



DERLÜKS DERİ SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ

HAZİRAN 2019



Ziraat Yatırım

İÇİNDEKİLER

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
III. ŞİRKET'İN FAALİYETLERİ	6
IV. FİNANSAL BİLGİLER	9
V. SEKTÖREL GÖRÜNÜM	11
VI. DEĞERLEME	13
VII. GÖRÜŞ ve SONUÇ	17

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ziraat Yatırım") tarafından Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Meksa Yatırım") lider aracı kurum olduğu Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "Derlüks Deri" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Meksa Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER

Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	■ 15.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	■ 25.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 10.000.000 TL nominal - Sermaye Artırımı ■ 1.000.000 TL nominal - Ortak Satışı* ■ 2.750.000 TL nominal - Satışa Hazır Bekletilen Paylar**
Halka Arz Şekli	■ Sabit Fiyatla Borsa'da Satış
Halka Arz Fiyatı	■ 2,66 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 29.260.000 TL
Halka Arz Oranı	■ %44
Konsorsiyum Lideri	■ Meks Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	■ Bakiyeyi Yüklenim
Fiyat İstikrarı	■ Fiyat istikrarı işlemlerinin gerçekleştirilmesi planlanmamaktadır.

* Şirket'in 15.000.000 TL nominal tutarındaki mevcut sermayesinde, halka arz eden Cemal Güzelci'nin sahip olduğu 15.000.000 TL nominal değerli payların 1.000.000 TL nominal değerli kısmı halka arz edilecektir.

** Satışa hazır payların tamamının satılması durumunda Şirket'in sermayesi 27.750.000 TL'ye, halka açıklık oranı da %49,55'e yükselecektir.

II. ŞİRKET BİLGİLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Derlüks Deri Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "Derlüks Deri" veya "Şirket") 10 Şubat 2002 tarihinde "Derlüks Deri Konfeksiyon Sanayi ve Dış Ticaret Limited Şirketi" unvanı ile İstanbul'da kurulmuştur. 5 Şubat 2019 tarihinde Şirket nev'i değiştirerek anonim şirkete dönüştürülmüş ve bugünkü adını almıştır.
- Derlüks Deri, erkek deri giyimi alanında faaliyet göstermektedir. Şirket, bu faaliyet alanında sektördeki önemli firmalar arasında yer almaktadır. Şirket, faaliyetlerini ağırlıklı olarak EMILIANO ZAPATA markası adı altında sürdürmektedir.
- Şirket üretimini İstanbul Zeytinburnu'nda 3.100 m²'lik kiralık üretim tesisinde gerçekleştirilmektedir.

DERLÜKS DERİ'NİN TARİHSEL GELİŞİMİ	
2002	Derlüks Deri Konfeksiyon Sanayi ve Dış Ticaret Limited Şirketi unvanı ve 5.000 TL sermaye ile kurulmuştur. Üretim ve satışın tamamı bavul ticaretiyle Rusya ve eski doğu bloku ülkelerine yapılmaktaydı.
2004	21 Mart tarihinde Şirket hisselerinin %75'i Cemal Güzelci tarafından satın alınmıştır.
2006	19 Ocak tarihinde Şirket Zeytinburnu'ndaki yeni merkezine taşındı. Satışlarda bavul ticareti hâkim olmasına rağmen, Şirket ilk defa Laleli piyasasına da üretim yapmaya başlamıştır.
2010	Bavul ticareti yanında ilk resmi ihracat Rusya'ya gerçekleştirilmiştir.
2012	Erkek ve kadınlara yönelik üretim yapmakta olan Şirket, müşteri talepleri doğrultusunda sadece erkek giysileri üretimi yapma kararı almış ve Emiliano Zapata markası oluşturulmuştur. Yurt dışından getirilen tasarımcılar ile özgün tasarımlar yapıldı.
2012	9 Ağustos tarihinde Şirket'in tek ortağı Cemal Güzelci oldu ve şirket A segment müşteri kitlesine yöneldi.
2014	Rusya-Ukrayna krizi sonrasında Şirket, tek pazar ve tek sektör riskinin olası risklerini azaltmak amacıyla, Eylül ayında hızlı tüketim ürünleri (FMCG) sektöründe faaliyet gösteren Boran Meşrubat Dağıtım Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi'ni satın almıştır.
2015	Rusya ile Türkiye arasında yaşanan uçak krizinin de etkisiyle negatif bir yıl olarak etkisini göstermiştir. Ciro 20 milyon TL'ye düşerken, çalışan sayısı ve üretim miktarı azalmıştır.
2015	Boran Meşrubat'a yeni kamyon ve kamyonetler alınarak araç filosu toplam 24'e, personel sayısı yaklaşık 40 kişiye çıkarılmıştır.
2016	Şirket kendi markasının yanı sıra, Avrupa ve ABD'nin dünyaca tanınmış firmalarına (Balmain, Yves Salomon, Tara Jarmon, Tigha, Sies Marjan, Barbara Bui, Humanoid gibi) fason üretim yapmaya başlamıştır. Tüm deri ürünleri grubunda (giysi, saraciye, çanta ve ayakkabı dâhil olmak üzere) Türkiye'nin en fazla ihracat yapan 36. şirketi olmuştur.
2017	Yeni pazarlar ve kapasite artırımı sayesinde cirosu 50 milyon TL'yi aşan Şirket, grubunda en fazla ihracat yapan ilk 10 firma arasına girmiştir.
2018	İstanbul Deri ve Deri Mamulleri İhracatçıları Birliği (kısaca "İDMİB") rakamlarına göre, 297 milyon Amerikan doları (kısaca "dolar") ihracat gerçekleştiren deri ve kürk giyim grubunda 13 milyon dolara yaklaşan ihracatıyla Şirket, deri konfeksiyon bazında ilk 10 firma arasına girmiştir.
2019	Şirket Mart ayında 75.000.000 TL sermaye tavanı ile Kayıtlı Sermaye Sistemine geçmiştir.

