

DERLÜKS DERİ SAN. VE TİC. A.Ş.  
HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor SPK'nın VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin KAP'ta yayınlanan İzahname setini inceleyerek kararlarını vermelidirler.

### Şirket Hakkında

Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi unvanı ile 2002 tarihinde faaliyete başlayan Şirket, 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 ve tekstil hammaddeleri, deri ve tekstil kimyasalları, kumaş, doğal deri, suni deri, iplik ve konfeksiyon malzemelerinin alım satımı, ithalat ve ihracatını yapmaktadır.

#### Şirket'in Ana Faaliyet Alanları

##### -Deri Üretimi ve Satışı (Derlüks Deri)

Şirket, ürettiği ürünlerinin çok büyük oranını Emiliano Zapata markası ve Zapata Sport Bluster markası altında, bir kısmını ise fason olarak Avrupa ve Amerika firmalarına yapmaktadır. Şirket'in ürettiği ürünlerin tamamı A segmenti müşteriye hitap eden, kendi tasarımı tabii deri, kürk, av hayvanı ve kumaş kombinasyonu ürünlerdir. Üretimini, 3.100 m2 kapalı alana sahip şirket merkezinde (Zeytinburnu/İstanbul) 86 personel ve 43 makine ile yapmaktadır. Derlüks ürettiği ürünlerin %70-75'ini dış ticaret şirketleri yoluyla, direkt ihracat olarak veya ihraç kayıtlı satış olarak yurt dışına satmaktadır. Satışının geri kalanı Antalya gibi turistik bölgelere yapılmaktadır. Müşteri kitlesi ağırlıklı olarak Türkiye'nin kuzey komşularıdır. Rusya ve Ukrayna'da marka bilinirliği üst seviyededir.

##### -İçecek Dağıtımı (Boran Meşrubat)

Şirket diğer yandan bağlı ortağı Boran Meşrubat Şirketi ile hızlı tüketim ürünleri sektöründe, özellikle içecek dağıtım alanında faaliyet göstermektedir. Bahçelievler-Yenibosna'da bulunan 2.750 m2 kapalı, 1.200 m2 açık alana sahip bir depoda faaliyetlerini sürdüren Boran Meşrubatın bir üretimi yoktur. Satışının tamamı distribütörlüğünü yaptığı firmaların ürünleridir. Boran Meşrubatın 31 araç sayısı ve 47 personeli bulunmaktadır. Derlüks Deri'nin %100 bağlı ortaklık konumunda bulunan Boran Meşrubat, Erikli&NestleWaters, Tuborg, Dimes, Freşa başta olmak üzere birçok içecek markasının distribütörlüğünü yapmaktadır. Ayrıca, enerji içecekleri, çay mamulleri, diğer gazoz, soda ve kutu içecekleri de müşteri talepleri doğrultusunda satmaktadır. Satış bölgesi, İstanbul'un Bağcılar, Bayrampaşa, Esenler, Güngören ve Bahçelievler ilçelerini kapsamaktadır. Boran tedarikçi firmalarla yapılan sözleşmeler gereğince yalnızca kendi bölgesinde dağıtım faaliyetlerinde bulunabilmektedir ve bu nedenle satışlarının tamamı Marmara Bölgesine gerçekleştirilmektedir. Boran Meşrubatın geleneksel kanal olarak nitelenen market, bakkal, tekel bayi vb. 'nin satışlar içindeki payı %67, yerinde tüketim noktaları olarak nitelenen restoran, kafe vb. noktaların satışlar içindeki payı %22, toptan satışların ise %5'dir.

## Şirket'in Satış Gelirlerinin Dağılımı

Şirket'in 2016 yılı net satışlarının %53,53'ü deri bölümünün, %46,47'si ise içecek bölümün gelirlerinden oluşmaktadır. Yine deri bölümün üretimden satışları %33,89'iken, ticari mal olarak yapılan satışların toplam içinde aldığı pay %19,63'dür. 2017 yılında içecek bölümünün toplam satışlar içindeki hacmi %32,31'e gerilemiştir. Deri bölümü toplama satışlardan %67,69 pay alırken, bu bölümün ticari mal satışları %13,95'e düşmüştür. 2018 yılına gelindiğinde hafif alkollü ürünlerin, içecek bölümü ürün gamına katılmasıyla birlikte, bu bölümün payı tekrar yükselmiş ve toplam satışlar içinde %53,36'ya çıkmıştır. Deri bölümünün ticari mal satış oranı da %14,69'a yükselmiştir.

