

'DERLÜKS DERİ SANAYİ Fiyat Tespit Raporu' DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde hazırlanmıştır. Rapor, Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin DERLÜKS DERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş. ("Derlüks" ve/veya "Şirket") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

Derlüks Deri 2002 yılında kurulmuştur. Şirket'in çıkarılmış sermayesi 15 milyon TL olup payların tamamı Cemal Güzelci'ye aittir. Paylarda herhangi bir imtiyaz yoktur, tüm paylar eşit oy hakkında sahiptir. Şirket iki ana kategoride faaliyet göstermektedir: deri ve kürk ceket üretimi ve içecek dağıtımı.

2. Şirket'in Operasyonları Hakkında:

1) **Üretimi yapılan ürünler:** 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.

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 bölgelerdedir.

2) **Ticari ürünler:** Ticari ürünler kürk kaban, tabii deri ceket ve kaban, deri çanta, ayakkabı, kemer, cüzdan, çanta, ham zig deri ve hamzig kürk deriden oluşmaktadır. 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.

3) **Bağlı ortaklık ticari ürünler:** Derlüks'ün bağlı ortağının (Boran Meşrubat) ana faaliyet konusu ise; su, meşrubat, alkollü ve alkolsüz içecekler ve gıda ürünlerinin toptan alım-satım, pazarlama ve dağıtımını yapmaktır. FMCG sektöründe faaliyet gösteren başlıca firmaların dağıtım bayiliğini İstanbul'un 5 ilçesinde (Bahçelievler, Güngören, Esenler, Bayrampaşa ve Bağcılar) üstlenmiş durumdadır.

Boran Meşrubat'ın 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.

Satışların ürün ve niteliklerine göre dağılıma baktığımızda deri ve içecek segmentlerinin dağılımı aşağıdaki gibidir; 2016 yılı satışların kırılımı (Deri: %53,53 – Üretim %33,89, Ticari Mal: %19,63; İçecek:%46,47), 2017 yılı satışların kırılımı (Deri: %67,70 – Üretim %53,75, Ticari Mal: %13,95; İçecek %32,30), 2018 yılı satışların kırılımı (Deri: %46,64 – Üretim %31,95, Ticari Mal: %14,69; İçecek:%53,36), 1Ç19 yılı satışların kırılımı (Deri: %39,21 – Üretim %17,27, Ticari Mal: %21,93; İçecek:%60,79).

B) DEĞERLEME HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİ:

Derlüks Deri'nin halka arz edilecek paylarının birim fiyatının tespitinde yer alan değerlendirme yöntemleri fiyat tespit raporunda açık ve net ifade edilmiştir. Değerleme çalışmasında, Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemleri kullanılmıştır. Her iki yöntem neticesinde elde edilen değerler eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

C) DEĞERLEME ÇALIŞMASI:

Piyasa Çarpanları Yöntemine Göre Piyasa Değeri

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

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
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

Piyasa Çarpanları için kullanılan Derlüks Deri verileri:

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

* F/K çarpanına ve PD/NS çarpanlarına göre ağırlıklandırılmış piyasa değerleri yukarıda belirtilen tutarlardan farklı hesaplanırsa da toplam piyasa değeri 64.717.349 TL olarak ortaya çıkmaktadır.

Çarpan analizi yöntemiyle, Derlüks Deri için tüm rasyoların verdiği değerlemelerin eşit ağırlıklı ortalamasına göre **64.717.394 TL**'lik piyasa değerine ve **4,31 TL** birim pay değerine ulaşılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Piyasa Değeri

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizine göre firma değeri veya şirket paylarının değeri, Şirket'in faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmiş değeri olarak kabul edilir. İNA'ya göre yapılan değerlemede Derlüks Deri için şu temel varsayımlar yapılmıştır:

- 1) Projeksiyonlar TL üzerinden yapılmıştır.
- 2) İNA analizi gelecek 5 yıllık dönem (2019-2023) esas alınarak yapılmıştır.
- 3) 2019 – 23 yıllarını kapsayan analize konu olan dönemde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) hesaplamasında %18,94 risksiz faiz oranı, %8,95 piyasa risk primi, 1,51 kaldıraçlı Beta, terminal büyüme için 2023 yılından sonrası için nihai büyüme %5 ile özsermaye maliyeti %32,47 olarak hesaplanmıştır. Ortalama borçlanma maliyeti %21,49 ve %65,56 borçluluk oranı ile indirgenmiş nakit akımları yönteminde kullanılacak olan AOSM %22,17 olarak hesaplanmıştır.