- Derlüks Deri'nin güncel ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

Derlüks Deri Ortaklık Yapısı				
Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası	
Ortak Unvanı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı
Cemal Güzelci	15.000.000	100,00%	14.000.000	56,00%
Halka Açık	-	-	11.000.000	44,00%
Toplam	15.000.000	100,00%	25.000.000	100,00%

- Şirket'in %100 oranındaki payına Cemal Güzelci sahiptir. Halka arzda sermaye artırımına ek olarak Cemal Güzelci'nin elinde bulunan payların 1 milyon TL'lik kısmı da ortak satışı kapsamında halka arz edilecektir.
- Şirket, deri konfeksiyon sektöründe oluşabilecek pazar daralması, nakit akışı gecikmesi gibi riskleri, hızlı nakit üretebilen bir sektör ve firma aracılığı ile en aza indirmek amacıyla 2014 yılında Boran Meşrubat Dağıtım Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi'ni (kısaca "Boran Meşrubat") satın almıştır.
- Şirket'in %100 bağlı ortaklığı konumundaki Boran Meşrubat'a ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Derlüks Deri'nin Bağlı Ortaklıkları				
Unvanı	Merkezi	Faaliyet Konusu	Sermaye Tutarı (TL)	İştirak Payı
Boran Meşrubat Dağıtım Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi	Türkiye	FMCG (Hızlı tüketim ürünleri)	10.000.000	100%

- Boran Meşrubat, hızlı tüketim ürünleri sektöründe, alanlarında önde gelen Erikli, Nestle Su, Dimes, Freşa ve Tuborg gibi (toplam hasılatının %95'ini oluşturan) markalarla birlikte, ikincil satış ürünleri olarak tanımlanabilecek olan Beypazarı Soda, Özkaynak Soda, Capri, Doğanay Şalgam, Redbull, Justpower Enerji ve Doğuş Çay'ın distribütörlüğünü yapmaktadır.
- Boran Meşrubat, 47 personel ve 31 araç ile 2.750 m² kapalı,1.200 m² de açık alana sahip olan tesiste faaliyet göstermektedir.
- Boran Meşrubat, Türkiye genelinde satış hacmi bakımından Erikli bayileri içinde üçüncü, Tuborg bayileri içinde ise beşinci dağıtıcı konumundadır.
- Şirket'in kuruluşundan itibaren gösterdiği gelişmelerin önemli aşamaları aşağıda yer almaktadır.

III. ŞİRKET'İN FAALİYETLERİ

- Şirket'in ana faaliyet konusu, her türlü doğal deri, tekstil, triko, dokuma ürünlerinden bay, bayan ve çocuk giyim eşyaları, giyim aksesuarları ve kullanım ürünleri imalatı, alım-satımı, ithalat ve ihracatında bulunmak ve 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 yapmak olmakla birlikte, bu faaliyet konularından özellikle erkek deri dış giyim ürünleri üretimine odaklanmaktadır.