	31.12.2016		31.12.2017		31.12.2018		31.03.2019	
	Satış Tutarı (TL)	Hasılat İçerisindeki Ağırlık (%)	Satış Tutarı (TL)	Hasılat İçerisindeki Ağırlık (%)	Satış Tutarı (TL)	Hasılat İçerisindeki Ağırlık (%)	Satış Tutarı (TL)	Hasılat İçerisindeki Ağırlık (%)
Deri	25.223.518	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%
<b>TOPLAM</b>	<b>47120371</b>	<b>100,00%</b>	<b>72.041.405</b>	<b>100,00%</b>	<b>166.492.207</b>	<b>100,00%</b>	<b>39.886.421</b>	<b>100,00%</b>

Şirket'in içecek bölümünün satışları içinde en yüksek kısmı 2018 yılına kadar su bölümü oluşturmaktadır. 2016 yılında içecek bölümün satışlarının %65.44'ü iki marka aracılığıyla yaptığı pet su satışlarından meydana gelmektedir. 2017 yılında bu oran %65.61'e olmuştur. Ancak, Tuborg'un ürün gamına katılmasıyla birlikte 2018 yılında, pet su satışlarının toplam satışlara oranı %16.68'e kadar gerilemiştir. 2019'da ise bu oran %12.91'e düşmüştür. Bu orandaki gerilemenin sebebi su satışlarının azalması değil hafif alkollü içki satışlarında meydana gelen büyük artıştır.

	31.12.2016		31.12.2017		31.12.2018		31.03.2019	
	Satış Tutarı (TL)	Hasılat İçerisindeki Ağırlık (%)	Satış Tutarı (TL)	Hasılat İçerisindeki Ağırlık (%)	Satış Tutarı (TL)	Hasılat İçerisindeki Ağırlık (%)	Satış Tutarı (TL)	Hasılat İçerisindeki Ağırlık (%)
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%
Diğer	1.234.517	5,64%	1.806.257	7,76%	1.081.875	1,22%	1.119.999	4,62%
Tuborg	0	0,00%	0	0,00%	66.728.595	75,12%	18.289.116	75,42%
Hizmet	3.291.769	15,03%	2.888.187	12,41%	3.612.031	4,07%	1.047.279	4,32%
<b>TOPLAM</b>	<b>21.896.583</b>	<b>100,00%</b>	<b>23.270.034</b>	<b>100,00%</b>	<b>88.831.962</b>	<b>100,00%</b>	<b>24.248.178</b>	<b>100,00%</b>

Öte yandan Şirket 2018 yılında toplam satış gelirlerinin %66,8'sini (1Ç19:%90.6) yurtiçi satış gelirlerinden, geri kalan %33,2'sini (1Ç19:%9.4) ise yurtdışı satış gelirlerinde elde etmiştir.

## Halka Arz Hakkında Bilgi

Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak satışı
Halka Arz Yöntemi	Birincil Piyasada Satış
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	15.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	25.000.000 TL
Sermaye Artırımı (Nominal Tutar)	10.000.000 TL
Ortak satışı (Nominal Tutar)	1.000.000 TL
Halka Açıklık	44,00%

Halka Arz Fiyatı	2.66 TL
Halka Arz Büyüklüğü	29.260.000 TL

Şirket'in 11.000.000 TL nominal değerli payları Borsa İstanbul A.Ş. birincil Piyasada satılacak olup, şirket paylarının halka arz sonrasında Borsa Ana Pazarı'nda işlem görmesi planlanmaktadır.

Şirket halka arz gelirinden elde edeceği net gelirin %79,25 kadarını (19.282.719 TL'lik kısmını) finansal borçlarını kapatılmasında, %8,22'lik kısmı (2.000.000 TL) ile riskten korunma amaçlı türev araçlar kullanılmasında ve %12,53'ünü ise (3.047.557 TL) iş geliştirme planları doğrultusunda kullanmayı planlamaktadır.

