



Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

Haziran 2019

İŞ YATIRIM



İçindekiler

1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler	4
2 Şirket Hakkında Özet Bilgi	5
3 Değerleme Hakkında Özet Bilgi	6
4 Görüş	8

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Meksa Yatırım") aracılık ettiği Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Derlüks" 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 İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Tablo 1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Halka Arz Tarihi	27-28 Haziran 2019
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Satış
Mevcut Ödenmiş Sermaye	15.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%44,00
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	11.000.000 (Sermaye Artırımı: 10.000.000, Ortak Satışı: 1.000.000)
Satmama Taahhüdü	1 yıl boyunca satışa hazır bekletilen paylar hariç olmak üzere herhangi bir bedelli sermaye artırımı yapılmaması
Fiyat	2,66 TL
Halka Arz Büyüklüğü	29.260.000 TL

Kaynak: Meksa Yatırım

Arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Tablo 2 Ortaklık Yapısı

Ortak	ARZ ÖNCESİ		ARZ SONRASI	
	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Cemal Güzelci	15.000.000	100,00	14.000.000	56,00
Halka Açık	-	-	11.000.000	44,00
TOPLAM	15.000.000	100,0%	25.000.000	100,0%

Kaynak: Meksa Yatırım

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Derlüks (“Şirket”) 2002 yılında kurulmuş olup, çoğunlukla Ukrayna ve Rusya gibi soğuk iklim koşullarının hakim olduğu bölgelere üst segment erkek deri ve kürk ceketlerin üretimini yapmaktadır.

Derlüks’ün perakende faaliyeti olmayıp sipariş usulü çalışmaktadır. Ürettiği ürünleri kendi ticari markası olan Emiliano Zapata etiketiyle satmaktadır. Aynı zamanda dünyaca ünlü markalarla da iş birliği yapan Şirket, bu markalara fason üretim yapmaktadır.

Şirket, ağırlıklı olarak ihracat yapmakta olup satışlarının yaklaşık %70’ini ihracat gelirleri oluşturmaktadır. Yurt içi satışlarının ise yaklaşık %95’lik kısmı dolaylı olarak kuzey ülkelerden gelen turistlere yapılmaktadır.

Derlüks deri alanındaki faaliyetlerinin yanı sıra 2014 yılında yapmış olduğu satın alma ile içecek dağıtım alanına da faaliyet göstermeye başlamıştır. Derlüks’ün bağlı ortaklığı olan Boran Meşrubat, Bağcılar, Bayrampaşa, Esenler, Güngören ve Bahçelievler ilçelerinde çeşitli markaların içecek dağıtımını yapmaktadır.

Şirket, net halka arz gelirinin %79,25 kadarını finansal borçların kapatılarak mali yapının güçlü ve esnek hale getirilmesi, %12,53 kadarını iş geliştirme planlarının finansmanının sağlanması ve %8,22’lik kısmı ile kalan döviz bazlı finansal borçlara tedbir alınması amacıyla kullanmayı planlamaktadır.

3 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

İş Yatırım tarafından Meksa Yatırım'ın hazırladığı 07 Haziran 2019 tarihli fiyat tespit raporu incelenmiştir. Bu çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

1. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Çarpan analizinde kullanılan oranlar aşağıdaki gibidir:

Tablo 3 BİST Benzer Şirketler (03.06.2019)

Endeks ve Sektör Verileri	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	PD/NS
BİST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü	9,38	1,20	6,74	0,88
BİST Gıda, Alkol ve Tütün Sektörü	10,75	1,36	6,92	0,40

Kaynak: Meksa Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Çarpan analizinde baz alınan şirket verileri aşağıdaki gibidir:

Tablo 4 Kullanılan Şirket Verileri

Şirket Verileri (TL)	Net Kar	Özkaynaklar	Satışlar	FAVÖK	Satışlar
Deri İş Kolu	2.440.893	15.911.608	74.709.610	14.149.880	74.709.610
İçecek İş Kolu	1.516.432	7.104.351	97.332.531	3.625.274	97.332.531

Derlüks'ün ana iki iş kolu olan deri ürünleri ve içecek iş kollarını kapsayan BİST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü ve BİST Gıda, Alkol ve Tütün Sektörü ortalama çarpanlarına göre hesaplanan piyasa değerleri aşağıdaki gibidir.

