

**Derlüks Deri Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu****1- Amaç**

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan bu rapor, Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("DERAS", "Derlüks Deri" veya "Şirket") için Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Meksa Yatırım") tarafından hazırlanarak 21.06.2019 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmiş olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirmesi niteliğindedir.

Bu Rapor; Derlüks Deri'nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

2- Halka Arz Bilgileri

Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)	- Ödenmiş Sermaye : 15.000.000 TL - Halka Arz Şekli : Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı - Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı : 10.000.000 TL - Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı : 1.000.000 TL - Halka Arz Miktarı - Toplam : 11.000.000 TL - Halka Arz Oranı (Halka Açıklık) : 44,00%
Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	- Halka Arz Fiyatı : 2,66 TL - Şirket Değeri : 39,9 milyon TL - Halka Arz Büyüklüğü : 29,3 milyon TL - Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri : 66,5 milyon TL
Talep Toplama Yöntemi	- Borsa'da Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Aracılık Yöntemi	- Bakiyeyi Yüklenim
Fiyat İstikrarı İşlemleri	- Yoktur
Lock-up (Satmama Taahhüdü)	Şirket ortakları 1 yıl pay satışı yapmama, Şirket ise satışa hazır - bekletilen 2.750.000 adet pay harici 1 yıl bedelli sermaye artırımını yapmama taahhüdü vermiştir.
BİST İşlem Kodu	- DERAS
Talep Toplama Tarihleri	- 27 - 28 Haziran 2019

3- Şirkete İlişkin Bilgiler

Derlüks Deri 26.02.2002 tarihinde kurulmuş olup, ana faaliyet konusu erkek deri dış giyim ürünlerinin üretimi ve satışlarıdır.

Bununla birlikte Şirketin %100 oranında bağlı ortaklığı olan ve 13.04.2012 tarihinde kurulan Boran Meşrubat'ın ana faaliyet konusu ise su, meşrubat, alkollü ve alkolsüz içecekler ve gıda ürünlerinin toptan alım, satım, pazarlama ve dağıtımını yapmaktır. Boran Meşrubat hızlı tüketim maddeleri sektöründe, özellikle içecek dağıtım alanında faaliyet göstermekte olup, Tuborg, Erikli&Nestle Waters, Dimes, Freşa gibi firmaların dağıtım bayiliğini İstanbul'un 5 ilçesinde (Bahçelievler, Güngören, Esenler, Bayrampaşa ve Bağcılar) üstlenmiş durumdadır.

Derlüks Deri'nin üretimini ve alım – satımını gerçekleştirdiği ürünler başlıca aşağıda gösterilmiştir.

- **Üretimi Yapılan Ürünler**

- o Kürk süet mont
- o Kürk içlikli kumaş kaban
- o Kürk kaban
- o Tabii deri ceket
- o Tabii deri kaban
- o Tabii deri gömlek
- o Tabii deri pantolon
- o Tabii deri elbise
- o Tabii deri yelek

Şirket kuruluş aşamasında üretim ve satışını bavul ticaretiyle Rusya ve eski doğu bloku ülkelerine gerçekleştirmekte iken, mevcut durum itibarıyla söz konusu ürünlerin büyük oranını "Emiliano Zapata", "Zapata Sport Bluster" markaları altında ihraç etmektedir. Şirketin üretim ve satışını gerçekleştirdiği ürünler genellikle A segmenti müşteri kitlesine hitap etmektedir. 2016 yılında deri ürünleri grubunda en fazla ihracat yapan 36. şirket olurken, 2017 ve 2018 yıllarında ise ilk 10 firma arasına girmiştir. Şirket kendi markasının yanı sıra Balmain, YvesSalomon, Tara Jarmon, Tiglia, SiesMarjan, Barbara Bui, Humanoid gibi firmalara da fason üretim gerçekleştirmektedir.

Şirket üretim faaliyetlerini İstanbul Zeytinburnu'nda 3.100 m² kapalı alanda gerçekleştirmektedir.

- **Ticari Ürünler**

- o Kürk kaban
- o Tabii deri ceket
- o Tabii deri kaban
- o Deri çanta
- o Deri ayakkabı
- o Deri cüzdan
- o Deri kemer
- o Ham zig deri
- o Ham kürk deri

Şirketin kendi segmenti ve odaklandığı alan dışında kalan başta kadın, B-C segmenti erkek, büyük beden erkek ürünleri gibi ürünleri ticari mal olarak alım satımını da gerçekleştirmektedir. Üretimi yapılan A segmenti erkek ürünleri alan müşterilere aynı zamanda ticari ürünlerin de satışı gerçekleştirilmektedir.