### Ortaklık Yapısı

Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 75.000.000 TL olup, çıkarılmış sermayesi 15.000.000 TL'dir.

Ortak	Halka Arz Öncesi (TL)	(%)	Halka Arz Sonrası (TL)	(%)
Cemal GÜZELCİ	15.000.000	100	14.000.000	56
Halka Açıklık	-	-	11.000.000	44
<b>Toplam</b>	<b>15.000.000</b>	<b>100</b>	<b>25.000.000</b>	<b>100</b>

Halka arz sonrası Şirket'in halka açıklık oranı %44 seviyesinde olacaktır.

### Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Hazırlamış ve KAP'ta yayınlamış olduğu Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Değerlendirme

- Meksa Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporunda Safkar'ın halka arz fiyatı 2.66 TL belirlenmiş olup halka arz fiyat tespit raporunda
    - İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) ve
    - Piyasa Çarpanları Analizi (Pazar Yaklaşımı)
      - F/K (Fiyat / Kazanç Oranı),
      - PD/DD (Piyasa Değeri / Defter Değeri)
      - FD/FAVÖK (Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr)
      - PD/NS (Piyasa Değeri / Net Satışlar)
- analiz yöntemleri kullanılmıştır.

(TL)	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
<b>Toplam Şirket Değeri</b>		<b>100%</b>	<b>54.172.675</b>
<b>Şirket Sermayesi</b>			<b>15.000.000</b>
<b>Şirket Pay Başına Değeri</b>			<b>3,61</b>
<b>Halka Arz İskontosu</b>			<b>26,25%</b>
<b>Halka Arz İskontosu Sonrası Şirket Değeri</b>			<b>39.952.348</b>
<b>Halka Arz Fiyatı</b>			<b>2,66</b>

Derlüks Deri için yapılan değerlendirme çalışmasında kullanılan yöntemler eşit ağırlıklandırılmış ve nihai Şirket Değeri 54.172.675-TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi 15.000.000-TL olup, hesaplanan birim pay değeri 3,61-TL'ye karşılık gelmektedir. Şirket'in halka arz fiyatı, bulunan şirket değerine uygulanan %26,25'lik halka arz iskontosu ile 2,66-TL olarak belirlenmiştir.

**1- İndirgenmiş Analiz Yöntemi (Gelir Yaklaşımı)**

İNA analizi, 2019-2023 yılları arasındaki beş yıllık dönem esas alınarak, TL bazında, şirket tarafından verilen projeksiyonlara göre serbest nakit akımları hesaplanarak, firma için nihai pay değeri hesaplanmıştır.

Beta katsayısı hesaplamasında; Şirket henüz Borsa İstanbul'da işlem görmediği için piyasa betası "1" referans alınmış, Şirket'in mevcut finansal borçluluk faktörü gözetilerek kaldıraçlı beta hesaplanmıştır. Hesaplama, Şirket'in finansal borçlarının toplam kaynaklarındaki ağırlığı %65,56 ve kurumlar vergisi %22 olarak dikkate alınmıştır. Bu doğrultuda kaldıraçlı beta %1.51 olarak kullanılmıştır.

Risksiz faiz oranı olarak, TRT080328T15 kodlu ve 08.03.2028 itfa tarihli 10 yıllık hazine tahvilinin, 03.06.2019 tarihli kapanışı olarak %18,94'ü kullanırken, Türkiye'nin özsermaye risk primi %8,95 olarak alınmıştır. Buna göre Şirketin Ağırlıklandırılmış Özsermaye Maliyeti %11.18 olarak hesaplanırken Şirket'in vergi sonrası Ağırlıklandırılmış Borçlanma Maliyeti %10.99 olarak hesaplanmıştır. Bu hesaplamalar sonucunda Şirket'in Ağırlıklandırılmış Sermaye Maliyeti %22.17 olarak alınmıştır.