Tablo 5 Çarpan Analizi Sonuçları

Şirket Değeri (TL)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	PD/NS
Ağırlık	%25	%25	%25	%25
Piyasa Çarpanlarına Göre Şirket Değeri	39.196.978	28.673.583	86.205.925	104.792.912

Hesaplanan piyasa değerleri eşit olarak ağırlıklandırılarak ortalaması alındığında Derlüks'ün Piyasa Değeri 64.717.349 TL, 1 adet payın değeri ise 4,31 TL olarak hesaplanmıştır.

2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") yönteminde kullanılan temel varsayımlar aşağıdaki gibidir:

- Projeksiyon süresi 5 yıl olarak alınmıştır.
- Sermaye maliyeti hesaplanırken, risksiz faiz oranı %18,94, piyasa risk primi %8,95 ve beta 1,51 kabul edilmiştir. %34,44 sermaye maliyeti ve %21,49

borçluluk oranı ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (“AOSM”) %22,17 olarak hesaplanmıştır.

- Konsolide ciro büyüme oranı 2019-2023 yılları için %12,1 kabul edilmiştir.
- Terminal büyüme oranı %5 kabul edilmiştir.
- Net işletme sermayesi projeksiyonu için Şirket’in son 3 yıllık ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incelenmiştir. Projeksiyon dönemi için ortalama tahsilat süresi 95 gün, ortalama borç ödeme süresi 116 gün ve ortalama stokta kalma süresi 62 gün olarak varsayılmıştır.

Tablo 6 İNA Yöntemi - Sonuç

Projeksiyon Dönemi Nakit Akımları (Bin TL)	Devam Eden Şirket Değeri (TL)	Firma Değeri (TL)	Net Borç (TL)	Özsermaye Değeri (TL)	Tahmini Birim Pay Değeri (TL)
41.362	36.510	77.872	34.244	43.628	2,91

3. Sonuç

Meksa Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında;

- Piyasa Çarpanları Yöntemi
- İNA Yöntemi

kullanılarak piyasa değeri hesaplaması yapılmış ve bu yöntemler sonucu elde edilen değerlerin ortalaması alınarak Derlüks’ün piyasa değerine ulaşılmıştır.

Tablo 7 Meksa Yatırım Fiyat Tespit Raporu Değerleme Sonucu

	Piyasa Değeri (TL)
Piyasa Çarpanları Yöntemi	42.628.000
İNA Yöntemi	64.717.349
Ortalama Piyasa Değeri	54.172.675

Kaynak: Meksa Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Bu piyasa değeri doğrultusunda birim hisse fiyatı **3,619 TL** olarak hesaplanmış olup, halka arz iskontosu (**%26,25**) sonrası pay başına fiyat **2,66 TL** olarak belirlenmiştir.

4 Görüş

1. Piyasa Çarpanları Yöntemi

- Piyasa çarpanları yönteminde kullanılan F/K, PD/DD, FD/FAVÖK, PD/NS çarpanları tarafımızca uygun ve yeterli bulunmuştur.
- Piyasa çarpanları ortalamasının hesaplanmasında aritmetik ortalama yerine medyan kullanılmasının daha makul olacağını düşünmekteyiz.
- Derlüks'ün %100 iştiraki olan Boran Meşrubat'a ilişkin çarpan analizinde benzer şirketler belirlenirken BIST Gıda, Alkol ve Tütün sektöründe yer alan şirketlerin herhangi bir eliminasyona uğratılmadan kullanıldığı görülmüştür. İlgili sektörde yer alan şirketler incelendiğinde Boran Meşrubat'ın iş modeline doğrudan veya dolaylı herhangi bir benzerliği bulunmayan çeşitli gıda ve tütün şirketlerinin benzer şirket olarak kullanılması yerine bahsi geçen sektörde yer alan içecek sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin çarpanlarının analizde kullanılmasının daha sağlıklı olacağını düşünmekteyiz.
- Derlüks'e ilişkin çarpan analizinde benzer şirket olarak BIST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri sektörü şirketlerinin kullanılması uygun bulunmuştur.
- Derlüks için oluşturulan benzer şirket çarpanları incelendiğinde FD/FAVÖK çarpanı için 1'in altı ve 17'nin üstü, F/K çarpanı için 1'in altı ve 25'in üzerindeki çarpanlar, PD/DD ile PD/NS için 0,50'nin altı ve 3'ün üstü değerler uç değer olarak kabul edilmiştir. Kullanılan uç değer sınırları tarafımızca uygun bulunmuştur.
- Boran Meşrubat için oluşturulan benzer şirket çarpanları incelendiğinde FD/FAVÖK çarpanı için 1'in altı ve 20'nin üstü, F/K çarpanı için 3'ün altı ve 25'in üzerindeki çarpanlar, PD/DD çarpanı için 0,5'in altı ve 5'in üstü ile PD/NS için 0,1'in altı ve 1'in üstü değerler uç değer olarak kabul edilmiştir. Kullanılan uç değer sınırlarının uygun olduğunu düşünmekteyiz.
- Derlüks ve Boran Meşrubat için analizde kullanılan çarpanların dünyada benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketler için kullanılan çarpanlardan anlamlı bir farkı olmadığı görülmüştür.

2. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

- İndirgenmiş nakit akımları yöntemi, doğası gereği çeşitli varsayımlar kullanılarak hesaplanan geleceğe yönelik projeksiyonlara bağlıdır. Bu projeksiyonların gerçekleşmesi ise, varsayımların gerçekleşmesi ile doğrudan ilişkilidir. Şirket'in faaliyetlerinde, faaliyet gösterdiği sektörde veya makroekonomik koşullarda meydana gelebilecek gelişmelerin Şirket'in faaliyetlerini önemli bir biçimde etkileme potansiyeli bulunduğu, dolayısıyla değer üzerinde önemli etki yaratabileceğinin değerlendirilmesi gerekmektedir.
- Bu nedenle, Meks Yatırım tarafından yapılan çalışmada, projeksiyonların sapmasını içeren senaryoların da kullanılmasının faydalı olabileceği ve ilave olarak, serbest nakit akımları indirgenirken kullanılan AOSM'nin farklı senaryolar altındaki etkisinin de sunulmasının daha sağlıklı olacağı kanaatindeyiz.

- Şirket'in net satış rakamları 2016 – 2018 yılları arasında deri konfeksiyon sektöründe %75,5, içecek sektöründe %101,4 oranında büyümüştür. Net satışların 5 yıllık projeksiyon döneminde %12,1 yıllık bileşik büyüme oranıyla büyümesi öngörülmüştür. İlgili büyüme beklentisinin geçmiş son 3 yılda gerçekleşen büyüme rakamlarından ciddi derecede düşük olduğu görülmekte olup, ilgili fiyat tespit raporunda bu beklentinin sebebi detaylı olarak açıklanmamıştır.
- AOSM hesaplanırken;
 - Risksiz faiz oranı olarak %18,94 kullanılmıştır. Gösterge faiz oranı dikkate alındığında (%19,41) bu oranın makul olduğunu düşünmekteyiz.
 - Risk priminin, ülkemizde gerçekleşen halka arzlar baz alınarak, muhafazakar bir yaklaşımla %8,95 alındığı ifade edilmiştir. Bu yaklaşım tarafımızca makul bulunmuştur.
 - Beta katsayısı “ilk halka arzlarda bu katsayının genelde 1 kabul edildiği” varsayımı ile 1 kabul edilmiştir. Böyle bir varsayım yapmak yerine, Derlüks ile en çok benzeyen halka açık şirketlerin kaldıraçsız beta katsayılarından faydalanmanın daha doğru bir yaklaşım olacağını düşünmekteyiz.

3. Sonuç

Sonuç olarak;

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Değerleme için kullanılan yöntemler genel olarak detaylı ve net bir şekilde açıklanmıştır. Projeksiyonlar için kullanılan varsayımlar genel olarak iyi açıklanmış olup, projeksiyon döneminde net satışlarda beklenen ciro artış oranının sebebi net bir şekilde açıklanmamıştır. %26,25 oranında halka arz iskontosu uygulanarak hesaplanan pay başına 2,66 TL halka arz fiyatının, İzahnamede yer alan riskler saklı kalmak koşuluyla, makul olduğu görüşündeyiz.