



**DERLÜKS DERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN
HAZIRLANAN DEĞERLENDİRME RAPORU**

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

26 HAZİRAN 2019

İçindekiler

1. AMAÇ.....	2
2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	2
3. HALKA ARZ BİLGİLERİ.....	3
4. ŞİRKET FİNANSALLARI.....	4
5. DEĞERLEME HAKKINDA.....	4
a. Gelir Yaklaşımı: İNA Analizi Yöntemi Hakkında	4
b. Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi.....	5
6. SONUÇ.....	7
7. GÖRÜŞ.....	8

DERLÜKS DERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

[DERAS]

26.06.2019

1. AMAÇ

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29 uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından halka arza aracılık eden Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Derlüks Deri Sanayi Ve Ticaret A.Ş. ("Derlüks Deri ", "Şirket") için hazırlanmış olduğu halka arz fiyat tespit raporunun analiz edilip değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

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

DERLÜKS DERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

Halka Arzı Hakkında Değerlendirme Raporu

2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş. 2002 yılında 5.000 TL ödenmiş sermaye ile kurulmuş olup, 15 Ekim 2018 itibari ile ödenmiş sermayesini 15.000.000 TL'ye çıkarmıştır.

Şirketin ana iş konusu, her türlü doğal deri, tekstil, triko, dokuma ürünlerinden bay, bayan ve çocuk giyim eşyaları, giyim aksesuarları ve kullanım ürünlerinin imalatı, alım - satımı ithalat ve ihracatını yapmak, bunun yanı sıra her türlü deri vetekstil hammaddeleri, deri ve tekstil kimyasalları, kumaş, doğal deri, suni deri, iplik ve konfeksiyon malzemelerinin alım satımı, ithalat ve ihracatını yapmaktır.

Şirketin merkezi ve üretim tesisleri Zeytinburnu-İstanbul'dadır. Zeytinburnu'nda bulunan 500 m² kapalı alanlı bir atölye, 5 makine ve yaklaşık 30 personelle başladığı üretime, bugün 3100 m² kapalı alanlı Şirket merkezi, 43 makine ve 87 personelle devam etmektedir.

Kuruluş aşamasında üretim ve satışın tamamı bavul ticaretiyle Rusya ve eski doğu bloku ülkelerine yapılmaktayken, bugün "Emiliano Zapata" markası ile önemli ihracat başarıları göstermektedir. Şirket, 2016 yılında tüm deri ürünleri grubunda (giysi, saraciye, çanta ve ayakkabı dahil olmak üzere) Türkiye'nin en fazla ihracat yapan 36.'ı şirketi

HALKA ARZ ÖZETİ

Halka Arz Şekli	PAY - Adet
Sermaye Artırımı	10.000.000
Ortak Satışı	1.000.000
Toplam	11.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	
Halka Arz Fiyatı	2,66 TL
Halka Arz İskontosu	%26,25
Brüt Halka Arz Geliri	29.260.000 TL
Net Halka Arz Geliri	24.330.276 TL
Kotasyon	
Halka Arz Tarihi	27 - 28 Haziran 2019
İşlem Göreceği Pazar	Ana Pazar
Halka arz Taahhütleri	
Sermaye Artırımı Yapmama	1 yıl
Ortak Satışı Yapmama	1 yıl
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	Bakiyeyi Yüklenim
Yetkili Aracı Kuruluş	Meksa Yatırım
Halka Arz Satış Yöntemi	Borsa'da Satış-Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Kayıtlı Sermaye Tavanı	75.000.000 TL
Ödenmiş Sermaye	15.000.000 TL

Tablo 1 : Halka Arz Özeti - Kaynak : Sermaye Piyasası Aracı Notu

olmuştur. 2017 ve 2018 yıllarında ise grubunda en fazla ihracat yapan 10 firma arasına girerek “İhracat altın ödülü” almaya hak kazanmıştır(Kaynak: İDMİB). Şirket kendi markasının yanı sıra, Balmain, YvesSalomon, Tara Jarmon, Tigha, SiesMarjan, Barbara Bui, Humanoid gibi dünyaca tanınmış firmalara da fason üretim yapmaktadır.