Buna göre Özsermaye Maliyeti;

Ağırlıklandırılmış Özsermaye Maliyeti(%)	
TRT080328T15 (Risksiz Faiz Oranı), ( $R_F$ )	%18,94
Beta ( $\beta$ )	1,51
Özsermaye Risk Primi (ERP), ( $R_M - R_F$ )	%8,95
CAPM = Özsermaye maliyeti = $R_F + \beta * (R_M - R_F)$ (A)	%32,47
Özsermayenin toplam kaynaklardaki ağırlığı ( B )	%34,44
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Maliyeti = A*B</b>	<b>%11,18</b>

Yukarıda hesaplanan ağırlıklandırılmış özsermaye maliyeti ve vergi sonrası ağırlıklandırılmış ortalama borçlanma maliyeti ile AOSM aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)	
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Maliyeti ( a )	%11,18
Vergi Sonrası Ağırlıklandırılmış Borçlanma Maliyeti ( b )	%10,99
<b>AOSM = A+B</b>	<b>%22,17</b>

2023 yılından sonra Şirket'e ilişkin nihai değer hesaplamasında Şirket'in deri kısmının satışları döviz cinsi olması nedeniyle büyüme oranı %5,0 olarak ön görülmüştür.

İndirgenmiş nakit akımları analizinde hesaplanan vergi sonrası faaliyet karı hesaplamasında kullanılan kurumlar vergisi oranı; 2019 ve 2020 yılları için %22 olarak uygulanırken, 2021-2022-2023 yılları ve sonrası için %20 uygulanmış ve ilgili yılda ödendiği varsayılmıştır.

Yukarıda belirtilen varsayımlar doğrultusunda

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					
Şirket Değeri	77.872					
Net Borç (-)	34.244					
<b>Sermaye değeri</b>	<b>43.628</b>					

İndirgenmiş nakit akımları analizi sonrasında, Delüks için **43.628 bin TL**'lik Şirket Değeri hesaplanmıştır. Şirket'in çıkarılmış sermayesi 15.000.000 TL olup, birim pay değeri **2,91 TL**'ye denk gelmektedir.

\* Şirket'in net finansal borç kalemi olarak yalnızca banka kredileri hesaplamaya dahil edilmiş olup, finansal kiralama ve kredi kartından kaynaklanan borçlar (toplam 2.542.022 TL) hesaplamaya dahil edilmemiştir. Şirket'in bu yaklaşımın sebebi; Şirket'in borçluluk oranının yükselerek, AOSM hesabında 5 baz puanlık bir düşüş ile %22,17 yerine %22,12 olarak gerçekleşecek olması olarak gösterilmiştir.

## 2- Çarpanları Analizi (Pazar Yaklaşımı)

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 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 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 saptanmasıdır. 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. Uç değerler belirlenirken örneklem dağılımı, medyana değere, Şirket'in dahil olduğu sektör ile gelir yaratma potansiyeline ve piyasada oluşan çarpan değerleri dikkate alınarak belirlenmiştir.

Bağlı ortaklık Boran Meşrubat için ise BİST'te işlem gören benzer şirket yer almamakta olup, bağlı olduğu Gıda, Alkol ve Tütün sektörü çarpanları değerlendirilmiştir. Yurt dışı çarpanlar görece yüksek olduğu için çalışmaya dahil edilmemiştir. 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.

Piyasa çarpanları analizi yöntemine göre piyasa değerinin hesaplanmasında, ana ortaklık olan Derlüks Deri ve bağlı ortaklık olan Boran Meşrubatın solo olarak oluşturdukları; faiz, amortisman ve vergi öncesi karları, dönem net kârı, net satış hasılatları ve özkaynaklarının konsolidasyon içerisindeki ağırlıkları göz önünde bulundurularak, ilgili sektörlere ait 03.06.2019 tarihli Firma Değeri/ Faiz,

Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç (F/K), Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) ve Piyasa Değeri/Net Satışlar (PD/NS) çarpanları kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanı için çıkan sonuçtan net finansal borçlar düşülmüştür. Buna göre Piyasa çarpanları analizi yöntemine göre şirket değerini hesaplamak için kullanılacak şirket verileri olarak Derlüks Deri'nin 31.03.2019 tarihli verileri yıllıklandırılarak dikkate alınmıştır.

