

Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Hazırlanan Fiyat Analiz Raporu

26.06.2019

Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi Fiyat Analiz Raporu

İşbu rapor; Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") 22.06.2013 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VII, No: 128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi 2. fıkrası ve 2016/27 sayılı SPK bülteninde alınan ilke karar çerçevesinde Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanmış ve yayımlanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin hazırlanan Analiz Raporu'nda 6. kısımda bulunan fiyata ilişkin değerlendirmelerimizin dışında kalan tüm bilgi ve veriler izahname ve ekleri, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ile Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Meksa Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

1. Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi

Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Derlüks Deri" veya "Şirket") 2002 yılında Derlüks Deri Konfeksiyon Sanayi ve Dış Ticaret Ltd. Şti. unvanı ile kurulmuş; 2019 yılı başlarında nevi değişikliği ile anonim şirkete dönüşmüş ve unvanını Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş olarak değiştirilmiştir. Şirket'in merkezi İstanbul'da olup; özellikle erkek dış giyim ürünleri üretimine odaklanmıştır.

Şirket'in %100 iştiraki olan İstanbul merkezli Boran Meşrubat Dağıtım San. Tic. Ltd. Şti. ("Boran Meşrubat") su, meşrubat, alkollü ve alkolsüz içecekler ve gıda ürünlerinin toptan alım, satım, pazarlama ve dağıtımını yapmaktadır. Satış bölgeleri; İstanbul'un Bahçelievler, Güngören, Esenler, Bayrampaşa ve Bağcılar ilçeleridir.

31.03.2019 itibariyle Grup'un (Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ve bağlı ortaklığı) çalışan sayısı 134'dir.

1.1. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
Cemal Güzelci	15,000,000	100.00%	14,000,000	56.00%
Halka Açık	0	0.00%	11,000,000	44.00%
Toplam	15,000,000	100.00%	25,000,000	100.00%

2. Mali Tablolar

2.1. Finansal Durum Tabloları

Varlıklar - TL	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.03.2019
Dönen Varlıklar	23,091,275	34,499,374	55,506,152	77,238,862
Nakit ve Benzerleri	2,021,445	2,275,004	8,403,638	9,817,396
Ticari Alacaklar	10,510,964	13,697,634	24,541,123	36,590,935
Diğer Alacaklar	562,298	262,546	815,567	1,227,721
Stoklar	9,140,124	16,441,202	20,873,030	25,689,518
Peşin Ödenmiş Giderler	747,498	1,167,066	717,915	3,660,254
Diğer Dönen Varlıklar	108,946	655,922	154,879	253,038
Duran Varlıklar	11,814,410	15,438,635	20,059,310	23,403,825
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	9,766,672	12,820,000	17,589,000	18,741,543
Maddi Duran Varlıklar	1,720,803	2,281,662	2,308,227	2,290,818
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	0	0	2,219,357
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	262,884	234,643	162,083	152,107
Ertelenmiş Vergi Varlığı	64,051	102,330	0	0
Toplam Varlıklar	34,905,685	49,938,009	75,565,462	100,642,687
Kaynaklar - TL	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.03.2019
Kısa Vadeli Yükümlülükler	17,510,730	25,294,933	43,202,071	67,374,053
Kısa Vadeli Borçlanmalar	6,772,590	7,510,874	10,336,821	24,259,963
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	2,531,502	7,422,664	12,571,003	13,600,706
Banka Kredileri	2,531,502	7,422,664	12,571,003	12,220,038
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	0	0	0	1,380,668
Ticari Borçlar	5,972,076	7,396,675	17,747,132	24,974,832
Çalışanlara Sağ. Fay.Kap.Borçlar	400,741	360,104	499,621	619,803
Diğer Borçlar	64,817	1,292,618	479,874	572,299
Ertelenmiş Gelirler	1,665,556	1,228,359	1,223,497	3,021,911
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	47,418	56,449	113,527	156,414
Kısa Vadeli Karşılıklar	0	0	34,970	67,850
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	56,030	27,190	195,626	100,275
Uzun Vadeli Yükümlülükler	7,834,076	12,268,998	9,905,382	10,252,675
Uzun Vadeli Borçlanmalar	7,555,401	11,841,330	8,494,471	8,742,659
Banka Kredileri	7,555,401	11,841,330	8,494,471	7,581,305
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	0	0	0	1,161,354
Uzun Vadeli Karşılıklar	278,675	427,668	634,736	808,660
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	0	776,175	701,356
Özkaynaklar	9,560,879	12,374,078	22,458,009	23,015,959
Ödenmiş Sermaye	5,000,000	8,465,932	15,000,000	15,000,000
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	8,453	-29,243	-92,104	-231,161
Kardan Ayrılmış Yedekler	10,274	208,393	208,393	208,393
Geçmiş Yıl Kar/Zararı	2,043,519	1,056,124	3,728,996	7,118,869
Net Dönem Kar/Zararı	2,498,633	2,672,872	3,612,724	919,858
Toplam Kaynaklar	34,905,685	49,938,009	75,565,462	100,642,687