- **Bağlı Ortaklık Ticari Ürünler**

- o Hafif alkollü içecek dağıtım
- o Pet şişe su dağıtım
- o Maden suyu dağıtım
- o Meyve suyu dağıtım
- o Meşrubat dağıtım
- o Çay ve türevleri dağıtım

Şirketin satışlarının dağılımı yıllar itibariyle aşağıda gösterilmiştir.

Satışların Kırılımı	31.12.2016	%	31.12.2017	%	31.12.2018	%	31.03.2019	%
Deri	25.223.519	53,53	48.771.371	67,70	77.660.245	46,64	15.638.243	39,21
Üretim	15.971.152	33,89	38.719.217	53,75	53.198.184	31,95	6.890.101	17,27
Ticari Mal	9.252.367	19,64	10.052.153	13,95	24.462.061	14,69	8.748.142	21,93
İçecek	21.896.583	46,47	23.270.034	32,30	88.831.962	53,36	24.248.178	60,79
Toplam	47.120.102	100,00	72.041.405	100,00	166.492.207	100,00	39.886.421	100,00

İçecek grubu satışlarının kırılımı ise aşağıda gösterilmiştir. Tuborg markasının satışına başlanması ile birlikte ciroda ciddi artış yaşanmıştır.

Satışların Kırılımı	31.12.2016	%	31.12.2017	%	31.12.2018	%	31.03.2019	%
Erikli	11.401.837	52,07	12.455.217	53,52	12.637.785	14,23	2.725.526	11,24
Nestle	2.928.455	13,37	2.813.444	12,09	2.179.839	2,45	404.047	1,67
Dimes	2.096.310	9,57	2.056.055	8,84	1.264.287	1,42	449.102	1,85
Freşa	943.964	4,31	1.250.870	5,38	1.327.551	1,49	213.109	0,88
Tuborg	0	0,00	0	0,00	66.728.595	75,12	18.289.116	75,42
Diğer	1.234.517	5,64	1.806.257	7,76	1.081.875	1,22	1.119.999	4,62
Hizmet Gelirleri	3.291.769	15,03	2.888.187	12,41	3.612.031	4,07	1.047.279	4,32
Toplam	21.896.853	100,00	23.270.030	100,00	88.831.962	100,00	24.248.178	100,00

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıda gösterilmiştir.

	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)	
	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
Cemal Güzelci	15.000.000	100,00%	14.000.000	56,00%
Halka Açık Kısım	0	0,00%	11.000.000	44,00%
Toplam	15.000.000	100%	25.000.000	100%

4- Finansal Tablolar

FİNANSAL DURUM TABLOSU	31.03.2019	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar	77.238.862	55.506.152	34.499.374	23.091.275
Nakit ve Nakit Benzerleri	9.817.396	8.403.638	2.275.004	2.021.445
Ticari Alacaklar	36.590.935	24.541.123	13.697.634	10.510.964
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	2.848.376	3.334.789	0	0
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	33.742.559	21.206.334	13.697.634	10.510.964
Diğer Alacaklar	1.227.721	815.567	262.546	562.298
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	1.227.721	815.567	262.546	562.298
Stoklar	25.689.518	20.873.030	16.441.202	9.140.124
Peşin Ödenmiş Giderler	3.660.254	717.915	1.167.066	747.498
- İlişkili Olmayan Taraplara Peşin Ödenmiş Giderler	3.660.254	717.915	1.167.066	747.498
Diğer Dönen Varlıklar	253.038	154.879	655.922	108.946
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Dönen Varlıklar	253.038	154.879	655.922	108.946
Duran Varlıklar	23.403.825	20.059.310	15.438.635	11.814.410

