İçecek Özkaynak	7.104.351	1,36x	9.632.041
PD/DD çarpanına göre Piyasa Değeri (TL)			28.673.583

PD/NS Çarpanına göre Piyasa Değeri			
Deri Konfeksiyon Net Satış	74.709.610	0,86x	65.595.575
İçecek Net Satış	97.332.531	0,40x	39.197.337
PD/NS çarpanına göre Piyasa Değeri (TL)			104.792.912

Kaynak: Finnet

03.06.2019 tarihli piyasa çarpanlarına göre Derlüks değeri (TL)

Piyasa Çarpanına göre Piyasa Değeri (TL)		Ağırlık	
FD/FAVÖK Çarpanına göre Piyasa Değeri	86.205.925	25%	21.551.481
F/K Çarpanına göre Piyasa Değeri	39.196.978	25%	9.728.783
PD/DD Çarpanına göre Piyasa Değeri	28.673.583	25%	7.168.396
PD/NS Çarpanına göre Piyasa Değeri	104.792.912	25%	25.697.885
Çarpanlara göre Piyasa Değeri (TL)		100%	64.717.349

Kaynak: Finnet

Çarpan analizi yöntemiyle, Derlüks için eşit ağırlıklı ortalama alınan çarpan rasyoları **64.717.394 TL**'lik piyasa değerini vermektedir. Şirket'in çıkarılmış sermayesi 15.000.000 TL olup, hesaplama sonucunda **4,31 TL** birim pay değerine ulaşılmıştır.

B) İndirgenmiş nakit akımları yöntemi

İndirgenmiş nakit akımları analizine göre firma değeri veya şirket paylarının değeri, Şirket'in faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmiş değeri olarak kabul edilir.

Gelir tablosu projeksiyonunun oluşturulmasında aşağıda yer alan Şirket beklentileri kullanılmıştır.

- 5 yıllık projeksiyon dönemi (2019-2023) kullanılmıştır.

26 Haziran 2019

- Satışlarla ilgili olarak 5 yıl için yıllık bileşik % 12,1' lik büyüme oranı öngörülmüştür. İlk yıl gelir büyümesi %8,9, ikinci yıl %13,7, üçüncü yıl %13,7, dördüncü yıl %12,9 ve beşinci yılda da %11,2 olarak alınmıştır.
- Satılan malın maliyeti / Net satışlar oranının 2019 ve 2020 yılları için %88,3; 2021'de %88,4; 2022 ve 2023'te ise %88,5 seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmiştir (2018 yılında bu oran %88,1 olmuştur).
- Faaliyet giderlerinin satışlara oranının 2019-2021 döneminde %3,4, sonraki dönemde ise %3,5 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmiştir (2018 yılında bu oran %3,5 olarak gerçekleşmiştir).
- Net işletme sermayesi hesabında son 3 senenin ortalama devir oranları incelenmiş ve son 3 senenin aritmetik ortalaması hesaplamalarda kullanılmıştır.
- Yatırım harcaması olarak mevcut filo yatırımlarından doğan amortisman giderleri kadar yatırım harcaması yapılacağı öngörülmüştür.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %22,17 olarak hesaplanmıştır:
 1. Risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık hazine tahvilinin 03.06.2019 tarihli kapanış faizi %18,94 uygulanmıştır.
 2. Ülke risk primi olarak %8,95 kullanılmıştır.
 3. Beta katsayısı olarak 1,51 kullanılmıştır.
 4. Terminal büyüme (2023 sonrası için) %5 kabul edilmiştir.
 5. Şirketin finansal borcu için ortalama borçlanma maliyeti %21,49, finansal borçların ağırlığı %65,56 ve kurumlar vergisi %22 alınmıştır.

Bu varsayımlarla birlikte indirgenmiş nakit akımları analizi sonucunda Derlüks için İNA yöntemine göre hesaplanan piyasa değeri 43.628.000 TL, pay başına değer 2,91 TL olarak hesaplanmaktadır.

Piyasa Çarpanları Yöntemi ve İNA Analizi yöntemlerinden çıkan değerlerin eşit ağırlıklandırması sonucu pay başına değer 3,61 TL olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in birim halka arz fiyatı, pay başına değere %26,25 iskonto uygulanarak 2,66 TL olarak tespit edilmiştir.

5. Değerlendirme ve Sonuç

Fiyat tespit raporunda şirket değerlemesi için kullanılan benzer şirket yöntemlerine dair hesaplamalar kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapmalarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verilmiştir.

Hisse fiyatının belirlenmesinde çarpan analizi ve indirgenmiş nakit akımları yönteminin kullanılmış olmasını ve bu yöntemlere eşit ağırlık verilmesini yerinde görmekteyiz. Çarpan analizi yönteminde ihtiyatlı olmak açısından uç değerlerin değerlendirme dışında tutulmasını olumlu buluyoruz. Bununla birlikte, değerlendirme yöntemlerinden Piyasa Değeri/Net Satış çarpanının şirketin iki farklı faaliyet kolunda ortaya çıkan farklı kâr marjlarını kullanılmasına yönelik çekincemizi belirtiyoruz.

Bu çekinceyle birlikte halka arz iskontosu sonucunda ulaşılan 2,66 TL hisse başı fiyatı makul bulmaktayız.