2.2. Kar/Zarar ve Diğer Kapsamlı Gelir Tabloları

Kar veya Zarar Kısmı - TL	2016	2017	2018	2018/03	2019/03
Hasılat	47,120,371	72,041,405	166,492,207	34,339,108	39,886,421
Satışların Maliyeti	38,872,305	64,437,297	146,669,644	30,968,921	35,183,472
Brüt Kar	8,248,066	7,604,108	19,822,563	3,370,187	4,702,949
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	3,873,342	3,183,030	4,006,497	894,103	971,274
Genel Yönetim Giderleri	1,348,892	1,090,169	1,836,526	418,675	553,586
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2,785,922	3,029,807	13,779,331	2,167,379	3,363,738
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	2,283,134	1,823,306	10,820,765	787,035	2,706,186
Faaliyet Karı / Zararı (-)	3,528,620	4,537,410	16,938,106	3,437,753	3,835,641
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir/Gider(-)	3,051,023	2,298,909	1,394,876	89,752	523,933
Finansman Giderleri (-)	3,962,365	3,839,139	13,287,625	2,354,021	3,215,716
Vergi Öncesi Kar/Zarar (-)	2,617,278	2,997,180	5,045,357	1,173,484	1,143,858
Vergi Gideri (-)	118,645	324,308	1,432,633	598,227	224,000
Dönem Karı / Zararı (-)	2,498,633	2,672,872	3,612,724	575,257	919,858

3. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Meksa Yatırım - Derlüks Deri - Halka Arz Fiyat Tespit Raporu Özeti - Milyon TL	
Halka Arz Şekli	Sermaye Artışı ve Ortak Satışı
Çıkarılmış Sermaye	15.0
Halka Arz Edilecek Pay Adedi	11.0
<i>Sermaye Artırımı</i>	10.0
<i>Ortak Satışı</i>	1.00
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	25.0
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	44.00%
Halka Arz Birim Pay Fiyatı	2.66 TL
Halka Arz Edilecek Payların Değeri	29.3
Halka Arz Öncesi Hesaplanan Piyasa Değeri(<i>İskonto Öncesi</i>)	54.2
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	40.0
Halka Arz İskontosu	-26.2%
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	66.5

4. Değerleme Yöntemleri

Meksa Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda, Derlüks Deri paylarının halka arz fiyatının belirlenmesi amacıyla incelenen yöntemler aşağıda yer almaktadır.

- 1) Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışları ("İNA") Analizi) Yöntemi
- 2) Emsal Şirket Değeri Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)

Halka arz fiyatının hesaplanmasında Gelir Yaklaşımı ve Emsal Şirket Değeri yöntemleri eşit ağırlıklandırılmıştır.

4.1. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışları ("İNA") Analizi) Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemi ile hesaplanan Şirket Değeri'ne ilişkin veriler aşağıdaki tablolarda yer almaktadır. Şirket Değeri'nin hesaplanmasında 2019-2023 dönemi nakit akımları projeksiyonu kullanılmış, indirgeme oranı %22.17 olarak belirlenmiş ve uç büyüme eklenerek Şirket Değeri hesaplanmıştır. İNA'ya göre hesaplanan Derlüks Deri'nin Şirket Değeri 43,628 bin TL ve Birim Pay Değeri 2.91 TL'dir.