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler İno Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. İno Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. İno Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	18.741.543	17.589.000	12.820.000	9.766.672
Maddi Duran Varlıklar	2.290.818	2.308.227	2.281.662	1.720.803
Kullanım Hakkı Varlıkları	2.219.357	0	0	0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	152.107	162.083	234.643	262.884
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	0	102.330	64.051
TOPLAM VARLIKLAR	100.642.687	75.565.462	49.938.009	34.905.685
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	67.374.053	43.202.071	25.294.933	17.510.730
Kısa Vadeli Borçlanmalar	24.259.963	10.336.821	7.510.874	6.772.590
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	13.600.706	12.571.003	7.422.664	2.531.502
- <i>Banka Kredileri</i>	12.220.038	12.571.003	7.422.664	2.531.502
- <i>Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	1.380.668	0	0	0
Ticari Borçlar	24.974.832	17.747.132	7.396.675	5.972.076
- <i>İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar</i>	24.974.832	17.747.132	7.396.675	5.972.076
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	619.803	499.621	360.104	400.741
Diğer Borçlar	572.299	479.874	1.292.618	64.817
- <i>İlişkili Taraplara Diğer Borçlar</i>	37160	0	1.242.960	11.559
- <i>İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar</i>	535.139	479.874	49.658	53.258
Ertelenmiş Gelirler	3.021.911	1.223.497	1.228.359	1.665.556
- <i>İlişkili Olmayan Taraplardan Ertelenmiş Gelirler</i>	3.021.911	1.223.497	1.228.359	1.665.556
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	156.414	113.527	56.449	47.418
Kısa Vadeli Karşılıklar	67.850	34.970	0	0
- <i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	67.850	34.970	0	0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	100.275	195.626	27.190	56.030
- <i>İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler</i>	100.275	195.626	27.190	56.030
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10.252.675	9.905.382	12.268.998	7.834.076
Uzun Vadeli Borçlanmalar	8.742.659	8.494.471	11.841.330	7.555.401
- <i>Banka Kredileri</i>	7.581.305	8.494.471	11.841.330	7.555.401
- <i>Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	1.161.354	0	0	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	808.660	634.736	427.668	278.675
- <i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	808.660	634.736	427.668	278.675
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	701.356	776.175	0	0
Özkaynaklar	23.015.959	22.458.009	12.374.078	9.560.879
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	23.015.959	22.458.009	12.374.078	9.560.879
Ödenmiş Sermaye	15.000.000	15.000.000	8.465.932	5.000.000
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları	-231.161	-92.104	-29.243	8.453
- <i>Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)</i>	-231.161	-92.104	-29.243	8.453
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	208.393	208.393	208.393	10.274
- <i>Yasal Yedekler</i>	208.393	208.393	208.393	10.274
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	7.118.869	3.728.996	1.056.124	2.043.519
Net Dönem Karı/Zararı	919.858	3.612.724	2.672.872	2.498.633
TOPLAM KAYNAKLAR	100.642.687	75.565.462	49.938.009	34.905.685

KAR VEYA ZARAR KISMI	31.03.2019	31.03.2018	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016
Satış Gelirleri	39.886.421	34.339.108	166.492.207	72.041.405	47.120.371
Satışların Maliyeti (-)	-35.183.472	-30.968.921	-146.669.644	-64.437.297	-38.872.305
BRÜT ESAS KAR İ(ZARAR)	4.702.949	3.370.187	19.822.563	7.604.108	8.248.066
Pazarlama Giderleri (-)	-971.274	-894.103	-4.006.497	-3.183.030	-3.873.342
Genel Yönetim Giderleri (-)	-553.586	-418.675	-1.836.526	-1.090.169	-1.348.892

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3.363.738	2.167.379	13.779.331	3.029.807	2.785.922
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-2.706.186	-787.035	-10.820.765	-1.823.306	-2.283.134
ESAS FAALİYET KARI/(ZARARI)	3.835.641	3.437.753	16.938.106	4.537.410	3.528.620
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	525.875	96.405	1.468.542	2.352.585	3.101.807
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-1.942	-6.653	-73.666	-53.676	-50.784
FİNANSMAN GELİRİ GİDERİ ÖNCESİ KARI/(ZARARI)	4.359.574	3.527.505	18.332.982	6.836.319	6.579.643
Finansman Gelirleri	169.815	0	2.348.213	231.730	510.704
Finansman Giderleri (-)	-3.385.531	-2.354.021	-15.635.838	-4.070.869	-4.473.069
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/(ZARARI)	1.143.858	1.173.484	5.045.357	2.997.180	2.617.278
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	-224.000	-598.227	-1.432.633	-324.308	-118.645
- Dönem Vergi Gelir / Gideri	-196.742	-86.989	-536.398	-353.163	-269.140
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-27.258	-511.238	-896.235	28.855	150.495
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	919.858	575.257	3.612.724	2.672.872	2.498.633
DÖNEM KARI/ZARARI	919.858	575.257	3.612.724	2.672.872	2.498.633
Amortisman	439.160	106.104	423.256	332.188	329.610
FAVÖK	3.617.249	2.163.513	14.402.796	3.663.097	3.355.442
FAVÖK (Diğer Faaliyetler Dahil)	4.274.801	3.543.857	17.361.362	4.869.598	3.858.230

