



# DERLÜKS DERİ SANAYİ ve TİC. A.Ş.

## FİYAT TESPİT RAPORU ANALİZİ

**Haziran 2019**

Önemli Not İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Meksa Yatırım") aracılık ettiği Derlüks Deri San. Ve Tic. AŞ. ("Derlüks Deri veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Meksa Yatırım'ın hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Bilgileri	
Halka Arz Tarihi	27-28 Haziran 2019
Halka Arz Büyüklüğü	29.260.000 TL
Halka Arz Oranı	44 %
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	15.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	25.000.000 TL
Halka Arz Yöntemi	Borsa'da Satış – Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Halka Arz Miktarı	11.000.000 TL: 10.000.000 Sermaye Artırımı – 1.000.000. Ortak Satışı
Halka Arz Fiyatı	2,66 TL
Borsa'da İşlem Görme Tarihi / Pazarı	3/4 Temmuz 2019 (Tahmini) / Ana Pazar
Aracılık Yöntemi	Bakıyeyi Yüklenim
Taahhütler	Meksa Yatırım, halka arz süresi sonunda satılamayan payları halka arz fiyatı üzerinden satın alma taahhüdü vermiştir.
Fiyat İstikrarı	Fiyat istikrarı işlemlerinin gerçekleştirilmesi planlanmamaktadır.

## Şirket Bilgileri

Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi 26.02.2002'de 5.000 TL ödenmiş sermaye ile kurulmuş ve Türkiye'de tescil edilmiştir. Şirket, 15 Ekim 2018 tarihi itibarıyla ödenmiş sermayesini 15.000.000 TL'ye yükseltmiştir. 11.02.2019'da ise Şirket nevi değişikliği ile anonim şirket olarak tescil olmuştur. 14.03.2019 tarihinde ise kayıtlı sermaye sistemine geçmiş olup 01.04.2019 tarihli genel kurulda kayıtlı sermaye sistemine geçiş ve şirket esas sözleşmesinin SPKn ve TTK'na uygun hale getirilmesine ilişkin gerekli madde değişiklikleri gerçekleştirilmiştir. Söz konusu değişiklikler 08.04.2019 tarihinde ticaret sicil gazetesinde ilan edilmiştir.

Şirket'in amaç ve konusu başlıca şunlardır;

- Her türlü doğal deriden bay, bayan ve çocuk giyim eşyaları, giyim aksesuarları ve kullanım ürünlerinin imalatı, alım satım, ithalat ve ihracatını yapmak
- Her türlü tekstil ürünleri, triko ürünleri, dokuma ürünleri, giyim eşyaları ve aksesuarlarını almak, satmak, üretmek, ithalat ve ihracatını yapmak.
- Her türlü deri ve tekstil hammaddeleri, deri ve tekstil kimyasalları, kumaş, doğal deri, suni deri, iplik ve konfeksiyon malzemelerinin alım satımı, ithalat ve ihracatını yapmak.

Şirket yukarıda esas sözleşmesinde yer alan amaç ve kapsamı içerisinde özellikle lüks erkek deri giyim eşyaları üretmeye odaklanmıştır. Şirket'

Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 75.000.0000 TL olup, çıkarılmış sermayesi 15.000.000 TL'dir.

### Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı	Halkz Arz Öncesi (TL)	%	Halka Arz Sonrası (TL)	%
Cemal GÜZELCİ	15.000.000	100	14.000.000	56
Halka Açık	-	-	11.000.000	44
<b>Toplam</b>	<b>15.000.000</b>	<b>100</b>	<b>25.000.000</b>	<b>100</b>

Derlüks Deri, çoğunlukla Rusya ve Ukrayna gibi soğuk iklim koşullarının hâkim olduğu bölgelere üst segment erkek deri ve kürk ceketler üretmektedir. Şirket ağırlıklı olarak ihracat odaklı çalışmaktadır. Satışlarının %70 kadarını yurt dışına ihraç ederken, yurtiçi satışlarının da % 95 kadarını dolaylı olarak kuzey ülkelerden gelen turistlere yapmaktadır.