Serbest Nakit Akımı	TL					Bin TL - '000 TL				
	2016	2017	2018	2018/03	2019/03	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T
Hasılat	47,120,371	72,041,405	166,492,207	34,339,108	39,886,421	181,374	206,204	234,473	264,675	294,250
<i>Hasılat Değişim</i>		52.9%	131.1%		16.2%	8.9%	13.7%	13.7%	12.9%	11.2%
Deri Konfeksiyon*	25,223,518	48,771,371	77,660,245	18,588,878	15,638,243	79,213	88,719	99,365	109,302	120,232
<i>Deri Değişim</i>		93.4%	59.2%	-76.1%	-15.9%	2.0%	12.0%	12.0%	10.0%	10.0%
İçecek*	21,920,676	23,276,204	88,835,218	15,753,234	24,250,547	102,161	117,485	135,107	155,373	174,018
<i>İçecek Değişim</i>		6.2%	281.7%			15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	12.0%
Satışların Maliyeti	38,872,305	64,437,297	146,669,644	30,968,921	35,183,472	160,131	182,166	207,269	234,211	260,490
<i>Maliyetlerin Satışlara Oranı</i>	82.5%	89.4%	88.1%	90.2%	88.2%	88.3%	88.3%	88.4%	88.5%	88.5%
Deri Konfeksiyon*	21,920,676	45,506,885	64,572,279	16,623,162	12,965,308	66,143	74,080	82,970	91,267	100,394
<i>Deri Maliyet. Satış. Oranı</i>	86.9%	93.3%	83.1%	89.4%	82.9%	83.5%	83.5%	83.5%	83.5%	83.5%
İçecek*	16,959,167	18,936,582	82,101,621	14,348,763	22,220,533	93,988	108,086	124,299	142,943	160,097
<i>İçecek Maliyet. Satış. Oranı</i>	77.4%	81.4%	92.4%	91.1%	91.6%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%
Brüt Kar	8,248,066	7,604,108	19,822,563	3,370,187	4,702,949	21,243	24,037	27,204	30,465	33,760
<i>Brüt Marj</i>	17.5%	10.6%	11.9%	9.8%	11.8%	11.7%	11.7%	11.6%	11.5%	11.5%
Faaliyet Giderleri	5,222,234	4,273,199	5,843,023	1,312,778	1,524,860	6,181	7,061	8,067	9,178	10,235
<i>Satışlara Oranı</i>	11.1%	5.9%	3.5%	3.8%	3.8%	3.4%	3.4%	3.4%	3.5%	3.5%
Esas Faaliyet Karı (Diğer Gelir/Gider H)	3,025,832	3,330,909	13,979,540	2,057,409	3,178,089	15,062	16,976	19,137	21,287	23,524
<i>Esas Faaliyet Kar Marjı</i>	6.4%	4.6%	8.4%	6.0%	8.0%	8.3%	8.2%	8.2%	8.0%	8.0%
Vergi (-)						3,314	3,735	3,827	4,257	4,705
Yatırım Harcamaları (-)						499	568	646	729	810
Çalışma Sermayesi Değişimi (-)						-4,151	3,202	3,644	3,875	3,810
Amortisman (+)						461	524	596	673	748
Serbest Nakit Akımı						15,860	9,995	11,616	13,099	14,948

* İlgili bölümlerin 2016, 2017, 2018, 2018/03 ve 2019/03 verileri Bağımsız Denetim Raporunun Bölümlere Göre Raporlama dipnotundan alınmıştır.

İndirgeme	Projeks. Dön.	Uç Değer	Firma Değeri	Net Borç	Şirket Değeri	Birim Pay
22.17%	41,362	36,510	77,872	34,244	43,628	2.91

Sermaye Maliyeti	32.47%	Rf + β*Risk Primi
Rf	18.94%	TRT080328T15 ISIN kodlu 10 yıllık hazine tahvili 03.06.2019 kapanışı
Risk Primi	8.95%	Aswath Damodaran çalışması
Kaldıraçlı β	1.51	Piyasa Betası:1; Kurumlar Vergisi %22 ve Finansal Borçların Toplam Kaynaklardaki Ağırlığı:%65.56
Ortalama Borçlanma Maliyeti	21.49%	TCMB tarafından yayınlanan haftalık "Bankalarca Açılan Kredilere Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları" verisininin 2 yıllık ortalamasıdır.
Borçluluk Oranı	65.56%	Düzeltilmiş Finansal Borçlar / Özkaynaklar
AOSM	22.17%	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti - İndirgeme Oranı

4.2. Emsal Şirket Değeri Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)

Derlüks Deri ve %100 bağlı ortaklığı Boran Meşrubat'ın Şirket Değeri hesaplamasında Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerin Fiyat/Kazanç ("F/K"), Piyasa Değeri / Defter Değeri("PD/DD"), Firma Değeri / FAVÖK("FD/FAVÖK") ve Piyasa Değeri / Net Satışlar("PD/NS") çarpanları kullanılmıştır. Her bir şirket için seçilen benzer şirketlerin yukarıda bahsedilen çarpanları hesaplanmış, uç değerler çıkarıldıktan sonra aritmetik ortalamaları alınmıştır.