Bu doğrultuda Derlüks Deri'nin 31.03.2018 - 31.03.2019 tarih aralığına ilişkin verileri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

#### FAVÖK Hesaplaması

FAVÖK Hesaplaması(TL)	31.03.2018-31.03.2019		
	Deri	İçecek	Toplam
Satış Gelirleri	74.709.610	97.332.531	172.042.141
Satışların Maliyeti (-)	-64.572.279	-82.100.621	-150.886.816
<b>BRÜT ESAS KAR /(ZARAR)</b>	13.795.185	7.360.140	21.155.325
<b>BRÜT KAR MARJI (%)</b>	18,47%	7,56%	12,30%
Pazarlama 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
<b>ESAS FAALİYET KARI/(ZARARI)</b>	13.950.342	3.385.652	17.335.994
<b>ESAS FAALİYET KARI MARJI (%)</b>	18,67%	3,48%	10,08%
Amortisman ve İtfa Payları	199.538	239.622	439.160
<b>FAVÖK</b>	14.149.880	3.625.274	17.775.154
<b>FAVÖK MARJI (%)</b>	18,94%	3,72%	10,33%

Şirket'in FAVÖK hesaplamasında esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderler kalemi dahil edilmiştir.

#### Özkaynak Hesaplaması

Özsermaye (TL)	31.03.2019			
	Deri	İçecek	Bölümler Arası Elimine Tutar	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
<b>Net</b>	<b>22.663.394</b>	<b>10.352.565</b>	<b>-10.000.000</b>	<b>23.015.959</b>

Deri Konfeksiyon & İçecek Özsermaye Hesaplaması (TL)			
Özsermaye			23.015.959
-Deri Özsermaye(A)	22.663.394	A/(A+B)=%68,64	15.799.019
-İçecek Özsermaye(B)	10.352.565	B/(A+B)=%31,36	7.216.940
<b>Toplam</b>		<b>%100,00</b>	<b>23.015.959</b>

## Net Kar Hesaplaması

Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kârı / Zararı (TL)	31.03.2018 - 31.03.2019		
	Deri	İçecek	Toplam
<b>FİNANSMAN GELİRİ GİDERİ ÖNCESİ KARI/(ZARARI)</b>	<b>15.498.476</b>	<b>3.666.575</b>	<b>19.165.051</b>
Finansman Gelirleri	2.348.213	--	2.348.213
Finansman Giderleri (-)	14.857.710	1.809.638	16.667.348
<b>Net</b>	<b>2.988.979</b>	<b>1.856.937</b>	<b>4.845.916</b>
<b>Vergi Öncesi Kâr Ağırlık(%)</b>	<b>%61,68</b>	<b>%38,32</b>	<b>%100,00</b>

Deri Konfeksiyon & İçecek Net Kâr Hesaplaması (TL)		
<b>Derlüks Net Kâr</b>		<b>3.957.325</b>
-Deri Net Kar	%61,68	2.440.893
-İçecek Net Kar	%38,32	1.516.432
<b>Toplam</b>	<b>%100,00</b>	<b>3.957.325</b>

## Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü Çarpanlarına Göre Şirket Değeri

Ana ortaklık Derlüks Deri'nin şirket değeri tespit edilirken, halka arzın gerçekleşmesi halinde Şirket'in dahil olması muhtemel Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektöründe yer alan aşağıdaki şirketlerin 03/06/2019 tarihli çarpanları kullanılmıştır.

Şirketler	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	PD/NS
ATEKS	10,78	0,47	5,40	0,52
ARSAN	21,54	0,45	13,99	0,66
BLCYT	2,57	0,58	2,12	0,36
BRKO	0,00	0,33	0,00	1,34
BRMEN	0,00	0,34	0,00	3,17
BOSSA	3,61	1,41	4,47	0,37
DAGI	0,00	0,68	12,87	0,54
DERİM	0,00	1,08	0,00	0,21
DESA	10,63	1,57	5,68	0,35
DIRIT	0,00	1,83	0,00	1,66
HATEK	6,01	0,40	6,64	0,38

KRTEK	3,54	0,76	4,59	0,16
KORDS	7,33	1,20	5,33	0,53
LUKSK	98,56	0,51	3,95	0,48
MNDRS	0,00	0,66	6,64	0,13
MEMSA	0,00	1,05	0,00	324,00
RODRG	16,81	1,73	276,32	1,14
ROYAL	0,00	0,87	58,21	0,19
SKTAS	0,00	0,54	3,86	0,13
SNPAM	49,28	2,49	16,20	4,22
YATAS	8,00	1,95	5,48	0,64
YUNSA	5,34	1,46	3,90	0,31
<b>Ortalama</b>	<b>9,36</b>	<b>1,20</b>	<b>6,74</b>	<b>0,88</b>

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 altı ve 3'ün üstü değerler uç değer olarak kabul edilmiş ve hesaplama dahil edilmemiştir.