Derlüks Deri'nin perakende faaliyeti olmayıp sipariş usulü çalışmaktadır. Ürettiği ürünleri kendi ticari markası olan Emiliano Zapata etiketiyle satmaktadır. Aynı zamanda dünyaca ünlü top designer markalarla da işbirliği bulunan şirket, bu markalara fason üretim yapmaktadır.

Üretim olarak yalnızca erkek deri konfeksiyonu üzerine yoğunlaşan Derlüks Deri, sipariş alması durumunda belirlenmiş kalite şartlarında tedarikçilerine fason üretim yaptırmaktadır.

Derlüks Deri'nin bağlı ortaklığı Boran Meşrubat, Bağcılar, Bayrampaşa, Esenler, Güngören ve Bahçelievler ilçelerinde içecek dağıtımını yapmaktadır. Tedarikçi firmalarla bir yıllık yapılan sözleşmeler doğrultusunda, sözleşmede belirlenmiş bölgeler haricinde satış yapmamaktadır.

Kuruluş aşamasında üretim ve satışın tamamı bavul ticaretiyle Rusya ve eski doğu bloku ülkelerine yapılmaktayken, bugün "EmilianoZapata" markasıyla ihracat işlemleri gerçekleştirmektedir.

Şirket, 2016 yılında tüm deri ürünleri grubunda Türkiye'nin en fazla ihracat yapan 36.şirketi olmuştur. 2017 ve 2018 yıllarında ise grubunda en fazla ihracat yapan 10 firma arasına girerek "İhracat altın ödülü" almıştır. Rusya'da bilinirliğini artırmak amacıyla gerçekleştirdiği medya kampanyaları kapsamında 2014 yılında ünlü aktör Adrien Brodymark marka yüzü olarak seçilmiştir.

2014 yılı Eylül ayında ise tek sektör riskinin olası etkilerini azaltmak amacıyla hızlı tüketim maddeleri sektöründe faaliyet gösteren Boran Meşrubat Dağıtım San. Ve Tic. Ltd. Şti. satın alınmıştır. %100 bağlı ortaklık konumundaki şirket ErikliNestle Waters, Tuborg, Dimes, Freşa başta olmak üzere birçok içecek markasının dağıtımını yapmaktadır.

**Şirket, halka arz gelirinin kullanımına yönelik planlarını aşağıdaki tablodaki gibi açıklamıştır.**

Fon Kullanım Yeri	Halka Arz Gelirine Oranı
Finansal Borçların Kapatılması	79,25%
Döviz Riskinden Korunma	8,22%
İş Geliştirme Planları	12,53%
<b>Toplam</b>	<b>100%</b>

## Şirket'in Ana Faaliyet Alanları

Derlüks Deri her türlü deri, tekstil, triko, dokuma ürünlerinden bay, bayan ve çocuk giyim eşyaları, giyim aksesuarları ve kullanım ürünlerinin imalatı, alım-satımı ithalat ve ihracatını yapmaktadır. Ek olarak, her türlü deri ve tekstil hammaddeleri, deri ve tekstil kimyasalları, kumaş, doğal deri, suni deri, iplik ve konfeksiyon malzemelerinin alım satımı, ithalat ve ihracatını yapmaktadır.

### Üretimi Yapılan Ürünler

Kürk süet mont, Kürk içlikli kumaş kaban, Kürk kaban, Tabii deri ceket, Tabii deri kaban, Tabii deri gömlek, Tabii deri pantolon, Tabii deri elbise, Tabii deri yelek üretimi yapılan ürünler arasındadır.