Derlüks Deri için Borsa İstanbul Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü şirketleri benzer şirketler olarak değerlendirilmiştir. Ortalamaların hesaplanmasında FD/FAVÖK için 1.0 - 17.0 aralığı, F/K için 1.0 - 25.0 aralığı, PD/DD için ise 0.5 - 3.0 aralığı ve PD/Net Satışlar için 0.5 - 3.0 aralığı dışında kalan değerler uç değerler olarak kabul edilmiş ve hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Boran Meşrubat için Borsa İstanbul Gıda, Alkol ve Tütün Sektörü şirketleri benzer şirketler olarak değerlendirilmiştir. Ortalamaların hesaplanmasında FD/FAVÖK için 1.0 - 20.0 aralığı, F/K için 3.0 - 25.0 aralığı, PD/DD için ise 0.5 - 5.0 aralığı ve PD/Net Satışlar için 0.1 - 1.0 aralığı dışında kalan değerler uç değerler olarak kabul edilmiş ve hesaplamaya dahil edilmemiştir.

4.2.1. Şirket Verilerinin Hesaplanması

4.2.1.1. FAVÖK

FAVÖK Hesaplaması	31.03.2018 - 31.03.2019		
	Deri Konfeksiyon	İçecek	Toplam
Hasılat	74,709,610	97,332,531	172,042,141
Satışların Maliyeti	64,572,279	82,100,621	150,886,816
Brüt Kar	13,795,185	7,360,140	21,155,325
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	711,425	3,372,243	4,083,668
Genel Yönetim Giderleri	1,096,603	874,834	1,971,437
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	14,414,474	561,216	14,975,690
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	12,451,289	288,627	12,739,916
Faaliyet Karı/ Zararı (-)	13,950,342	3,385,652	17,335,994
Amortisman	199,538	239,622	439,160
FAVÖK	14,149,880	3,625,274	17,775,154

4.2.1.2. Özkaynak

Özkaynak Hesaplaması	31.03.2019			
	Deri Konfeksiyon	İçecek	Eliminasyon	Toplam
Varlıklar	80,234,311	37,377,100	16,968,724	100,642,687
Yükümlülükler	57,570,917	27,024,535	6,968,724	77,626,728
Özkaynaklar	22,663,394	10,352,565	10,000,000	23,015,959
Özkaynak Oranı	69%	31%		
Değerlemeye Baz Özkaynak (Fiyat Tespit Raporu'nun 31.sayfasına göre)	15,799,019	7,216,940		23,015,959
Değerlemeye Baz Özkaynak (Fiyat Tespit Raporu'nun 37.sayfasına göre) - Çarpan Analizine Baz	15,911,608	7,104,351		23,015,959

4.2.1.3. Net Kar

Net Kar Hesaplaması	31.03.2018 - 31.03.2019		
	Deri Konfeksiyon	İçecek	Toplam
Finansman Geliri/Gideri Öncesi Kar	15,498,476	3,666,575	19,165,051
Finansman Gelirleri	2,348,213	0	2,348,213
Finansman Giderleri	14,857,710	1,809,638	16,667,348
Net	2,988,979	1,856,937	4,845,916
Vergi Öncesi Kar Ağırlık (%)	61.68%	38.32%	
Derlüks Net Kar Toplam	2,440,893	1,516,432	3,957,325

4.2.1.4. Net Satışlar

Net Satışlar	31.03.2018 - 31.03.2019		
	Deri Konfeksiyon	İçecek	Toplam
Hasılat	74,709,610	97,332,531	172,042,141

4.2.2. Çarpan Analizi Sonucu

Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan söz konusu çarpanlara ve bunlara göre hesaplanan Şirket Değeri'ne aşağıda yer verilmiştir.

Çarpanlar	Fiyat/ Kazanç	Piyasa Değeri/ Defter Değeri	Firma Değeri/ FAVÖK	Piyasa Değeri/ Net Satışlar		
03.06.2019						
Yurtiçi Benzer Şirketler						
BIST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü	9.38	1.20	6.74	0.88		
BIST Gıda, Alkol ve Tütün Sektörü	10.75	1.36	6.92	0.40		
Şirket Verileri - TL	Net Kar	Özkaynaklar	FAVÖK	Net Satışlar	Net Borç	
Deri Konfeksiyon	2,440,893	15,911,608	14,149,880	74,709,610		
İçecek	1,516,432	7,104,351	3,625,274	97,332,531		
Toplam	3,957,325	23,015,959	17,775,154	172,042,141	34,243,910	
Şirket Değeri	Fiyat/ Kazanç	Piyasa Değeri/ Defter Değeri	Firma Değeri/ FAVÖK	Piyasa Değeri/ Net Satışlar	Piyasa Çarpanları	Birim Pay Değeri
TL					Şirket Değeri	Değeri
Ağırlık	25%	25%	25%	25%	64,717,350	4.31
Yurtiçi Benzer Şirketler						
BIST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü	22,889,284	19,041,542	95,371,158	65,595,575		
BIST Gıda, Alkol ve Tütün Sektörü	16,297,694	9,632,041	25,078,676	39,197,337		
Toplam	39,196,978	28,673,583	86,205,925	104,792,912	64,717,350	4.31