Brüt Kar Marjı	11,8%	9,8%	11,9%	10,6%	17,5%
Esas Faaliyet Kar Marjı	8,0%	6,0%	8,4%	4,6%	6,4%
Esas Faaliyet Kar Marjı (Diğer Faaliyetler Dahil)	9,6%	10,0%	10,2%	6,3%	7,5%
FAVÖK Marjı	9,1%	6,3%	8,7%	5,1%	7,1%
FAVÖK Marjı (Diğer Faaliyetler Dahil)	10,7%	10,3%	10,4%	6,8%	8,2%
Net Kar Marjı	2,3%	1,7%	2,2%	3,7%	5,3%

Fiyat tespit raporunda FAVÖK hesaplanırken esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler kalemlerinin de alındığı görülmekte olup, bu nedenle söz konusu kalemler dahil ve hariç olarak FAVÖK ve FAVÖK marjı bilgilerine yer verilmiştir.

Şirketin faaliyet alanları olan deri ve içecek segmentine göre gelir tabloları ise aşağıdaki şekildedir.

Deri	31.03.2019	31.03.2018	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016
KAR VEYA ZARAR KISMI					
Satış Gelirleri	15.638.243	18.588.878	77.660.245	48.771.371	25.223.518
Satışların Maliyeti (-)	-12.965.308	-16.623.162	-64.572.279	-45.506.885	-21.920.676
BRÜT ESAS KAR/(ZARAR)	2.672.935	1.965.716	13.087.966	3.264.486	3.302.842
Pazarlama Giderleri (-)	-103.646	-114.067	-721.846	-596.499	-441.450
Genel Yönetim Giderleri (-)	-338.671	-148.671	-906.603	-658.529	-700.184
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.681.129	1.997.899	13.731.244	3.008.180	2.754.122
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-2.137.252	-619.350	-10.933.387	-1.782.057	-2.170.874
ESAS FAALİYET KARI/(ZARARI)	2.774.495	3.081.527	14.257.374	3.235.581	2.744.456
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	478.158	82.905	1.221.836	1.844.455	3.661.523
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-1.942	-6.653	-73.666	-31.361	-31.219
FİNANSMAN GELİRİ GİDERİ ÖNCESİ KARI/(ZARARI)	3.250.711	3.157.779	15.405.544	5.048.675	6.374.760
Finansman Gelirleri	169.815	0	2.348.213	231.730	510.704
Finansman Giderleri (-)	-2.795.155	-2.121.530	-14.184.085	-3.516.054	-4.145.897
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/(ZARARI)	625.371	1.036.249	3.569.672	1.764.351	2.739.567

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Amortisman	199.538	26.526 (*)	104.609	110.617	113.537
FAVÖK	2.430.156	1.729.504	11.564.126	2.120.075	2.274.745
FAVÖK (Diğer Faaliyetler Dahil)	2.974.033	3.108.053	14.361.983	3.346.198	2.857.993
Brüt Kar Marjı	17,1%	10,6%	16,9%	6,7%	13,1%
Esas Faaliyet Kar Marjı	14,3%	9,2%	14,8%	4,1%	8,6%
Esas Faaliyet Kar Marjı (Diğer Faaliyetler Dahil)	17,7%	16,6%	18,4%	6,6%	10,9%
FAVÖK Marjı	15,5%	9,3%	14,9%	4,3%	9,0%
FAVÖK Marjı (Diğer Faaliyetler Dahil)	19,0%	16,7%	18,5%	6,9%	11,3%
VÖK Marjı	4,0%	5,6%	4,6%	3,6%	10,9%

(*) 31.03.2018 dönemine ilişkin olarak bölümlere göre amortisman rakamı bağımsız denetim raporunda yer almadığından 2018 yılı amortisman rakamının dağılımına göre amortismanın %25'i deri grubuna, %75'i içecek grubuna dahil edilmiştir.