Şirket, Eylül 2014’de FMCG (hızlı tüketim maddeleri) sektöründe faaliyet gösteren Boran Meşrubat Dağıtım Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti. (“Boran Meşrubat”, “Bağlı Ortaklık”) satın almıştır. %100 bağlı ortaklık konumunda bulunan Boran Meşrubat, Erikli & Nestle Waters, Tuborg, Dimes, Freşa başta olmak üzere birçok içecek markasının distribütörlüğünü yapmaktadır. Boran Meşrubat Bahçelievler Yenibosna’da bulunan 2750 m² kapalı, 1200 m² açık alana sahip bir depoda, 47 personel ve 31 araç ile faaliyetlerini sürdürmektedir.

Şirket’in kayıtlı sermaye tavanı 75.000.000 TL olup, çıkarılmış sermayesi 15.000.000 TL’dir. Şirket Esas Sözleşmesi’nin 6.Maddesi’nde belirtildiği gibi imtiyazlı pay grubu bulunmayıp, tüm paylar eşit oy hakkına sahiptir.

Personelin tamamı Marmara Bölgesi-İstanbul’da istihdam edilmektedir. 31.03.2019 dönemi itibari ile şirket bünyesinde 134 personel bulunmaktadır.

3. HALKA ARZ BİLGİLERİ

Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin 75.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içinde 15.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinde mevcut ortaklardan Cemal Güzelci’ye ait olan 1.000.000 TL nominal pay ve 10.000.000 TL sermaye artışından olmak üzere 11.000.000 TL pay halka arz edilecektir.

Sermaye artırım ve ortak satışı ile birlikte toplam 11.000.000 TL nominal pay halka arz edilecek olup, halka arz edilecek payların halka arz sonrası 25.000.000 TL’ye ulaşılacak çıkarılmış sermayesine oranı %44’dür.

Sermaye piyasası aracı notu kapsamında satışa hazır bekletilen paylar 2.750.000 TL nominal olup, satışa hazır bekletilen payları ile birlikte şirket çıkarılmış sermayesi 27.750.000 TL’ye artırılabilecek ve halka açıklık oranı %49,55 olacaktır.

Şirket paylarının halka arzı Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından “Borsada Satış – Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi” kullanılmak suretiyle BİAŞ Birincil piyasada gerçekleştirilecektir.

Sabit fiyatla talep toplama süresi 2 iş günü olup, 27-28 Haziran 2019 tarihlerinde gerçekleşecektir.

Şirket paylarının halka arzı “Borsada Satış – Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi”ne göre yapılacağından herhangi bir yatırımcı grubuna tahsisat yapılmayacaktır.

HALKA ARZ ÖNCESİ ORTAKLIK YAPISI		
Ortağın Adı Soyadı	Ortakların Sermaye Payı	
	Halka Arz Öncesi	
	(TL)	%
Cemal Güzelci	15.000.000	100,00
TOPLAM	15.000.000	100,00

Tablo 2 : Halka Arz Öncesi Ortaklık Yapısı - Kaynak: 25.04.2019 Genel Kurul Tutanağı

HALKA ARZ SONRASI ORTAKLIK YAPISI		
Ortağın Adı Soyadı	Ortakların Sermaye Payı	
	Halka Arz Sonrası	
	(TL)	%
Cemal Güzelci	14.000.000	56,00
Halka Açık	11.000.000	44,00
TOPLAM	25.000.000	100,00

Tablo 3 : Halka Arz Sonrası Ortaklık Yapısı - Kaynak: 25.04.2019 Genel Kurul Tutanağı

HALKA ARZ EDİLECEK PAYLAR		
	(TL)	%
Ortak Satışı	1.000.000	4,00
Sermaye Artırımı	10.000.000	40,00
TOPLAM	11.000.000	44,00

Tablo 4 : Halka Arz Edilecek Paylar Kaynak Sermaye Piyasası Aracı Notu

4. ŞİRKET FİNANSALLARI

Gelir Tablosu - TL	2016	2017	2018	2019/03
Net Satışlar	47.120.371	72.041.405	166.492.207	39.886.421
Satışların Maliyeti	-38.872.305	-64.437.297	-146.669.644	-35.183.472
Brüt Kar	8.248.066	7.604.108	19.822.563	4.702.949
Esas Faaliyet Karı	3.528.620	4.537.410	16.938.106	3.835.641
Net Kar	2.498.633	2.672.872	3.612.724	919.858
Bilanço - TL	2016	2017	2018	2019/03
Dönen Varlıklar	23.091.275	34.499.374	55.506.152	77.238.862
Duran Varlıklar	11.814.410	15.438.635	20.059.310	23.403.825
Toplam Varlıklar	34.905.685	49.938.009	75.565.462	100.642.687
Kısa Vadeli Yükümlülükler	17.510.730	25.294.933	43.202.071	67.374.053
Uzun Vadeli Yükümlülükler	7.834.076	12.268.998	9.905.382	10.252.675
Özkaynaklar	9.560.879	12.374.078	22.458.009	23.015.959
Toplam Kaynaklar	34.905.685	49.938.009	75.565.462	100.642.687