Yurtiçi benzer şirketlerin F/K, PD/DD, FD/FAVÖK ve PD/NS çarpan setlerinin eşit ağırlıklandırılmasıyla yapılan hesaplamalara göre **Derlüks Deri Şirket Değeri 64,717,350 TL, Birim Pay Değeri ise 4.31 TL** olarak tespit edilmiştir.

5. Sonuç

Meksa Yatırım tarafından Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemleri ile hesaplanan şirket değerleri eşit ağırlıklandırılarak; Şirket Değeri 54,172,675 TL, Birim Pay Değeri 3.61 TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %26.25 halka arz iskontosu uygulanarak **Halka Arz Şirket Değeri 39,952,348 TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 2.66 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Şirket Değeri TL	Birim Pay Değeri TL
Gelir Yaklaşımı Yöntemine Göre	50.0%	43,628,000	2.91
Pazar Yaklaşımı Yöntemine Göre	50.0%	64,717,349	4.31
Şirket Değeri		54,172,675	3.61
<i>Halka Arz İskontosu</i>		<i>26.25%</i>	
Halka Arz Şirket Değeri		39,952,348	2.66

6. Meksa Yatırım tarafından hazırlanan ve kap.org.tr’de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Analist Raporu

Analizimizde Meksa Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda yer alan Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.

Fiyat Tespit Raporu’nda; Piyasa Çarpanları ve İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemlerine yer verilmiştir. Halka arz fiyatının tespit edilmesinde kullanılan bu iki yönteme ilişkin görüşlerimiz aşağıdaki gibidir.

Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları) Yöntemine İlişkin Görüşlerimiz:

- Derlüks Deri için yurt dışı benzer şirket çarpanlarının yurtiçine kıyasla oldukça yüksek olması sebebiyle değerlemeye dahil edilmemesini olumlu bulmakla birlikte; hem Deri konfeksiyon için hem de Boran Meşrubat için yurt dışı benzer şirket

çarpanlarının bilgi amaçlı Fiyat Tespit Raporu'nda yer alması gerektiğini düşünüyoruz.

- En yüksek Şirket Değeri'ni sağlayan Piyasa Değeri / Net Satışlar çarpanı yerine Şirket'in iş hacmini ve borçluluk durumunu da yansıtacak Firma Değeri/Net Satışlar çarpanının kullanılması gerektiğini düşünüyoruz.
- Boran Meşrubat için Borsa İstanbul Gıda, Alkol ve Tütün Sektörü şirketleri benzer şirketler olarak değerlendirilmiştir. Her ne kadar sektörleri/iş kolları farklı bile olsa dağıtım faaliyetleri yürüten; İndeks Bilgisayar, Arena Bilgisayar, Selçuk Ecza Deposu, Bizim Toptan Satış Mağazaları, Armada Bilgisayar, Doğu Otomotiv, Despec Bilgisayar, Datagate Bilgisayar, Sanko Pazarlama gibi şirketlerin kullanılmasının daha uygun olacağını düşünüyoruz. Benzer olarak alınan şirketlerin pek çoğunun kendi markasıyla üretim yapan şirketler olması sebebiyle Boran Meşrubat'la karşılaştırılabilir olmadığını düşünüyoruz.
- Çarpanlara baz olacak Şirket verilerinin hesaplanmasının detaylı açıklanmasını olumlu buluyoruz. Bununla birlikte;
 - Her iki şirket için de solo finansal tabloların hazırlanarak Fiyat Tespit Raporu'nda yer alması gerektiğini ve çarpan hesaplamasında bu verilerin kullanılmasının daha sağlıklı olacağını düşünüyoruz.
 - Deri Konfeksiyon ve İçecek bazlı Özkaynak değerlerinin 31.sayfada yer alan Deri Konfeksiyon & İçecek Özsermaye Hesaplaması(TL) başlıklı tabloda sırasıyla 15,799,019 TL ve 7,216,940 TL olarak hesaplanmış ancak 37.sayfada yer alan tablo 29'da 15,911,608 TL ve 7,104,351 TL olarak Şirket Değeri hesaplamasına dahil edilmiştir.
 - Net Kar hesaplamasına baz olacak Vergi Öncesi Kar hesaplanırken; Deri Konfeksiyon'un Finansman Gelirleri için 31.12.2018 değerini kullanmıştır. Bunun yerine 31.03.2018 - 31.03.2019 dönemine ait 12 aylık verilerin kullanılmasının gerektiğini düşünüyoruz. Son 12 aylık veriler kullanılarak yapılacak çalışmada Deri Konfeksiyon ve İçecek için Net Kar sırasıyla 2,492,234 TL ve 1,465,091 TL olarak hesaplanacaktı. Bununla birlikte söz konusu durumun Şirket Değeri'ne etkisi ihmal edilebilir düzeydedir.