III.1 Üretim ve ürünler

- Şirket'in üretim ve ticari ürünleri 2 ana başlık adı altında aşağıda gösterilmiştir.

1. Üretimi Yapılan Ürünler

- Kürk süet mont
 - Kürk içlikli kumaş kaban
 - Kürk kaban
 - Tabii deri ceket
 - Tabii deri kaban
 - Tabii deri gömlek
 - Tabii deri pantolon
 - Tabii deri elbise
 - Tabii deri yelek
- Şirket bu gruptaki ürünlerin büyük bir kısmını Emiliano Zapata ve Zapata Sport Bluster markaları adı altında, diğer kısmını da fason olarak Avrupa ve ABD'deki firmalarına üretmektedir. Üretimini gerçekleştirdiği ürünlerin tamamı kendi tasarım ekibi tarafından dizayn edilen tabii deri, kürk, av hayvanı ve kumaş kombinasyonu ürünlerden oluşmakta olup, A segment müşteriye hitap etmektedir.
 - Derlüks Deri, üretimini Şirket merkezinde 86 personel ve 43 makine ile gerçekleştirmektedir. Yoğun sezonlarda erkek konfeksiyon ürünlerini, cüzdan, ayakkabı ve kemer gibi tamamlayıcı aksesuarları fason olarak imal ettirmektedir.
 - Şirket üretimini gerçekleştirdiği ürünlerin %70-75'lik kısmını dış ticaret şirketleri yoluyla, direkt ihracat veya ihraç kayıtlı satış olarak yurt dışına satmaktadır. Satışın geri kalan kısmı Antalya gibi turistik bölgelere gerçekleştirilmektedir.
 - Şirket'in ana müşterileri kuzey ülkeleridir. 2014 ve 2017 yılları arasında ciddi tanıtım ve reklam çalışması gerçekleştiren Şirket'in Rusya ve Ukrayna'da marka bilinirliği oldukça yüksektir.
 - **Üretim süreci;** Tasarımcılar iki sezon için yılda yaklaşık 500'e yakın özgün model üretmektedirler. Bu modeller Şirket merkezindeki Showroom'da ve büyük fuarlarda sergilenmektedir. Müşteri taleplerinden sonra üretim aşamasına geçilmektedir. Müşteri teminleri kısa süreli olduğu için Şirket, hammadde stoku bulundurarak çalışmaktadır. Kış sonu kaliteli hammadde üretiminin arttığı dönemlerde deri ve kürk stokları da artırılmaktadır. Üretilen ürünler uzun süreli depolanabilmekte, kısa sürede sevk edilmekte ve aynı zamanda faturalanabilmektedir.

2. Ticari Ürünler

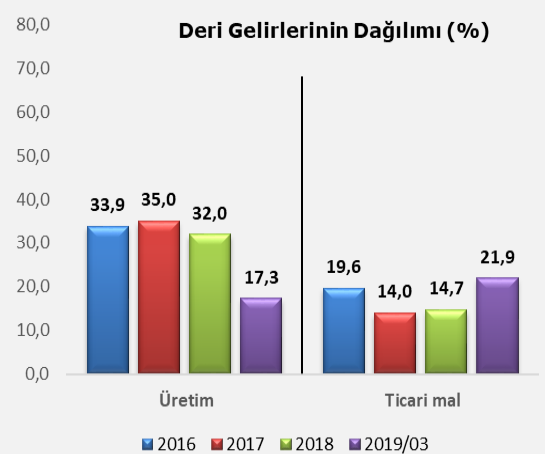
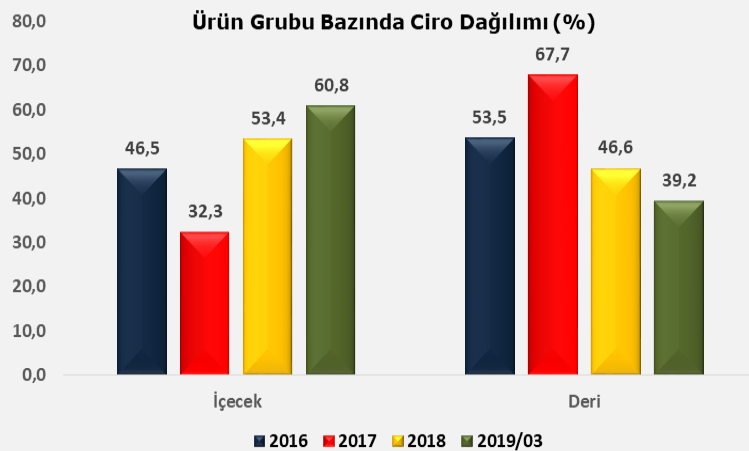
- Kürk kaban
- Tabii deri ceket
- Tabii deri kaban
- Deri çanta
- Deri ayakkabı