İçecek	31.03.2019	31.03.2018	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016
KAR VEYA ZARAR KISMI					
Satış Gelirleri	24.250.547	15.753.234	88.835.218	23.276.204	21.904.391
Satışların Maliyeti (-)	-22.220.533	-14.348.763	-82.100.621	-18.936.582	-16.959.167
BRÜT ESAS KAR/(ZARAR)	2.030.014	1.404.471	6.734.597	4.339.622	4.945.224
Pazarlama Giderleri (-)	-867.628	-780.036	-3.284.651	-2.586.531	-3.431.892
Genel Yönetim Giderleri (-)	-214.915	-270.004	-929.923	-431.640	-648.708
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	682.609	169.480	48.087	21.627	31.800
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-568.934	-167.685	112.622	-41.249	-112.260
ESAS FAALİYET KARI/(ZARARI)	1.061.146	356.226	2.680.732	1.301.829	784.164
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	47.717	13.500	246.706	508.130	27.284
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	0	0	0	-22.315	-19.565
FİNANSMAN GELİRİ GİDERİ ÖNCESİ KARI/(ZARARI)	1.108.863	369.726	2.927.438	1.787.644	791.883
Finansman Gelirleri	0	0	0	0	0
Finansman Giderleri (-)	-590.376	-232.491	-1.451.753	-554.815	-327.172
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/(ZARARI)	518.487	137.235	1.475.685	1.232.829	464.711
Amortisman	239.622	79.578 (*)	318.647	221.571	216.073
FAVÖK	1.187.093	434.009	2.838.670	1.543.022	1.080.697
FAVÖK (Diğer Faaliyetler Dahil)	1.300.768	435.804	2.999.379	1.523.400	1.000.237
Brüt Kar Marjı	8,4%	8,9%	7,6%	18,6%	22,6%
Esas Faaliyet Kar Marjı	3,9%	2,2%	2,8%	5,7%	3,9%
Esas Faaliyet Kar Marjı (Diğer Faaliyetler Dahil)	4,4%	2,3%	3,0%	5,6%	3,6%
FAVÖK Marjı	4,9%	2,8%	3,2%	6,6%	4,9%
FAVÖK Marjı (Diğer Faaliyetler Dahil)	5,4%	2,8%	3,4%	6,5%	4,6%
VÖK Marjı	2,1%	0,9%	1,7%	5,3%	2,1%

(*) 31.03.2018 dönemine ilişkin olarak bölümlere göre amortisman rakamı bağımsız denetim raporunda yer almadığından 2018 yılı amortisman rakamının dağılımına göre amortismanın %25'i deri grubuna, %75'i içecek grubuna dahil edilmiştir.

5- Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

Şirket tarafından elde edilecek brüt 26,6 milyon TL'lik halka arz gelirinden 2,29 milyon TL olan maliyet çıktıktan sonra şirket tarafından 24,3 milyon TL net kaynak elde edilmesi öngörülmektedir. Halka arzdan elde edilecek kaynağın finansal borçların kapatılmasında, döviz cinsi finansal borçlara tedbir alınmasında ve iş geliştirme planlarının uygulanmasında kullanılması planlanmaktadır.

- Finansal Borçların Kapatılması

19,3 milyon TL'lik kısmı ile finansal borçlarını kapatılması planlanmaktadır.

- Kalan Döviz Bazlı Finansal Borçlara Tedbir Alınması

2,0 milyon TL'lik kısmı ile kredi kapamalarından sonra kalan döviz bazlı finansal borçlar için riskten korunma amaçlı türev araçların kullanılması planlanmaktadır.

- İş Geliştirme Planlarının Finansmanı

3,0 milyon TL'si ile perakende mağazacılık çalışmalarında, peşin hammadde alımında ve bağlı ortaklığı için spot piyasadan ucuz mal temininde kullanılması planlanmaktadır.

6- Halka Arz Teşviki

Fiyat istikrarı ve halka arz teşviki yoktur.

7- Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

Meksa Yatırım tarafından hazırlanan 07.06.2019 tarihli fiyat tespit raporunda, Şirketin bağımsız denetimden geçmiş 2016, 2017 ve 2018 yılsonu ve 31.03.2019 dönemlerine ilişkin karşılaştırmalı finansal tablolarından hareketle halka arz fiyatının belirlenmesinde 2 değerlendirme yönteminin uygulanmasına karar verilmiştir.