Net Kar Hesaplaması	Taraşımızca Yapılan Hesaplama		
	31.03.2018 - 31.03.2019		
	Deri Konfeksiyon	İçecek	Toplam
Finansman Geliri/Gideri Öncesi Kar	15,498,476	3,666,575	19,165,051
Finansman Gelirleri	2,518,028	0	2,518,028
Finansman Giderleri	14,857,710	1,809,638	16,667,348
Net	3,158,794	1,856,937	5,015,731
Vergi Öncesi Kar Ağırlık (%)	63.0%	37.0%	
Derlüks Net Kar Toplam	2,492,234	1,465,091	3,957,325

- o Şirket, faaliyetleriyle bağlantısı bulunmayan Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller'den kira geliri ve değer artış kazancı elde etmektedir. Şirket'in Gelir Tablosunda Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir 2016, 2017 ve 2018 yıllarında sırasıyla 3,051,023 TL, 2,298,909 TL, 1,394,876 TL'dir. Söz konusu gelirler şirketin 2016,2017 ve 2018 yılı dönem karının sırasıyla %122.1, %86.0 ve %38.6 düzeyindedir.
- o Firma Değeri/FAVÖK arpanına göre Şirket Değeri hesaplanmasında; Şirket'in FAVÖK'ü hesaplanırken; Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler ve Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler'in dahil edildiği Faaliyet Karı'na 2019 yılının ilk 3 ayındaki amortisman eklenmiştir. Ancak benzer şirketlerin FAVÖK hesaplamasında, Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler ve Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler yer almamaktadır. Şirket'in Fiyat Tespit Raporu'nda verdiği verilere göre FAVÖK hesaplamasına Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/Giderler dahil edilmeseydi; Deri Konfeksiyon için FAVÖK 14,149,880 TL yerine %14 daha düşük olarak 12,186,695 TL; İçecek için 3,625,274 TL yerine %8 daha düşük olarak 3,352,685 TL olacaktı.
- Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan Tablo 21'de(sayfa 32-33) ve Tablo 25'te(sayfa 35) yer alan benzer şirketlere ait; Net Satışlar ve FAVÖK verileri, 2019'un ilk 3 aylık dönemine aittir. Çarpanların hesaplanmasında yıllıklandırılmış verilerin kullanılmış olması sebebiyle, söz konusu tablolarda ilgili şirketlerin yıllıklandırılmış verilerine ve çarpan

hesaplamasında kullanılması sebebiyle ilgili şirketlerin Net Kar verilerine de yer verilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

- Fiyat Tespit Raporu'nda Tablo 23 (sayfa 34) ve Tablo 29 (sayfa 37)'da yer alan BIST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü'ne ait ortalama Fiyat / Kazanç ve Piyasa Değeri / Net Satışlar çarpanları birbirinden farklıdır. Söz konusu çarpanlar; Şirket Değeri hesaplamasını gösteren Tablo 29'da sırasıyla 9.27x ve 0.86x olarak belirtilmiş olmakla birlikte; aslında Şirket Değeri hesaplamasında Tablo 23'te yer alan 9.38x ve 0.88x değerleri kullanılmıştır.
- Fiyat Tespit Raporu'nda 03.06.2019 itibarıyla 9.38x olarak hesaplamalara dahil edilmiş olan BIST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü Şirketleri Fiyat/Kazanç çarpanı ortalama değeri, aynı tarih itibarıyla tarafımızdan 7.31x olarak hesaplanmaktadır.
- Fiyat Tespit Raporu'nda 03.06.2019 itibarıyla 0,88x olarak hesaplamalara dahil edilmiş olan BIST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü Şirketleri Piyasa Değeri / Net Satışlar çarpanı ortalama değeri, aynı tarih itibarıyla tarafımızdan 0,86x olarak hesaplanmaktadır. Diğer hesaplamalar ise paralellik göstermektedir.