- Deri cüzdan
 - Deri kemer
 - Ham zig deri
 - Ham kürk deri
- Şirket kendi segmenti ve odaklandığı alan dışında kalan, kadın, B-C segmenti erkek, büyük beden erkek ürünlerini ve ihtiyaç fazlası, norm dışı olan hammaddeleri de ticari mal olarak alıp satmaktadır. Bu ürünlerin satışı genellikle çapraz pazarlama yöntemi ile gerçekleştirilmektedir. Şirket çapraz satışı yapılan ticari ürünlerde, müşteri memnuniyeti sağlayabilmek amacıyla kâr marjını düşük tutmaktadır.

III.2 Satışların yapısı

- Şirket'in faaliyet dalı bazında net satışları incelendiğinde aşağıdaki tabloda da yer aldığı üzere 2016 yılından bugüne önemli bir değişiklik yaşandığı gözlenmektedir. 2016 yılında net satışların %53,5'i deri, %46,4'ü hızlı tüketim ürünleri sektöründen elde edilirken, 2018 yılsonunda bu dengenin sırasıyla %46,6-%53,3 şeklinde gerçekleştiği görülmektedir. 2019 yılı Mart ayı sonu itibarıyla ise bu dengenin sırasıyla %39,2-%60,7 olarak içecek sektörü lehine değiştiği görülmektedir.
- Yine benzer şekilde Şirket'in üretimini yapmadığı ancak ticari mal olarak satışını gerçekleştirdiği ürünlerin toplam ciro içindeki payının arttığı görülmektedir. Keza, 2016 yılında %19,6 seviyesinde olan ticari mal satışlarının ciroya oranı 2018 yılsonunda %14,6'ya 2019/03 döneminde de %21,9'a yükselmiştir.
- Şirket'in son üç yıldaki net satışlarının ürün bazında dağılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

	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	67,7	77.660.245	46,64	15.638.243	39,21
Üretim	15.971.152	33,89	38.719.217	34,96	53.198.184	31,95	6.890.101	17,27
Ticari mal	9.252.367	19,63	10.052.153	13,95	24.462.061	14,69	8.748.142	21,93
İçecek	21.896.583	46,47	23.270.034	32,3	88.831.962	53,36	24.248.178	60,79
TOPLAM	47.120.371	100	72.041.405	100	166.492.207	100	39.886.421	100



III.3 Müşteriler

- Şirket son 3 yıllık mali dönem ve 2019 yılı ilk çeyrek itibarıyla müşterilere deri ana ürün grubu bazında ağırlıklı olarak tabii deriden kaban, tabii deriden ceket, kuzu kürkü kaban, tabii deriden kaban kürk süet içlikli ve kumaş kaban kürk süet içlikli ürünlerin satışını gerçekleştirmektedir.
- Söz konusu dönemler itibarıyla Şirket'in en önemli müşterisi TGS Dış Ticaret A.Ş. (kısaca "TGS")'dir. Derlüks Deri ihracatının büyük kısmını dış ticaret şirketleri üzerinden gerçekleştirmekte ve bu alanda yoğun olarak sektörde lider konumda olan TGS'yi kullanmaktadır.
- TGS 2015-2018 yılları arasında, her yıl ortalama 1 milyar dolar ihracat gerçekleştirmiş ve Türkiye ihracatçı sıralamasında 10. basamakta yer almış bir firma olup, hâlihazırda halka açıktır. Söz konusu yıllarda hazır giyim ve konfeksiyon sektöründe birinciliğini muhafaza etmiştir. TGS, Derlüks Deri ile birlikte 300'ü aşkın firmaya aynı hizmeti vermektedir.
- Aşağıdaki tablolarda Derlüks Deri tarafından 31 Aralık 2018 ve 31 Mart 2019 dönemlerinde ilk 5 müşteriye gerçekleştirilen satış miktarları gösterilmiştir.