- Gelir Yaklaşımı
 - o İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA")
- Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları)
 - o F/K (Fiyat / Kazanç Oranı)
 - o PD/DD (Piyasa Değeri / Defter Değeri)
 - o FD/FAVÖK (Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar)
 - o PD/NS (Piyasa Değeri / Net Satışlar)

Piyasa Çarpanları Analizinde Borsa İstanbul'da işlem gören Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri sektörü şirketleri ile içecek sektöründe dağıtım faaliyeti gösteren bağlı ortaklığı Boran Meşrubat için benzer sektör olarak Borsa İstanbul'da işlem gören Gıda, İçki ve Tütün sektöründe işlem gören şirketlerin verileri dikkate alınmıştır. Çarpanlar olarak belirtilen sektördeki şirketlerin 03.06.2019 tarihleri çarpanları dikkate alınmıştır.

Deri tarafı için DESA ve DERİM şirketleri Borsa'da olmasına karşılık, çarpan analizi için sadece DESA'nın verilerinin uygun olması sebebiyle söz konusu Endeks'te yer alan şirket verileri dikkate alınmıştır. Yurtdışı benzer şirketlerin ise çarpanlarının yurt içi şirketlere göre yüksek çarpanlara sebep olması sebebiyle çalışmada dikkate alınmamıştır.

Meşrubat tarafı için de benzer nitelikte bir şirket olmaması sebebiyle Gıda, İçki ve Tütün sektörü çarpanlarından hareket edilmiştir.

Ayrıca meşrubat tarafından PD/NS çarpanları için dar bantta işlem çarpanları tercih edilmiştir.

Şirket verileri olarak 31.03.2019 dönemi itibarıyla şirketin deri ve içecek grubuna ilişkin solo bölüm verileri yıllıklandırılarak hesaplamada dikkate alınmıştır.

Net borç verisi olarak kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları ve uzun vadeli borçlanmalardan kiralama işlemlerinden borçlar ve nakit ve nakit benzerleri düşülerek net borç hesaplanmıştır.

Net Borç (TL)	31.03.2019
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	37.860.669
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	8.742.659
Toplam Finansal Borçlar	46.603.328
Kiralama İşlemlerinden Borçlar (-)	2.542.022
Nakit ve Nakit Benzerleri (-)	9.817.396
Toplam	34.243.910

Piyasa çarpanları analizinde kullanılmak üzere kullanılacak şirket verileri faaliyet alanına göre aşağıdaki şekilde belirlenmiştir.

Yıllıklandırılmış Şirket Verileri (TL)	Net Kar	Özkaynaklar	Net Satışlar	FAVÖK	Net Borç
Deri	2.440.893	15.799.019	74.709.610	14.149.880	
İçecek	1.516.432	7.216.940	97.332.531	3.625.274	
Toplam	3.957.325	23.015.959	172.042.141	17.775.154	34.243.910

FAVÖK verisi olarak ise esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerin hesaplama dahil edildiği görülmüştür. Bununla birlikte yıllıklandırılmış amortisman rakamında sadece 31.03.2019 amortisman verisinin alındığı, 31.12.2018 ve 31.03.2018 dönemine ilişkin amortisman verilerinin dikkate alınmadığı görülmüştür. Bu düzeltme ile birlikte FAVÖK rakamı 18.092.306 TL olmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde ise Şirketin 2019 – 2023 yıllarına ilişkin TL cinsinden hesaplanan nakit akımları %22,17 ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile bugüne indirgenmiş ve %5 terminal büyüme oranı çerçevesinde hesaplanan uç dönem serbest nakit akımları da bugüne indirgenerek şirket değeri tespit edilmiştir.

a) Çarpan Analizi

Çarpan analizinde, Derlüks Deri'nin faaliyet alanı gereği deri ve içecek grubu için ayrı faaliyet verileri ve sektör çarpanlarından hareketle şirket değeri tespit edilmiştir.

Borsa'da işlem gören benzer şirketler olarak DESA ve DERİM olmasına karşılık, uygun çarpan olarak sadece DESA'nın olması sebebiyle Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü'nde yer alan şirketlerin 03.06.2019 tarihli çarpanları kullanılmıştır.

FD/FAVÖK çarpanı için 1'in altı ve 17'nin üstü, F/K için 1'in altı ve 25'in üzerindeki, PD/DD ve PD/NS çarpanları için 0,50 altı ve 3'ün üstü değerler uç değer kabul edilerek hesaplamaya dahil edilmemiştir. Bu doğrultuda söz konusu endeks çarpanları aşağıdaki şekilde oluşmuştur.