Tablo 5 : Özet Finansallar - Meksa Yatırım Fiyat Tespit Raporu

5. DEĞERLEME HAKKINDA

Meksa Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit raporunda Derlüks Deri'nin paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer belirlenmesi amacıyla değerlendirme yöntemleri olarak İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır.

a. Gelir Yaklaşımı: İNA Analizi Yöntemi Hakkında

Meksa Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda İNA analizinde aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır.

- Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmıştır.
- Projeksiyon dönemi 2019-2023 yılları arasını kapsamakta olup 5 yıldır.
- Şirket'in 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 yıllık bileşik büyüme oranı % 12,1 olarak hesaplanmıştır.
- Şirketin satış maliyetlerinin konsolide olarak toplam satışların %88,3-%88,5 oranında gerçekleşmesi beklenmektedir.
- Şirket'in planladığı yatırım harcamaları mevcut filo yatırımlarından doğan amortisman giderleri kadar gerçekleşeceği planlanmıştır.
- 2023 yılından sonra Şirket'e ilişkin nihai değer hesaplamasında Şirket'in deri kısmının satışları döviz cinsi olması nedeniyle büyüme oranı %5 olarak ön görülmüştür.
- İNA analizinde hesaplanan vergi sonrası faaliyet karı hesaplamasında kullanılan kurumlar vergisi oranı; 2019 ve 2020 yılları için %22 olarak uygulanırken, 2021-2022-2023 yılları için %20 olarak uygulanmış ve ilgili yılda ödendiği varsayılmıştır.
- Şirket faaliyet giderlerinin toplam satışlara oranı projeksiyon döneminde %3,4-%3,5 aralığında öngörülmüştür.

- AOSM hesaplamasında dikkate alınan veriler risksiz faiz oranı, risk primi, beta, kurumlar vergisi oranı, özsermaye ağırlığı, borçlanma maliyeti için sırasıyla %18,94, %8,95, 1,51, %22, %34,44 ve %21,49'dur. Bu verilere göre ağırlıklandırılmış özsermaye maliyeti, vergi sonrası ağırlıklandırılmış borçlanma maliyeti ve AOSM sırasıyla %11,18, %10,99 ve %22,17'dir.

İndirgenmiş Nakit Akımları (Bin TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Satışlar	166.492	181.374	206.204	234.473	264.675	294.250
Satışların Maliyeti	146.670	160.131	182.166	207.269	234.211	260.490
Brüt Kar	19.823	21.243	24.037	27.204	30.465	33.760
Faaliyet Giderleri	5.843	6.181	7.061	8.067	9.178	10.235
EBIT	13.980	15.062	16.976	19.137	21.287	23.524
EBIT üzerinden vergi (-)	3.075	3.314	3.735	3.827	4.257	4.705
EBIAT	10.904	11.748	13.241	15.309	17.029	18.819
Amortisman (+)	423	461	524	596	673	748
Yatırım Harcamaları (-)	458	499	568	646	729	810
Net İşletme Sermayesi Değişimi (-)		-4.151	3.202	3.644	3.875	3.810
Serbest Nakit akımı		15.860	9.995	11.616	13.099	14.948
İndirgenmiş Nakit Akımları		14.070	7.221	6.833	6.275	5.831
Projeksiyon Dönemi	41.362					
Atık Değer	36.510					

Tablo 6 : İNA Tablosu - Kaynak Meksa Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Şirket Değeri	77.872
Net Borç (-)	34.244
Özsermaye Değeri	43.628

Tablo 7 : İNA Sonuç - Kaynak Meksa Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Yukarıda detayları verilen İNA Analizi varsayımlarına göre Şirket'in özsermaye değeri 43.628 bin TL olarak hesaplanmaktadır. Şirket'in çıkarılmış sermayesi 15.000.000 TL olup, birim pay değeri 2,91 TL'ye denk gelmektedir.

b. Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

Meksa Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda;

- Piyasa çarpanları analizi yöntemine göre Şirket'in piyasa değeri, halka arzın gerçekleşmesi halinde dahil olması muhtemel olan, Borsa İstanbul'da işlem gören Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü şirketleri,
- İçecek sektöründe dağıtım faaliyeti gösteren bağlı ortaklık Boran Meşrubat için benzer sektör olarak Borsa İstanbul'da işlem gören Gıda, İçki ve Tütün Sektöründe işlem gören şirketleri,

Verileri dikkate alınarak tespit edilmiştir. Seçimin nedeni, deri giyim olarak faaliyet gösteren Derlüks Deri için BİST'te işlem gören yalnız iki şirket(DESA, DERİMOD) olması ve bu şirketlerden yalnızca Desa'nın çarpanlarının analiz için uygun olduğunun saptanması olarak belirtilmiştir.