#### BİST Gıda, Alkol ve Tütün Sektörü Çarpanlarına Göre Şirket Değeri

Bağlı ortaklık Boran Meşrubat, Türkiye'de faaliyet gösteren içecek firmalarından Türk Tuborg, Nestle-Erikli marka sular, Dimes Meyve Suları gibi içecek firmalarının bölgesel dağıtımını yapmaktadır. Borsada işlem gören ve Bist Gıda, Alkol ve Tütün Sektöründe yer alan ve ticari ürün satışı dışında şişeleme faaliyetleri olan; Anadolu Efes Biracılık ve Malt, Türk Tuborg Bira ve Malt, Coca-Cola İçecek, Kristal Kola ve Pınar Su listede yer alan şirketlerdir. Ancak, Boran Meşrubat, ilgili şirketlerin ürün satış ve dağıtımını yapması nedeniyle aynı sektörde yer alsa da, faaliyetleri bakımından sektör şirketlerinden farklıdır. Makul çarpanlarda benzer şirket bulunamaması nedeniyle yukarıda belirtilen şirketler ile sektörün diğer borsaya kote şirketlerinin kullanılması uygun görülmüştür. Büyüklük olarak farklı pazarlarda işlem gören şirketlerin çarpan değerleri, çalışmaya hassasiyet kazandırdığı tespit edilmiş ve çalışmada yer almıştır. Boran Meşrubatın ticari ürün satışlarından gerçekleşen karlılığı, Ana Ortaklık Derlüks Deri ile farklı marjlarda gerçekleşmektedir.

Şirketler	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	PD/NS
ALYAG	0,00	1,90	0,00	0,18
AEFES	424,94	0,93	5,87	0,57
AVOD	113,12	2,90	12,54	0,98
BANVT	24,41	1,94	4,74	0,46
CCOLA	18,87	1,19	5,50	0,64
DARDL	0,00	0,00	4,65	0,14
EKIZ	0,00	0,38	0,00	0,11
ERSU	456,66	0,80	352,93	2,13
FRIGO	2,61	0,64	1,80	0,22
KRSAN	0,00	0,67	65,44	0,00
KENT	87,98	8,16	38,18	3,89
KERVT	142,35	1,64	3,65	0,44



KNFRT	5,27	1,44	4,20	1,22
KRSTL	0,00	0,62	0,00	0,72
MERKO	0,00	1,08	26,28	0,34
OYLUM	12,74	0,60	5,53	0,33
PENGD	0,00	2,79	13,08	0,44
PETUN	5,40	0,47	4,52	0,35
PINSU	0,00	0,99	11,51	0,23
PNSUT	6,48	0,37	4,47	0,20
SELGD	30,46	1,00	26,68	1,26
TATGD	13,95	1,14	11,50	0,51
TKURU	0,00	5,46	0,00	1,33
TUKAS	25,10	5,81	14,15	2,35
TBORG	6,08	2,74	3,92	1,42
ULUUN	7,23	0,73	4,73	0,06
ULKER	7,03	1,78	7,93	1,02
VANGD	76,00	0,94	0,00	11,33
<b>Ortalama</b>	<b>10,75</b>	<b>1,36</b>	<b>6,91</b>	<b>0,40</b>

BİST Gıda, Alkol ve Tütün Sektöründe yer alan şirketlerin çarpanlarından uç değerler olarak kabul edilen çarpanlar hesaplamaya dahil edilmemiştir. Uç değerler çıkarılarak çarpanların aritmetik ortalaması hesaplanmıştır. Uç değer olarak F/K oranı için 25'ten küçük 3'ten büyük; PD/DD oranı için 5'ten küçük 0,5'ten büyük, FD/FAVÖK oranı için 20'den küçük 1'den büyük, PD/NS oranı için ise 1'den küçük 0,1'den büyük oranlar kabul edilmiştir.