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	PD/NS
BİST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü	9,38	1,2	6,74	0,88

İçecek segmentinde faaliyet gösteren Boran Meşrubat için BİST Gıda, Alkol ve Tütün Sektörü'nde yer alan şirketlerin 03.06.2019 tarihli çarpanlarından uç değerler olarak kabul edilen çarpanlar hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Uç değerler çıkarılarak çarpanların aritmetik ortalaması baz alınmıştır. F/K oranı için 3'ten küçük 25'ten büyük, PD/DD oranı için 0,5'ten küçük 5'ten büyük, FD/FAVÖK için 1'den küçük 20'den büyük, PD/NS için

ise 0,1'den küçük 1'den büyük olan çarpanlar uç değer olarak hesaplama dahil edilmemiştir. Bu doğrultuda söz konusu endeks çarpanları aşağıdaki şekilde oluşmuştur.

Piyasa Çarpanları	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	PD/NS
BİST Gıda, Alkol ve Tütün Sektörü	10,75	1,36	6,92	0,40

Belirtilen çarpanlara ve şirket verilerine göre hesaplanan şirket değerleri aşağıda gösterilmiştir.

FD/FAVÖK Çarpanına Göre Şirket Değeri	FAVÖK	Çarpan	Değer
Deri Konfeksiyon Sektörü	14.149.880	6,74	95.371.158
İçecek Sektörü	3.625.274	6,92	25.078.676
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Şirket Değeri			120.449.835
Net Borç			34.243.910
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Piyasa Değeri			86.205.925

F/K Çarpanına Göre Şirket Değeri	Net Kar	Çarpan	Değer
Deri Konfeksiyon Sektörü	2.440.893	9,38	22.889.284
İçecek Sektörü	1.516.432	10,75	16.297.694
F/K Çarpanına Göre Piyasa Değeri			39.196.978 (*)

PD/DD Çarpanına Göre Şirket Değeri	Özkaynak (**)	Çarpan	Değer
Deri Konfeksiyon Sektörü	15.911.608	1,20	19.041.542
İçecek Sektörü	7.104.351	1,36	9.632.041
PD/DD Çarpanına Göre Piyasa Değeri			28.673.583

PD/NS Çarpanına Göre Şirket Değeri	Net Satışlar	Çarpan	Değer
Deri Konfeksiyon Sektörü	74.709.610	0,88	65.595.575
İçecek Sektörü	97.332.531	0,40	39.197.337
PD/NS Çarpanına Göre Piyasa Değeri			104.792.912

(*) Belirtilen rakamların toplam rakamı 39.186.978 TL'ye karşılık gelmektedir.

(**) PD/DD çarpanında kullanılacak özkaynak değerleri olarak Deri segmenti için 15.799.019 TL belirtilmesine karşılık 15.911.608 TL, içecek segmenti için ise 7.216.940 TL belirtilmesine karşılık 7.104.351 TL kullanılmıştır. Belirtilen çarpanlar üzerinden söz konusu yöntemle göre şirket değerinde pozitif yönde ufak farklılık olmaktadır.

	Şirket Değeri	Ağırlık (%)	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
FD/FAVÖK Çarpanına Göre	86.205.925	25%	21.551.481
F/K Çarpanına Göre	39.196.978	25%	9.728.783 (*)
PD/DD Çarpanına Göre	28.673.583	25%	7.168.396
PD/NS Çarpanına Göre	104.792.912	25%	25.697.885 (**)
Piyasa Çarpanlarına Göre Şirket Değeri			64.717.349

(*) 9.799.245 TL'ye karşılık gelmektedir.

(**) 26.198.228 TL'ye karşılık gelmektedir.

Söz konusu hesaplamalar üzerinden 64.717.349 TL olarak belirlenen şirket değerine göre birim pay değeri 4,31 TL'ye denk gelmektedir.

b) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine Göre Şirket Değeri

Şirket için yapılan İNA çalışmasında;