Söz konusu Fiyat Tespit Raporu'nda araştırılan yurt dışı benzer şirket çarpanlarının, yurt içi şirketlere kıyasla oldukça yüksek çarpanlara sahip olması nedeniyle yurt dışı benzer şirketlerin çalışmaya dahil edilmemesi uygun görülmüştür.

Raporda, uç değerler belirlenirken örneklem dağılımı, medyan değeri, Şirket'in dahil olduğu sektör ile gelir yaratma potansiyeline ve piyasada oluşan çarpan değerleri dikkate alınarak belirlenmiştir.

Raporda, piyasa çarpanları analizi yönteminde piyasa değerinin hesaplanmasında, ana ortaklık olan Derlüks Deri ve bağlı ortaklık olan Boran Meşrubat'ın solo olarak oluşturdukları; faiz, amortisman ve vergi öncesi karları, dönem net kârı, net satış hasılatları ve özkaynaklarının konsolidasyon içerisindeki ağırlıkları göz önünde bulundurularak hesaplama yapılmıştır.

Piyasa çarpanları analizi yöntemine göre şirket değerini hesaplamak için kullanılacak şirket verileri olarak Derlüks Deri'nin 31.03.2019 tarihli verileri yıllıklandırılarak dikkate alınmıştır. Yıllıklandırma (31.03.2019 + 31.12.2018 – 31.03.2018) işlemi ile yapılmıştır.

Raporda, Piyasa Çarpanları Analizi yönteminde **03.06.2019** tarihi itibarıyla hesaplanan oranlar kullanılmıştır.

Piyasa çarpanları analizinde kullanılan çarpanlar;

- Firma Değeri/ Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK),
- Fiyat/Kazanç (F/K),
- Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD)
- Piyasa Değeri / Net Satışlar (PD/NS)

Çarpanları kullanılmıştır.

03.06.2019 Tarihli Çarpanlar	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	PD/NS
BİST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü	9,38	1,20	6,74	0,88

Tablo 8 : BİST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü - Kaynak Meksa Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Raporda, bağlı ortaklık Boran Meşrubat için ise BİST'te işlem gören benzer şirket yer almamakta olduğuna yer verilmiş ve bağlı olduğu Gıda, Alkol ve Tütün sektörü çarpanları değerlendirilmiştir. Raporda, yurt dışı çarpanlar görece yüksek olduğu düşünülerek çalışmaya dâhil edilmemiştir.

Söz konusu Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket'in değerlemesinde uç değerlerin tespiti sektörde yer alan şirketlerin şişeleme ve üretim faaliyetleri bakımından Boran Meşrubat ile farklı olması ve Şirket'in faaliyetleri bakımından elde ettiği brüt kar marjı ana ortaklık Derlüks Deri'ye görece daha düşük olması bakımından PD/NS çarpanı özelinde daha dar bir aralık tercih edilmiştir.

Bağlı ortaklık Boran Meşrubat için de aynı çarpanlar kullanılmıştır.

03.06.2019 Tarihli Çarpanlar	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	PD/NS
BİST İçecek Sektörü	10,75	1,36	6,92	0,40

Tablo 9 : BİST İçecek Sektörü Çarpanları - Kaynak Meksa Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Raporda, FD/FAVÖK çarpanına göre Derlüks Deri'nin piyasa değeri 03.06.2019 tarihli çarpanlara göre belirlenen Şirket değerinden net finansal borçluluğun çıkarılması ile aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