#### Ana Ortaklık için Deri Konfeksiyon Sektörü ve Bağlı Ortaklık kısmı için BİST İçecek Sektörü Çarpanlarına Göre Hesaplanan Şirket Değeri

<b>Piyasa Çarpanlarına Göre Şirket Değeri (TL)</b>			
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
<b>FD/FAVÖK çarpanına göre Şirket'in Piyasa Değeri (TL)</b>			<b>86.205.925</b>
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
<b>F/K Çarpanına Göre Şirket'in Piyasa Değeri (TL)</b>			<b>39.196.978</b>
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
<b>PD/DD Çarpanına Göre Şirket'in Piyasa Değeri (TL)</b>			<b>28.673.583</b>
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
<b>PD/NS Çarpanına Göre Şirket'in Piyasa Değeri (TL)</b>			<b>104.792.912</b>

Piyasa Çarpanlarına Göre (TL)	Şirket Değeri	Ağırlık (%)	
FD/FAVÖK çarpanına göre Şirket'in Piyasa Değeri	86.205.925	25%	21.551.481
F/K Çarpanına Göre Şirket'in Piyasa Değeri	39.196.978	25%	9.799.245
PD/DD Çarpanına Göre Şirket'in Piyasa Değeri	28.673.583	25%	7.168.396
PD/NS Çarpanına Göre Şirket'in Piyasa Değeri	104.792.912	25%	26.198.228
Piyasa Çarpanlarına Göre Şirket Değeri			<b>64.717.350</b>

BİST Dokumacılık, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü ile BİST Gıda, İçki ve Tütün Sektörü çarpanlarına göre hesaplanan Derlüks Deri'nin ortalama Piyasa Değeri **64.717.349 TL** olarak hesaplanmıştır. Şirket'in çıkarılmış sermayesi 15.000.000 TL olup, birim pay değeri **4,31 TL**'ye denk gelmektedir.

### Değerleme ve Sonuç:

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

(TL)	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
<b>Toplam Şirket Değeri</b>		<b>100%</b>	<b>54.172.675</b>
Şirket Sermayesi			<b>15.000.000</b>
Şirket Pay Başına Değeri			<b>3,61</b>
Halka Arz İskontosu			<b>26,25%</b>
<b>Halka Arz İskontosu Sonrası Şirket Değeri</b>			<b>39.952.348</b>
Halka Arz Fiyatı			<b>2,66</b>

Bu doğrultuda Derlüks Deri'nin ağırlıklandırılmış ortalama şirket değeri 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 fiyatı %26,25 oranında halka arz iskontosu uygulanarak **2,66 TL** olarak belirlenmiştir.

### Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında verilen bilgiler anlaşılır ve yeterlidir. Değerleme için kullanılan yöntemler ise ayrıntılı bir şekilde açıklanmıştır.
- Risksiz faiz oranı olarak %18,94'ün özsermaye risk primi olarak %8,95'in kullanılmasını ve buna göre hesaplanan AOSM'in %22.17 olarak hesaplanmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Beta katsayısı, "ilk halka arzlarında bu katsayının genelde 1 kabul edildiği" varsayımına rağmen muhafazakar bir yaklaşımla 1,51 hesaplanması olumlu karşılıyoruz.
- Derlüks'e ilişkin çarpan analizinde benzer şirket olarak BİST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri sektörü şirketlerinin kullanılmasını uygun bulmakla birlikte, Boran Meşrubatın çarpanlarının karşılaştırılmasında Gıda, Alkol ve Tütün Sektöründe yer alan ve ticari ürün satışı dışında şişeleme faaliyetleri olan; Anadolu Efes Biracılık ve Malt, Türk Tuborg Bira ve Malt, Coca-Cola İçecek, Kristal Kola ve Pınar Su şirketlerinin çarpanlarının kullanılmasının uygun olacağını düşünüyoruz.
- Şirket'in halka arzında %26.25 seviyesinde uygulanacak olan halka arz iskontosu olumlu karşılıyoruz.

**Sonuç:** Piyasa Çarpanları Analizi'nin 50%, İNA yaklaşımının 50% ağırlığa sahip olduğu Fiyat Tespit Raporu'na göre; **2,66 TL**'lik halka arza fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.