31.12.2018	Tutar (TL)	%
TGS Dış Ticaret A.Ş. (İstanbul)	46.903.297,08	60,40
ASR Deri Tekstil San. Tic. A.Ş. (İstanbul)	4.142.772,29	5,33
Derlüks Dış Ticaret A.Ş. (İstanbul)	3.048.297,83	3,93
Grup-Po Deri Paz. ve Dış Tic. Ltd. Şti. (İstanbul)	2.920.390,11	3,76
Kırcılar Deri Kürk ve Giyim Sanayi A.Ş. (Bursa)	1.646.016,14	2,12
İlk 5 Müşteri Toplamı	58.660.773,45	75,54
Net Satışlar Toplamı	77.660.245,00	100,00

31.03.2019	Tutar (TL)	%
MS Mağazacılık Deri Turizm Tic. A.Ş. (Antalya)	3.211.920,00	20,48
Moda Şov Deri Kuy. Top. Güm Tur. Taş. Tic. A.Ş. (Antalya)	2.392.862,00	15,26
TGS Dış Ticaret A.Ş. (İstanbul)	1.706.150,00	10,88
Grup-Po Deri Paz. ve Dış Tic. Ltd. Şti. (İstanbul)	1.564.254,00	9,98
ASR Deri Tekstil San. Tic. A.Ş. (İstanbul)	978.420,00	6,24
İlk 5 Müşteri Toplamı	9.853.606,00	62,84
Net Satışlar Toplamı	15.680.495,00	100,00

- Şirket'in deri bölümü tam kapasite ile çalışmaktadır. Buna ek olarak Şirket yılda 5 bin adet fason üretim yaptırmaktadır. Nihai olarak Şirket'in yıllık üretim kapasitesi fason üretim de dâhil edildiğinde 85.840 adede ulaşmaktadır.
- Şirket faaliyetlerini kiracı olarak bulunduğu İstanbul/Zeytinburnu'nda yer alan 3.100 m²'lik üretim tesisi ve İstanbul/Bahçelievler'de yer alan 3.950 m²'lik depolama tesisinde yürütmektedir.

III.4 Yatırımlar

- Şirket'in 2016-2018 yılları arasında ve 2019 ilk çeyrek döneminde önemli nitelikte bir operasyonel yatırımı bulunmamaktadır. Bu dönemler bütününde, bağlı ortaklığın dağıtım

filosunu geliştirmek amacıyla 1.275.833 TL'lik araç alımı gerçekleştirilmiştir. Bu yatırımlara ek olarak, kendisinin ve bağlı ortaklığının çeşitli gayrimenkul yatırımları bulunmaktadır.

- Filoya dâhil edilen araçlar Şirket aktifine girmiş ve kullanılmakta olup, Şirket'in bu alımlardan kaynaklanan 632.458 TL'lik borcu bulunmaktadır.
- Gayrimenkul yatırımları ağırlıklı olarak İstanbul (Esenyurt, Zeytinburnu) ve Çanakkale'de (Gelibolu) gerçekleştirilmiştir. Söz konusu gayrimenkuller tamamlanmış ve kiraya verilmiş dükkân, mesken türünde yapılarıdır. Bu taşınmazlardan dolayı Şirket'in 2,2 milyon TL seviyesinde ve 2019 Temmuz ayından itibaren 6 ay eşit ödemeli ek borcu bulunmaktadır.
- Şirket'in araştırma süreci devam eden projelerini deri ve içecek olarak ikiye ayırmak mümkündür.
 - Şirket'in deri bölümünün, fizibilite aşamasında olan proje çalışmaları bulunmaktadır. Bu alışmalardan Şirket için en önemli olanı, Antalya bölgesinde bulunan "mega shoper" da sadece "Emiliano Zapata" markalı ürünler satan yeni "corner" açılışları gerçekleştirmektir. Buna ek olarak İstanbul'un A+ müşteri kesimine hitap eden alışveriş merkezi veya semtlerinden birinde, ilk perakende mağaza açılışı için araştırma çalışmaları devam etmektedir. Halka arzdan elde edilecek gelirle 4 yıllık süre içerisinde Moskova, Kiev, St.Petersburg, vb. şehirlerde, yurt dışı perakende mağazacılığa başlamayı planlamaktadır.
 - Şirket'in içecek bölümünde de çeşitli büyüme projeleri bulunmaktadır. Bu projelerden en önemlisi mevcut bayiliklerinden birinin dağıtım kanalının bünyeye katılmasıdır. Şirket, yeni bir ürünün distribütörlüğünü de almayı hedeflemektedir.