Benzer Şirket- Çarpan	Fiyat/	Piyasa Değeri/	Firma Değeri/	Piyasa Değeri/	FTR	FTR
	Kazanç	Defter Değeri	FAVÖK	Net Satışlar	Fiyat/Kazanç	Piyasa Değeri/ Net Satışlar
BIST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü	7.31	1.20	6.74	0.86	9.38	0.88

*Meksa Yatırım Tarafından Fiyat Tespit Raporu'nda Kullanılan Hesaplama Yöntemi□

- 1 Ocak 2019 tarihinden itibaren TFRS 16 Kiralamalar Standardı uygulanmaya başlanmıştır. Buna göre belirli şartları haiz kira sözleşmeleri, sözleşme dönemi sonuna kadar şirket bilançolarında finansal yükümlülükler altında yer almaktadır. Bununla birlikte, FTR'de Şirket Net borç hesaplaması yapılırken; Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler altında yer alan "Kiralama İşlemlerinden Borçlar" tutarları hesaplamaya dahil edilmemiştir. FD/FAVÖK çarpanı hesaplaması yapılırken benzer şirketler için de bu düzeltme yapılmalı veya Çarpan bazlı Şirket Değeri hesaplamasında tutarlılık sağlamak adına Net Borcun 34,243,910 TL yerine, ilgili

tutarlar da dahil edilerek 36,785,932 TL olarak dikkate alınması gerektiğini düşünüyoruz.

Gelir İndirgeme (İndirgenmiş Nakit Akımları) Yöntemine İlişkin Görüşlerimiz

Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan İndirgenmiş Nakit Akımları analizi yönteminde kullanılan varsayımlar ile Meksa Yatırım ve/veya Şirket ile bir araya gelmemiş olmamız nedeniyle, Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan verilerden hareketle görüşlerimiz aşağıdaki gibidir.

- Fiyat Tespit Raporu'nun 30.sayfasında yer alan formül çerçevesinde Nakit Akımları'nın 30.06.2019 tarihine indirgenmiş olduğunu düşünüyoruz. Ancak Net Borç hesabında 31.03.2019 bilanço verileri kullanılmaktadır. Söz konusu uyumsuzluğun giderilmesi için; 31.03.2019 – 31.12.2019 (9 ay) dönemi için projeksiyon oluşturularak söz konusu nakit akımının Net Borç'un ait olduğu 31.03.2019 tarihine indirgenmesi gerektiğini düşünüyoruz.
- Şirket Değeri'nin güncel değeri yansıtması nedeniyle; Ortalama Borçlanma Maliyeti olarak güncel borçlanma faiz oranlarının kullanılması gerektiğini düşünüyoruz. TCMB tarafından yayınlanan haftalık "Bankalarca Açılan Kredilere Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları" verisinin 2 yıllık ortalaması olan %21.49 oranını oldukça iyimser buluyoruz.
- Fiyat Tespit Raporu'nda Net İşletme Sermayesi hesaplamasındaki borç ödeme ve alacak tahsil sürelerine ilişkin varsayımların son 3 yıldaki Bağımsız Denetim Raporları'nın ağırlıklı ortalamasına göre yapıldığı ve alınan/verilen çeklerdeki üzerinde yazılı tarihten önce tahsilat yapılabildiği ve bağımsız denetçinin bu çerçevede gerçekleşen edimlerin tarihine göre reeskont uygulandığı belirtilmiştir. Bağımsız Denetim Raporu'nda yer alan verilere göre hesaplama yaptığımızda Net İşletme Sermayesi ve İşletme Sermayesi Değişimi tutarları FTR'den önemli ölçüde farklılık göstermektedir. Fiyat Tespit Raporu'nda işletme sermayesi hesaplamasının daha detaylı açıklanması gerektiğini ve reeskont öncesi tutarların da yer alması gerektiğini düşünüyoruz.