Deri ürünlerinin büyük kısmını "Emiliano Zapata", "Zapata Bluster" markası altında, bir kısmını fason olarak Avrupa ve Amerika firmalarına yapmaktadır. Ürettiği ürünlerin tamamı A segment müşteriye hitap eden, kendi tasarımı tabii deri, kürk, av hayvanı kumaş kombinasyonu ürünlerdir. Ürettiği ürünlerin %70-75'i yurt dışına satılmaktadır. Ağırlıklı pazarlar Rusya ve Ukrayna'dır. Satışların geri kalanı Antalya gibi turistik bölgelerdir.

### Ticari Ürünler

Kürk kaban, Tabii deri ceket, Tabii deri kaban, Deri çanta, Deri ayakkabı, Deri cüzdan, Deri kemer, Ham zig deri, Ham kürk deri ise ticari ürünler olarak sıralanmıştır.

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. Bu ürünler yüksek kar marjlı değildir fakat finansman giderleri göz önünde bulundurulmaktadır.

### Bağlı Ortaklık Ticari Ürünler

Hafif alkollü içecek dağıtımı, Pet şişe su dağıtımı, Meyve suyu dağıtımı, Meşrubat dağıtımı, Çey ve türevleri dağıtımı bağlı ortaklık faaliyetleri kapsamındadır.

Şirket'in üretimi yoktur. Satışının tamamı distribütörlüğünü yaptığı firmaların ürünleridir. Tuborg, Erikli&Nestle Waters, Dimes, Freşa gibi çok bilinen ve segmentlerinde lider olan firmaların dağıtımını yapmaktadır. Ayrıca, enerji içecekleri, çay mamulleri, diğer gazoz, soda ve kutu içecekleri de müşteri talepleri doğrultusunda satılmaktadır. Satış bölgesi İstanbul'un Bahçelievler, Güngören, Esenler, Bayrampaşa ve Bağcılar semtlerini kapsamaktadır.

### Satışların Dağılımı

İhraççının 2016 yılı net satışlarının %53,53'ü deri bölümünün, %46,47'si ise içecek bölümü gelirlerinden oluşmaktadır. Yine deri bölümü üretimden satışları %33,89 iken, ticari mal olarak yapılan satışların toplam içinde aldığı pay %19,63'tür. 2017 yılında içecek bölümünün toplam satışlar içindeki %23,31'e gerilemiştir. Deri bölümü toplam satışlardan %67,69 pay alırken, bu bölümün ticari mal satışları %13,95'e düşmüştür. 2018 yılına gelindiğinde hafif alkollü içkilerin içecek bölümü ürün gamına katılması sonrası bu bölümün payı tekrar yükselmiş ve toplam satışlar içerisinde %53,36'ya çıkmıştır. Deri bölümünün satış oranı da %14,69'a yükselmiştir.

İhraççının içecek bölümü satışları içinde en yüksek kısmı 2018 yılına kadar su bölümü oluşturmaktadır. 2016 yılında içecek bölümü satışlarının %65,44'ü iki marka aracılığıyla yaptığı pet su satışlarından meydana gelmektedir. 2017 yılında ise bu oran %65,61'e yükselmiştir. Fakat Tuborg'un ürün gamına katılmasıyla birlikte 2018 yılında pet su satışlarının toplam satışlara oranı %16,68'e kadar gerilemiştir. 2019'da ise bu oran %12,91'e düşmüştür. Bu orandaki gerilemenin sebebi ise su satışlarının azalması değil, hafif alkollü içki satışlarında meydana gelen büyük artış olmuştur.