III.5 Teşvikler

- Şirket teşvik gelirleri kapsamında 2016, 2017 ve 2018 yıllarında toplam 704.922 TL SGK prim teşvikleri ve fuar katılım desteklerinden yararlanmıştır.
- Şirket 2014 yılında Fashion Week For Fall-Winter-Hong Kong-Çin ve Fur Excellence in Athens-Atina-Yunanistan, 2015 yılında 18.Leshow Moskova-Rusya, 2017 yılında 20.Leshow Moskova-Rusya fuarlarına katılmıştır. Bu kapsamda sadece 2016 ve 2018 yıllarında olmak üzere Şirket toplam 129.172 TL fuar katılım desteği almıştır.

IV. FİNANSAL GÖRÜNÜM

BİLANÇO VARLIKLAR (TL)	2016/12	2017/12	2018/12	2019/03
	KONSOLİDE	KONSOLİDE	KONSOLİDE	KONSOLİDE
I-DÖNEN VARLIKLAR	23.091.275	34.499.374	55.506.152	77.238.862
NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	2.021.445	2.275.004	8.403.638	9.817.396
TİCARİ ALACAKLAR	10.510.964	13.697.634	24.541.123	36.590.935
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	30.495	680.599	6.257.916	2.848.376
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	10.210.469	13.017.035	18.283.207	33.742.559
DİĞER ALACAKLAR	562.298	262.546	815.567	1.227.721
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	-	-	747.838
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	562.298	262.546	815.567	1.227.721
STOKLAR	9.140.124	16.441.202	20.873.030	25.689.518
PEŞİN ÖDENMİŞ GİDERLER	747.498	1.167.066	717.915	3.660.254
İlişkili Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	-	-

İlişkili Olmayan Taraplara Peşin Ödenmiş Giderler	747.498	1.167.066	717.915	3.660.254
DİĞER DÖNEN VARLIKLAR	108.946	655.922	154.879	253.038
II-DURAN VARLIKLAR	11.814.410	15.438.635	20.059.310	23.403.825
YATIRIM AMAÇLI GAYRİMENKULLER	9.766.672	12.820.000	17.589.000	18.741.543
MADDİ DURAN VARLIKLAR	1.720.803	2.281.662	2.308.227	2.290.818
KULLANIM HAKKI VARLIKLARI	-	-	-	2.219.357
MADDİ OLMAYAN DURAN VARLIKLAR	262.884	234.643	162.083	152.107
ERTELENMİŞ VERGİ VARLIĞI	64.051	102.330	-	-
AKTİF TOPLAMI	34.905.685	49.938.009	75.565.462	100.642.687

KAYNAKLAR (TL)	2016/12	2017/12	2018/12	2019/03
	KONSOLİDE	KONSOLİDE	KONSOLİDE	KONSOLİDE
III-KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	17.510.730	25.294.933	43.202.071	67.374.053
KISA VADELİ BORÇLANMALAR	6.772.590	7.510.874	10.336.821	24.259.963
UZUN VADELİ BORÇLANMALARIN KISA VADELİ KISIMLARI	2.531.502	7.422.664	12.571.003	13.600.706
TİCARİ BORÇLAR	5.972.076	7.396.675	17.747.132	24.974.832
İlişkili Taraplara Ticari Borçlar	-	-	-	-
İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar	5.972.076	7.396.675	17.747.132	24.974.832
ÇALIŞANLARA SAĞLANAN FAYDALAR KAPSAMINDA BORÇLAR	400.741	360.104	499.621	619.803
DİĞER BORÇLAR	64.817	1.292.618	479.874	572.299
İlişkili Taraplara Diğer Borçlar	11.559	1.242.960	-	37.160
İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar	53.258	49.658	479.874	535.139
ERTELENMİŞ GELİRLER	1.665.556	1.228.359	1.223.497	3.021.911
DÖNEM KÂRI VERGİ YÜKÜMLÜLÜĞÜ	47.418	56.449	113.527	156.414
KISA VADELİ KARŞILIKLAR	-	-	34.970	67.850
DİĞER KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	56.030	27.190	195.626	100.275
IV-UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	7.834.076	12.268.998	9.905.382	10.252.675
UZUN VADELİ BORÇLANMALAR	7.555.401	11.841.330	8.494.471	8.742.659
UZUN VADELİ KARŞILIKLAR	278.675	427.668	634.736	808.660
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karş.	278.675	427.668	634.736	808.660
ERTELENMİŞ VERGİ YÜKÜMLÜLÜĞÜ	-	-	776.175	701.356
V-ÖZKAYNAKLAR	9.560.879	12.374.078	22.458.009	23.015.959
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	9.560.879	12.374.078	22.458.009	23.015.959
ÖDENMİŞ SERMAYE	5.000.000	8.465.932	15.000.000	15.000.000
KÂR VEYA ZARARDA YENİDEN SINIFLANDIRILMAYACAK BİRİKMİŞ DİĞER KAPSAMLI GELİRLER VEYA GİDERLER	8.453	(29.243)	(92.104)	(231.161)
KÂRDAN AYRILAN KISITLANMIŞ YEDEKLER	10.274	208.393	208.393	208.393
GEÇMİŞ YILLAR KÂRI/ZARARI	2.043.519	1.056.124	3.728.996	7.118.869
NET DÖNEM KÂRI/ZARARI	2.498.633	2.672.872	3.612.724	919.858
PASİF TOPLAMI	34.905.685	49.938.009	75.565.462	100.642.687