Piyasa Çarpanlarına Göre Şirket Değeri (TL)			
FD/FAVÖK Çarpanına Göre Şirket Değeri			
Deri Konfeksiyon FAVÖK	14.149.880	6,74x	95.371.158
İçecek Sektörüne göre	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 Şirket'in Piyasa Değeri (TL)			86.205.925
F/K Çarpanına Göre Şirket Değeri			
Deri Konfeksiyon Net Kar	2.440.893	9,27x	22.889.284
İçecek Net Kâr	1.516.432	10,75x	16.297.694
F/K Çarpanına Göre Şirket'in Piyasa Değeri (TL)			39.196.978
PD/DD Çarpanına Göre Şirket Değeri (TL)			
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 Şirket'in Piyasa Değeri (TL)			28.673.583
PD/NS Çarpanına Göre Şirket Değeri (TL)			
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 Şirket'in Piyasa Değeri (TL)			104.792.912

Tablo 10 : Piyasa Çarpanlarına Göre Şirket Değeri - Kaynak Meksa Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Değerlemede kullanılan çarpanlar eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

03.06.2019 Tarihli Piyasa Çarpanlarına Göre Şirket Değeri (TL)	Ağırlık (%)		
FD/ FAVÖK Çarpanına Göre Şirket Değeri	86.205.925	25%	21.551.481
F/K Çarpanına Göre Şirket Değeri	39.196.978	25%	9.728.783
PD/DD Çarpanına Göre Şirket Değeri	28.673.583	25%	7.168.396
PD/NS Çarpanına Göre Şirket Değeri	104.792.912	25%	25.697.885
Piyasa Çarpanlarına Göre Şirket Değeri (TL)	100%	64.717.349	

Tablo 11 : Piyasa Çarpanlarına Göre Şirket Değeri - Kaynak Meksa Yatırım Fiyat Tespit Raporu

6. SONUÇ

Meksa Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Derlüks Deri'nin şirket değeri belirlenirken; indirgenmiş nakit akışları analizi, BİST Deri Konfeksiyon Sektörü çarpanları ile BİST İçecek Sektörü çarpanlarına göre şirket değerleri elde edilmiştir.

Derlüks Deri'nin halka arz fiyatı hesaplamasında İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi ve BİST çarpanları eşit ağırlıklandırılmak suretiyle Şirket için aşağıdaki nihai değere aşağıdaki şekilde ulaşılmıştır.

	Şirket Değeri	Ağırlıklandırma Oranı	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İNA'ya Göre	43.628.000	50,0%	21.814.000
Piyasa Çarpanlarına Göre	64.717.349	50,0%	32.358.675
Toplam Şirket Değeri		100%	54.172.675
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

Tablo 12 : Kaynak Meksa Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Bu doğrultuda Meksa Yatırım hazırladığı Fiyat Tespit Raporu'nda Derlüks Deri'nin ağırlıklandırılmış ortalama şirket değerini 54.172.675 TL olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in çıkarılmış sermayesi 15.000.000 TL olup, birim pay değeri 3,61 TL'ye denk gelmektedir. Şirket'in halka arz fiyatına %26,25 oranında halka arz iskontosu uygulanarak **2,66** TL olarak belirlenmiştir.

7. GÖRÜŞ

- Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş. için Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nun kapsamlı ve anlaşılabilir olduğu kanaatindeyiz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları'nda kullanılan varsayımların genel olarak makul olduğu görüşündeyiz. Risk priminin Türkiye'nin yükselen CDS risk primini yansıttığı görüşündeyiz.
- Borçlanma maliyeti ile özsermaye maliyeti arasındaki farkın fazla olduğunu değerlendirmekteyiz.
- Piyasa çarpanları analizi yönteminde Borsa İstanbul'da işlem gören Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü şirketleri ile 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 alınarak yapılan hesaplamaların uygun olduğu görüşündeyiz.
- PD/NS çarpanı yerine genelde kullanılan FD/NS çarpanının kullanılmasının daha uygun olacağı görüşündeyiz.
- Çarpan analizinde ortalamanın yerine medyan değer alınması halinde şirket değerini olumsuz etkileyeceği tespit edilmiştir. Örneklem kümesinin geniş tutulması, uç değer eliminasyonu yöntemi ve uygulanan halka arz iskontosu ile bu farkı giderdiği görülmüştür.
- Piyasa çarpanları analizi yönteminde yurtdışı çarpan kullanılmamasının makul olduğu görüşündeyiz.

Genel hatları ile Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ve İNA Analizi Yöntemi kullanılarak bulunan Şirket Değeri'ne göre bulunan birim pay değerine %26 iskonto uygulanarak bulunan 1 adet nominal pay için 2,66 TL halka arz fiyatını, yukarıda belirtilen görüşlerimiz doğrultusunda makul olduğunu düşünüyoruz.