Satışlar (TL)	31.12.2016	%	31.12.2017	%	31.12.2018	%	31.03.2019	%
<b>Yurt İçi Satışlar</b>	26.816.820	56,91	35.661.682	49,50	111.231.517	66,81	36.122.814	90,56
<b>Yurtdışı Satışlar</b>	20.303.551	43,09	36.379.723	50,50	55.260.690	33,19	3.763.607	9,44
<b>TOPLAM</b>	<b>47.120.371</b>	<b>100</b>	<b>72.041.405</b>	<b>100</b>	<b>166.492.207</b>	<b>100</b>	<b>39.886.421</b>	<b>100</b>

Kaynak: Derlüks İzahnamesi

Satışlar (TL)	31.12.2016	%	31.12.2017	%	31.12.2018	%	31.03.2019	%
<b>Deri</b>	25.223.518	53,53	48.771.371	67,70	77.660.245	46,64	15.638.243	39,21
<b>İçecek</b>	21.896.583	46,47	23.270.034	32,30	88.831.962	53,36	24.248.178	60,79
<b>TOPLAM</b>	<b>47.120.371</b>	<b>100</b>	<b>72.041.405</b>	<b>100</b>	<b>166.492.207</b>	<b>100</b>	<b>39.886.421</b>	<b>100</b>

Kaynak: Derlüks İzahnamesi

### Karlılık Oran Analizleri

Karlılık Oran Analiz Tablosu			
	2017	2018	2019 1.Çeyrek
<b>Brüt Kar Marjı</b>	10,56%	11,91%	11,79%
<b>Faaliyet Kar Marjı</b>	6,30%	10,17%	9,62%
<b>Net Kar Marjı</b>	3,71%	2,17%	2,31%

Kaynak: Derlüks İzahnamesi

## Değerleme Hakkında Özet Bilgiler

Bu raporda Derlüks Deri Sanayi A.Ş. Meksa Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanmış 7 Haziran 2019 tarihli fiyat tespit raporu incelemesi yapılmıştır. Meksa Yatırım fiyat tespit çalışmasında Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemlerini kullanmıştır.

### - Çarpan Analizi Yöntemi:

Piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda Borsa İstanbul'da işlem gören Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri sektörü şirketleri, içecek sektöründe dağıtım faaliyeti gösteren bağlı ortaklık Boran Meşrubat için ise benzer sektör olarak Borsa İstanbul'da işlem gören Gıda, İçki ve Tütün sektöründe işlem gören şirketlerin verileri dikkate alınmıştır. Çarpan analizinde 3 Haziran 2019 tarihi itibarıyla hesaplanan Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç (F/K), Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) ve Piyasa Değeri/Net Satış (PD/NS) oranları kullanılmıştır

## Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Piyasa Çarpanlarına göre 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
<b>FD/FAVÖK çarpanına göre Piyasa Değeri (TL)</b>			<b>86.205.925</b>
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
<b>F/K çarpanına göre Piyasa Değeri (TL)</b>			<b>39.196.978</b>
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
<b>PD/DD çarpanına göre Piyasa Değeri (TL)</b>			<b>28.673.583</b>
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
<b>PD/NS çarpanına göre Piyasa Değeri (TL)</b>			<b>104.792.912</b>

Piyasa Çarpanlarına Göre Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık	Rapordaki Hesaplama	Doğru Hesaplama
FD/FAVÖK Çarpanına göre Piyasa Değeri	25%	21.551.481	21.551.481,25
F/K Çarpanına göre Piyasa Değeri	25%	9.728.783	9.799.244,50
PD/DD Çarpanına göre Piyasa Değeri	25%	7.168.396	7.168.395,75
PD/NS Çarpanına göre Piyasa Değeri	25%	25.697.885	26.198.228,00
<b>Piyasa Çarpanlarına göre Piyasa Değeri (TL)</b>	<b>100%</b>	<b>64.717.349</b>	<b>64.717.349</b>

Çarpan analizi yöntemiyle yapılan hesaplama göre, Derlüks Deri için tüm çarpan değerlerinin verdiği değerlemelerin eşit ağırlıklı ortalamasına göre 64.717.394 TL'lik piyasa değerine ve **4,31 TL** birim pay değerine ulaşılmıştır. **Rapordaki tabloda F/K ve PD/NS çarpımları yanlış olsa da toplam değerde yanlışlık yoktur.**