GELİR TABLOSU (TL)	2016/12	2017/12	2018/12	2018/03	2019/03
	Konsolide	Konsolide	Konsolide	Konsolide	Konsolide
NET SATIŞLAR (HASILAT)	47.120.371	72.041.405	166.492.207	34.339.108	39.886.421
SATIŞLARIN MALİYETİ (-)	(38.872.305)	(64.437.297)	(146.669.644)	(30.968.921)	(35.183.472)
BRÜT KÂR VEYA ZARAR	8.248.066	7.604.108	19.822.563	3.370.187	4.702.949
Genel Yönetim Giderleri	(1.348.892)	(1.090.169)	(1.836.526)	(418.675)	(553.586)
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	(3.873.342)	(3.183.030)	(4.006.497)	(894.103)	(971.274)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-	-	-	-	-
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)
ESAS FAALİYET KÂRI VEYA ZARARI	3.528.620	4.537.410	16.938.106	3.437.753	3.835.641
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)
FİNANSMAN GİD. ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI	6.579.643	6.836.319	18.332.982	3.527.505	4.359.574
Finansman Gelirleri	510.704	231.730	2.348.213	-	169.815
Finansman Giderleri	(4.473.069)	(4.070.869)	(15.635.838)	(2.354.021)	(3.385.531)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ GELİR/GİDERİ	2.617.278	2.997.180	5.045.357	1.173.484	1.143.858
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	(118.645)	(324.308)	(1.432.633)	(598.227)	(224.000)
Dönem Vergi Gelir/Gideri	(269.140)	(353.163)	(536.398)	(86.989)	(196.742)
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	150.495	28.855	(896.235)	(511.238)	(27.258)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KÂRI/ZARARI	2.498.633	2.672.872	3.612.724	575.257	919.858
DÖNEM KÂRI VEYA ZARARI	2.498.633	2.672.872	3.612.724	575.257	919.858
Pay Başına Kazanç/Kayıp	12,49	11,35	8,80	-	-

V. SEKTÖREL GÖRÜNÜM

V.1 Dünyada Deri ve Deri Ürünleri İmalat Sanayi Sektörünün Görünümü

- Deri sektörünün yarattığı çevre kirliliği nedeniyle ham deri üretimi ve işleme faaliyetleri 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren gelişmiş ülkelere doğru kaymaya başlamıştır. Çin, Hindistan ve Pakistan geleneksel üreticiler karşısında yeni rakip üreticiler olmuştur. Söz konusu ülkeler, yer aldıkları pazarların orta düşük ve orta gelir segmentine yönelik üretimlerini sürdürmektedir.
- Gelişmiş ülkelerin ve özellikle Avrupalı ülkelerin pazarlarında kaliteli, yüksek katma değerli ve çevre normlarına uygun üretilmiş moda ve markalı ürünlere talep devam etmektedir. Üretimde zig deride Türkiye ile birlikte Çin, Hindistan, Pakistan, İtalya, Güney Kore ve İspanya, kürk süette Türkiye'nin yanı sıra Çin, İtalya, Uruguay, Güney Kore ve Arjantin, kıymetli kürkte Yunanistan,