## Bilanço

TL	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş			
	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.03.2019
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>23.091.275</b>	<b>34.499.374</b>	<b>55.506.152</b>	<b>77.238.862</b>
Nakit ve Nakit 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
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	0	0	3.334.789	2.848.376
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	10.510.964	13.697.634	21.206.334	33.742.559
Diğer Alacaklar	562.298	262.546	815.567	1.227.721
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari 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
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>11.814.410</b>	<b>15.438.635</b>	<b>20.059.310</b>	<b>23.403.825</b>
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		
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>34.905.685</b>	<b>49.938.009</b>	<b>75.565.462</b>	<b>100.642.687</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>17.510.730</b>	<b>25.294.933</b>	<b>43.202.071</b>	<b>67.374.053</b>
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
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	5.972.076	7.396.675	17.747.132	24.974.832
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	400.741	360.104	499.621	619.803
Diğer Borçlar	64.817	1.292.618	479.874	572.299
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	11.559	1.242.960	0	37.160
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	53.258	49.658	479.874	535.139
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
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>7.834.076</b>	<b>12.268.998</b>	<b>9.905.382</b>	<b>10.252.675</b>
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
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	278.675	427.668	634.736	808.660
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	0	776.175	701.356
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>9.560.879</b>	<b>12.374.078</b>	<b>22.458.009</b>	<b>23.015.959</b>
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 Kısıtlanmış Yedekler	10.274	208.393	208.393	208.393

Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	2.043.519	1.056.124	3.728.996	7.118.869
Net Dönem Karı veya Zararı	2.498.633	2.672.872	3.612.724	919.858
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>34.905.685</b>	<b>49.938.009</b>	<b>75.565.462</b>	<b>100.642.687</b>

## Gelir Tablosu

TL	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş				
	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.03.2018	31.03.2019
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)
<b>Brüt Kar/Zarar</b>	<b>8.248.066</b>	<b>7.604.108</b>	<b>19.822.563</b>	<b>3.370.187</b>	<b>4.702.949</b>
Pazarlama Giderleri	(3.873.342)	(3.183.030)	(4.006.497)	-894.103	-971
Genel Yönetim Giderleri	(1.348.892)	(1.090.169)	(1.836.526)	-418.675	-554
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)
<b>Esas Faaliyet Karı / Zararı</b>	<b>3.528.620</b>	<b>4.537.410</b>	<b>16.938.106</b>	<b>3.437.753</b>	<b>3.835.641</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	3.101.807	2.352.585	1.468.542	96.405	525.875
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-50.784	-53.676	-73.666	-6.653	-1.942
<b>Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)</b>	<b>6.579.643</b>	<b>6.836.319</b>	<b>18.332.982</b>	<b>3.527.505</b>	<b>4.359.574</b>
Finansman Gelirleri	510.704	231.730	2.348.213	0	169.815
Finansman Giderleri	(4.473.069)	(4.070.869)	(15.635.838)	(2.354.021)	(3.385.531)
<b>Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Öncesi Karı (Zararı)</b>	<b>2.617.278</b>	<b>2.997.180</b>	<b>5.045.357</b>	<b>1.173.484</b>	<b>1.143.858</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	-118.645	-324.308	-1.432.633	-598.227	-224.000
<i>Dönem Vergi (Gideri) Geliri</i>	<i>-269.140</i>	<i>-353.163</i>	<i>-536.398</i>	<i>-86.989</i>	<i>-196.742</i>
<i>Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri</i>	<i>150.495</i>	<i>28.855</i>	<i>-896.235</i>	<i>-511.238</i>	<i>-27.258</i>
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı (Zararı)	2.498.633	2.672.872	3.612.724	575.257	919.858
<b>DÖNEM KARI/ZARARI</b>	<b>2.498.633</b>	<b>2.672.872</b>	<b>3.612.724</b>	<b>575.257</b>	<b>919.858</b>
Dönem Karının (Zararının) Dağılımı					
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	--	--	--		--
Ana Ortaklık Payları	2.498.633	2.672.872	3.612.724	575.257	919.858

**Çekince:** "Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler 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 sayfalarda yayınlanan görüş, yorum ve öneriler nedeniyle ortaya çıkacak kazanç veya kayıplardan Şeker Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Buradaki yazı, görüş ve yorumlar yatırımcıları bilgilendirme niteliği taşımaktadır.