## - İndirgenmiş Nakit Akım Yöntemleri

Fiyat tespiti yapan Gedik Yatırım'ın İNA analizinde kabul ettiği varsayımlar şu şekildedir;

- Projeksiyon süresi 5 yıl olarak baz alınmıştır
- İndirgenmiş Nakit Akım Analizi 5 yıllık süreyi kapsamaktadır.
- Sermaye maliyeti hesaplanması aşamasında risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık hazine tahvilinin 03.06.2019 tarihli kapanışı olan %18,94, piyasa risk primi 8,95%, Beta ise kaldıraçlı Beta hesaplamasıyla 1,51 olarak varsayılmıştır. Borçlanma maliyeti %21,49, Vergi sonrası ağırlıklandırılmış borçlanma maliyeti %10,99 olarak belirlenirken özsermaye maliyeti %32,47, ağırlıklandırılmış öz sermaye maliyeti ise %11,18 olarak hesaplanmış, böylece ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %22,17 olarak kabul edilmiştir.
- 5 yıllık projeksiyon için satışlardaki bileşik büyüme oranı %12,1 olarak öngörülmektedir.
- Maliyetlerin satışlara oranı 2018 yılında %88,1 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu oranın 2019 ve 2020 yıllarında %88,3, 2021 yılında %88,4, 2022 ve 2023 yıllarında %88,5 olması öngörülmektedir.
- Faaliyet giderlerinin satış projeksiyonlarına paralel gerçekleşmesi beklenmekte olup, 2018 yılında faaliyet giderlerinin satışlara oranı %3,5 olarak gerçekleşmiştir. Projeksiyon döneminde bu oranın, 2019-2021 yıllarında %3,4, 2022-2023 yıllarında ise %3,5 olması tahmin edilmektedir.
- 2018 yılında alacak tahsil süresi 100 gün, stok tutma süresi 46 gün, borç ödeme süresi 153 gün olmuştur. Projeksiyon döneminde ise alacak tahsil süresinin 95 gün, stok süresinin 62 gün ve borç ödeme süresinin 116 gün olması öngörülmektedir.
- Şirket'in planladığı yatırım harcamalarının mevcut filo yatırımlarından doğan amortisman giderleri kadar gerçekleşeceği planlanmış olup, 2019 yılında 499 bin TL, 2020 yılında 568 bin TL, 2021 yılında 646 bin TL, 2022 yılında 729 bin TL, 2023 yılında 810 bin TL yatırım harcaması öngörülmektedir.
- Terminal büyüme oranı ise 5,5% olarak kabul edilmiştir.

Bu temel varsayımlar ışığında, Derlüks Deri için İNA yöntemine göre hesaplanan piyasa değeri 43,628,000 TL, pay başına değer 2,91 TL olarak hesaplanmaktadır

## - Sonuç

	Şirket Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İNA'ya Göre	43.628.000	50%	21.814.000
Piyasa Çarpanlarına Göre	64.717.349	50%	32.358.675
<b>Toplam Şirket Değeri</b>		<b>100%</b>	<b>54.172.675</b>
Şirket Sermayesi	15.000.000		
Şirket Pay Başına Değeri			3,619
Halka Arz İskontosu			26,25%
Halka Arz İskontosu Sonrası Şirket Değeri			39.952.348
Halka Arz Fiyatı			2,66

Sonuç olarak Derlüks Deri'nin ağırlıklandırılmış şirket değeri 54.172.675 TL olarak hesaplanmaktadır. Şirket'in çıkarılmış sermayesi 15.000.000 TL olup birim pay değeri 3,61 TL'ye denk gelmektedir. Şirket'in halka arz fiyatı **26,25% halka arz iskontosu uygulanarak 2.66 TL olarak belirlenmiştir.**