- Şirket'in Net İşletme Sermayesi/Net Satışlar oranı; 2016, 2017 ve 2018 yıllarında sırasıyla %29, %32 ve %17 olarak gerçekleşmekle birlikte projeksiyon dönem olan 2019 - 2023 yılları arasında %13 olarak gerçekleşeceğinin öngörülmesini iyimser buluyoruz. Bu oranın projeksiyon döneminde %13 yerine %14 olarak gerçekleşmesi Şirket Değeri'ne (FTR'de yer almayan uç büyüme %4.75 olarak dikkate alındığında) yaklaşık 2.7 milyon TL negatif baskı yaratmaktadır.
- Şirket'in faaliyet gider marjı (Faaliyet Giderleri / Hasılat) 2016, 2017 ve 2018 yıllarında sırasıyla %11.1, %5.9 ve %3.5 olarak gerçekleşmiştir. Projeksiyon dönemi boyunca faaliyet gider marjının %3.4 - %3.5 olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür. 2018 yılında 166.5 milyon TL olan Net Satışlar'ın %40'ı (66.7 milyon TL) Tuborg satışlarından kaynaklanmıştır ancak Tuborg anlaşmasının 2017 sonunda yapılması ve satışlardaki ilk etkisinin 2018'de gerçekleşmiş olması sebepleriyle; söz konusu faaliyetlerin gelişiminin finansal tablolardan takip edilebilmesi mümkün değildir. Faaliyet gider marjının projeksiyonlara uygun olarak gerçekleşmesinde Tuborg satışları önemli rol oynayacaktır.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") hesaplamasında, Risksiz Faiz Oranı olarak piyasada işlem gören en uzun vadeli devlet borçlanma senedinin kullanılması olumlu buluyoruz. Fiyat Tespit Raporu'nun 5.1.1 bölümünün sondan ikinci maddesinde Deri kısmı için nihai büyüme oranının %5.0 olduğu yer almakta ancak İçecek kısmı için büyüme oranının yer almamaktadır. Bu durumu önemli bir eksiklik olarak değerlendiriyoruz. Net Borç hesaplamasında da düzeltme yapılması nedeniyle; ilgili değerlere özet tablo şeklinde daha detaylı bir açıklama ile yer verilmesi gerektiğini düşünüyoruz.
- Fiyat Tespit Raporu'nun 28.sayfasında kaldıraçlı beta hesaplamasında Şirket'in finansal borçlarının toplam kaynaklardaki ağırlığının %58.05 olarak dikkate alındığı belirtilmektedir ancak 29.sayfanın başında bulunan tabloda Borçların Toplam Kaynaklardaki Ağırlığı %65.56 olarak yer almakta ve hesaplamada da bu oran kullanılmaktadır.
- Fiyat Tespit Raporu'nda 29.sayfada yer alan Tablo 17'deki Serbest Nakit Akımları bir sonraki sayfada belirtilen formüle uygun olarak indirildiğinde ilgili tabloda yer alan

sonuçlar değil aşağıdaki tabloda yer alan sonuçlar oluŐmaktadır. Ancak Şirket Değeri hesaplamasında projeksiyon dönemi için hatalı sonuçların toplamının değil; doğru olarak hesaplanan formül sonuçları dikkate alındığından ilgili tabloda yer alan hatalı sonuçların Şirket Değeri'ne etkisi bulunmamaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları, Bin TL	2019	2020	2021	2022	2023	Toplam
Serbest Nakit Akımı	15,860	9,995	11,616	13,099	14,948	
FTR'de Detaylı Verilen Formüle Göre İndirgenmiş Nakit Akımları	14,349	7,402	7,041	6,499	6,070	41,362
FTR'de Yer Alan İndirgenmiş Nakit Akımları	14,070	7,221	6,833	6,275	5,831	40,230

Sonuç olarak;

İndirgenmiş Nakit Akımları analizi yönteminde kullanılan varsayımlar ile ilgili Meks Yatırım ve/veya Şirket ile bir araya gelmemiş olmamız ve söz konusu yönteme ilişkin bilgimizin Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan verilerle sınırlı kalması nedenleriyle detaylı bir analiz gerçekleŐtirilememiŐtir.

Yukarıdaki görüşlerimiz çerçevesinde Fiyat Tespit Raporu'nda bir kısmı pozitif bir kısmı negatif etki yaratacak görüşlerimiz çerçevesinde halka arz iskontosu oranının Fiyat Tespit Raporu'nda belirtilen %26'dan daha düşük seviyede olduğunu düşünüyoruz.

Uyarı Notu

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danıŐmanlıęı kapsamında değildir. Yatırım danıŐmanlıęı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim Şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müŐteri arasında imzalanacak yatırım danıŐmanlıęı sözleŐmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kiŐisel görüŐlerine dayanmaktadır. Bu görüŐler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor ABD'de dağıtılmak için hazırlanmamıŐtır.