- Şirketin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin (AOSM) %22,17 olarak hesaplamasında ülke risk priminin %8,95, beta olarak kaldıraçlı betanın 1,51, risksiz faiz oranının %18,94, borçlanma maliyeti %21,49 olarak alındığı,
- Şirketin 2023 yılından sonrasındaki nihai değer hesaplamasında terminal büyüme oranının %5 olarak kullanıldığı,
- Şirket satışlarının 2019 yılında %8,9, 2020 yılında %13,7, 2021 yılında %13,7, 2022 yılında %12,9 ve 2023 yılında %11,2 artış göstereceği öngörülmüştür.
- Şirketin brüt kar marjının projeksiyon döneminde %11,5 – 11,7 aralığında oluşacağı dikkate alınmıştır.
- Faaliyet giderlerinin satışlara oranının %3,4 – 3,5 aralığında oluşacağı dikkate alınmıştır.
- İşletme sermayesi döngüsü olarak ortalama alacak tahsilat süresinin 95 gün, ortalama stok devir süresinin 62 gün, ortalama borç ödeme süresinin ise 116 gün olarak alındığı belirtilmiştir.
- Bu doğrultuda şirketin İNA yöntemine göre özsermaye değeri 43.628.000 TL olarak hesaplanmış olup, pay başına değeri 2,91 TL'ye denk gelmektedir.

c) Sonuç

Derlüks Deri'nin nihai şirket değerinin belirlenmesinde Piyasa Çarpanları Analizi ve İNA yöntemi çerçevesinde hesaplanan şirket değerleri eşit oranda ağırlıklandırılmış ve şirket değeri 54.172.675 TL olarak hesaplanmıştır. Bu doğrultuda pay başına değer ise 3,61 TL'ye denk gelmektedir.

Halka arz fiyatının belirlenmesinde %26,25 oranında halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatı 2,66 TL olarak belirlenmiştir.

Değer Tespit Yöntemi	Şirket Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İNA'ya Göre	43.628.000	50,00%	21.814.000
Piyasa Çarpanlarına Göre	64.717.349	50,00%	32.358.675
Halka Arz Öncesi Değer			54.172.675
Şirketin Sermayesi			15.000.000
Pay Başına Değer			3,61
Halka Arz İskontosu			26,25%
İskontolu Şirket Değeri			39.900.000
Halka Arz Fiyatı			2,66

8- Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Derlüks Deri'nin fiyat tespit raporunda yer alan bilgi ve veriler yeterince açıklayıcı ve verilerle desteklenmiştir.
- Fiyat tespitine ilişkin olarak kullanılan değerlendirme yöntemlerinin uygun ve yeterli olduğunu düşünmekteyiz.
- İNA analizinde belirtilen ciro ve karlılık oranlarında muhafazakar yaklaşım sergilenmesini ve 5 yıllık projeksiyon dönemi üzerinden uç değer hesaplanmasını olumlu karşıyoruz

- Kullanılan %22,17 oranındaki ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin makul olduğunu, yüksek borçluluğu sebebiyle kaldıraçlı beta kullanılmasını olumlu bulmaktayız.
- Çarpan analizinde faaliyet alanına göre sektör belirlenmesi ve çarpanlarda uç değerlerin dikkate alınmamasını olumlu bulmaktayız.
- FD/FAVÖK çarpanına göre şirket değerinin tespitinde kullanılan FAVÖK'ün esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderleri dikkate alması şirket değerine yukarı yönlü etkide bulunmakta olup, söz konusu veriler hariç değerlendirilmesinin daha uygun olacağını düşünmekteyiz.
- İçecek gurubunun yüksek ciro ancak düşük kar marjı sebebiyle PD/NS çarpanının nihai hesaplamada dikkate alınmamasının daha uygun olacağını düşünmekteyiz.
- Piyasa Çarpanlarından Piyasa Değeri / Net Satışlar çarpanı yerine Firma Değeri / Net Satışlar çarpanının kullanılmasının daha uygun olacağını düşünmekteyiz.
- İNA yönteminde muhafazakar bir yaklaşım sergilenmesine karşılık, piyasa çarpanları analizinde kullanılan FAVÖK rakamı yerine esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerin dikkate alınmadığı FAVÖK rakamının kullanılmasının ve düşük kar marjlı içecek segmentinde satış çarpanının dikkate alınmadığı piyasa çarpanları analizi ile hesaplama yapılmasının daha uygun olduğu düşünmekteyiz.
- Hesaplanan şirket değerlerinin eşit oranda ağırlıklandırılarak %26,25 oranında halka arz iskontosu uygulanarak belirlenen 2,66 TL'lik halka arz fiyatının yukarıda belirtmiş olduğumuz çekincelere rağmen yeterli halka arz iskontosunu içerdiğini ve fiyatın makul olduğunu düşünmekteyiz.