## Görüş

### a) Piyasa Çarpanları Yöntemi

- FD/FAVÖK, PD/DD, F/K çarpanlarının kullanılmasını uygun bulmakla birlikte PD/Net Satışlar yerine borçluluk durumunu ilgilendiren FD/Net Satışlar çarpanının kullanılmasının daha uygun olabileceği görüşündeyiz.
- Giyim ve İçecek sektörü gibi iki farklı sektörde faaliyet gösteren Şirket için Borsa İstanbul'da işlem gören Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri sektörü şirketleri (burada şirket ile benzer faaliyetlerde bulunan şirketlerin seçilmesi daha uygun olabilirdi) ile bağlı ortaklığı Boran Meşrubat için Borsa İstanbul'da işlem gören Gıda, İçki ve Tütün şirketlerinin çarpanlarının kullanılmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Değerlemede yurt dışı benzer şirket çarpanlarının yurtiçine kıyasla oldukça yüksek olması nedeniyle değerlemeye dahil edilmemesini olumlu karşılıyoruz.
- 31.sayfada yer alan Deri Konfeksiyon & İçecek Özsermaye Hesaplaması(TL) başlıklı tabloda sırasıyla Deri Özsermaye 15,799,019 TL, İçecek Özsermaye 7,216,940 TL olarak hesaplanmış fakat 37.sayfadaki tabloda aynı değerler sırasıyla 15,911,608 TL ve 7,104,351 TL olarak Şirket Değeri hesaplamasında kullanılmıştır.
- Yine 31.sayfada FAVÖK hesaplaması(TL) tablosunda içecek FAVÖK'ü 3.625.274 olarak gösterilmiştir. FAVÖK ağırlığı hesaplaması tablosunda ise İçecek FAVÖK rakamı 3.246.085 olarak yazılmıştır. 37.sayfadaki çarpan değerlerine göre şirket değeri tablosunda ise 3.625.274 değeri kullanılmıştır.

### b) İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

- Meksxa Yatırım tarafından yapılan projeksiyona göre Şirket'in satış gelirlerinde yıllık bileşik % 12,1 büyüme oranının makul olduğunu düşünüyoruz.
- Satılan Malın Maliyetinin Net Satışlara oranının, % 88,3 ile % 88,5 aralığında tahmin edilmesinin makul bir yaklaşım olduğunu düşünüyoruz.
- Ülke risk primi olarak muhafazakar yaklaşımla %8,95, özsermaye maliyetinin %32,47 ve borçlanma maliyetinin %21,49 olarak kabul edilmesini ve buna göre hesaplanan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin %22.17 olarak hesaplanmasını makul olarak değerlendiriyoruz. Fakat bu hesaplamalarda kullanılan risksiz faiz oranı olarak %18,94 olarak belirlenen 10 yıllık hazine tahvil faizi yerine projeksiyon döneminin 5 yıl olması nedeniyle 5 yıllık faiz oranının baz alınmasının da makul olabileceğini düşünüyoruz.
- Beta katsayısı ilk halka arzlarında bu katsayının genelde 1 kabul edilmesine rağmen finansal borçluluk gözetilerek kaldırıcı Beta hesaplaması sonucu olan 1.51 değerinin değerlendirilmesinde kullanılmasını muhafazakar bir yaklaşım olarak değerlendirip olumlu karşılıyoruz. Yalnız Fiyat Tespit Raporu 28.sayfada kaldırıcı beta hesaplamasında Şirket'in finansal borçlarının toplam kaynaklardaki ağırlığının %58.05 olarak dikkate alındığı belirtilmiş olsa da 29.sayfadaki Kaldırıcı Beta tablosunda Borçların Toplam Kaynaklardaki Ağırlığı %65.56 olarak yer almakta ve hesaplamada da bu oran kullanılmaktadır.
- Uzun vadeli enflasyon beklentileri göz önünde bulundurulduğunda uç değer büyüme oranı olan %5'in makul olduğunu düşünüyoruz.
- Halka Arz fiyatının, Piyasa Çarpanları Yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi ile elde edilen değere göre % 26,25 iskontolu olarak belirlenmesinin makul olduğunu düşünüyoruz.