Satışlardaki Büyüme

Derlüks Deri'nin net satışları 2016 ile 2018 yılları arası, deri konfeksiyon sektöründe faaliyet gösteren Derlüks için %75,5 ve içecek sektöründe faaliyet gösteren bağlı ortaklık Boran Meşrubat için %101,4 oranında büyümüştür. Yıllık bileşik büyüme oranı konsolide olarak %88'dir. Konsolide projeksiyonlarda yer alan 5 yıl için (2018-2023 donemi) yıllık bileşik büyüme oranı %12,1 olarak öngörülmektedir.

Satışların Maliyeti

Şirketin satış maliyetleri, deri konfeksiyon mamulleri ve bağlı ortaklık tarafından gerçekleştirilen ticari malın maliyetlerinden oluşmaktadır. Maliyetlerin satışlara oranı 2018 yılında %88,1 seviyesindedir. 2019 ve 2020 yıllarında %88,3 olması, 2021 yılında %88,4, 2022 ve 2023 yıllarında %88,5 olması öngörülmektedir.

Faaliyet Giderleri

Faaliyet giderlerinin satış projeksiyonlarına paralel gerçekleşmesi beklenmekte olup, 2018 yılında faaliyet giderlerinin satışlara oranı %3,5 olmuştur. Projeksiyon döneminde bu oranın, 2019-2021 yıllarında %3,4 olması ve 2022-2023 yıllarında %3,5 olması öngörülmektedir.

Net İşletme Sermayesi

Net işletme sermayesinin hesaplanmasında geçmiş yıllardaki ortalama devir hızları gün olarak tahminde bulunulmuştur. 2018 yılında alacak tahsil süresi 100 gün, stok tutma süresi 46 gün, borç ödeme süresi 153 gün olmuştur. Projeksiyon döneminde (2019-2023) alacak tahsil süresinin 95 gün, stok tutma süresinin 62 gün ve borç ödeme süresinin 116 gün olması öngörülmektedir.

Yatırım Harcamaları

Planlanan yatırım harcamalarının mevcut filo yatırımlarından doğan amortisman giderlerinin hafif üzerinde 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.

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.

Halka arzın sermaye artışı ve ortak satışı olarak gerçekleşmesi planlanmaktadır. Sermaye artırımıyla halka arz edilen payların nominal değeri 10.000.000 TL, mevcut ortakların halka arz edilecek paylarının nominal değeri ise 1.000.000 TL olacaktır.

Şirket'in halka arzdan elde edeceği fonun kullanım yerleri aşağıdaki şekilde belirtilmiştir:

- 1) Finansal borçların kapatılması – Şirket halka arzdan elde edilecek net gelirlerin %79,25'lik tutarı ile finansal borçlarını kapatmayı planlamaktadır.
- 2) Döviz riskinden korunma – Şirket finansal borçlarının kalan kısmı için, net halka arz gelirlerinin %8,22'lik kısmı ile riskten korunma amaçlı türev araçlar kullanmayı planlamaktadır.
- 3) İş geliştirme planlarının finansmanı – Şirket halka arzdan elde edeceği net gelirlerin %12,53'ünü kar marjlarını artırmak için; (i) perakende mağazacılık faaliyetlerinde, (ii) A plus müşteri segmentine yönelik faaliyetlerde ve (iii) FMCG sektöründe faaliyet gösteren bağlı ortaklığının faaliyetlerinde kullanmayı planlamaktadır.

SONUÇ:

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.

Derlüks Deri için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.

Kullanılan değerlendirme yöntemlerinden Piyasa Değeri/Net Satış (PD/NS) yerine Firma Değeri/Net Satış (FD/NS) oranının kullanılmasının daha uygun olacağını düşünmekle beraber, bu çekincemize rağmen belirlenen 2,66 TL'lik halka arz birim fiyatının makul olduğu görüşünderiz.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu değildir. Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.