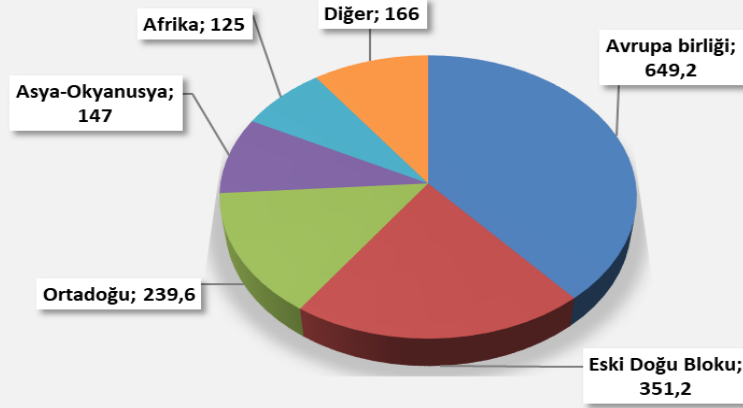
Çin, Hong Kong, Kanada, Almanya, Finlandiya ve ABD öne çıkan ülkelerdir. Asya Pasifik bölgesinde ise Çin ve Hindistan'da üretimin giderek pahalı hale gelmesi ile birlikte Vietnam ve Endonezya gibi yeni üretim alanları, İran ve Moğolistan gibi alternatifler ile Afrika'da Tunus, Sudan, Nijerya ve Güney Afrika gibi yeni bölgesel üretim ve ihracat merkezleri ortaya çıkmıştır.

- Deri sektöründe hammadde tedariki ve güvenliği öncelikli bir diğer konu haline gelmiştir. Hammadde erişilebilirliği sınırlanmakta ve hammadde fiyatları artmaktadır. Bazı ülkeler deri hammadde ihracatına yasak ve sınırlamalar getirmektedir. Bu eğilimin ilerleyen süreçte de devam etmesi ve orta vadede deri hammaddesi fiyatlarının yükselmesi beklenmektedir.
- Deri ve deri ürünleri imalatı sanayinde başlıca temel sorunlar şöyle sıralanabilir.
 - Yüksek üretim maliyetleri ve üretimde rekabet gücünün azalması,
 - Hammaddede dışa bağımlılık ve yüksek hammadde fiyatları,
 - Yeni yatırım teşvikleri ve deri sektörü için yararlanma kısıtları,
 - Yüksek çevre önlemleri maliyetleri ve sınırlı destekler,
 - İthalat ve iç piyasadaki uygulamaların yarattığı haksız rekabet,
 - Kayıt dışı ve taklitçilik,
 - Deri ve kürk giyim eşyası, saraciye ve ayakkabı sektöründeki tasarım faaliyetlerinin yeterince desteklenmemesi,
 - Markalaşma ve markalı ihracat için desteklerin az olması.

V.2 Türkiye'de Deri ve Deri Ürünleri İmalat Sanayi Sektörünün Görünümü

- Deri ve deri ürünleri imalatı sanayi başta eti için kesilen hayvanlardan elde edilen ham deriler olmak üzere her türlü hayvanın derileri ve kürklerinin imalatı (tabaklama ve işlenmesi) ile bunlardan valiz, çanta, eldiven, kemer gibi aksesuarların, ayakkabı, deri ve kürk giyim ürünlerinin imalatlarını gerçekleştirmektedir.
- Deri ve deri ürünleri imalat sanayi daha çok el emeğine dayanmakla birlikte yüksek uzmanlık gerektiren bir sanayi dalıdır.
- Sektörde girişim sayısı, katma değer ve üretim değeri olarak en yüksek payı ayakkabı alt sektörü almaktadır.
- Türkiye'nin deri ve deri ürünleri imalat sanayinde ihracat pazarları çeşitlilik göstermektedir. Sektörün en önemli pazarı Rusya olurken, AB ülkeleri ve komşu ülke pazarları ile Çin ve Uzak Doğu ülkeleri giderek pazarda gelişme göstermektedir. Sektör için Irak, Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri, Ukrayna, Bulgaristan, Kırgızistan ve Kazakistan gibi ülkeler diğer önemli ihracat pazarları olarak yer almaktadır.
- Türkiye'de deri ve deri ürünleri sektörü üretimi Deri Organize Sanayi Bölgeleri'nde yoğunlaşmaktadır. Özellikle derinin tabaklanması ve işlenmesine yönelik faaliyet gösteren işletmeler bu bölgelerde yer almaktadır.
- Türkiye deri sektörü, uzun yılların bilgi ve tecrübe birikimi ile kurulu üretim kapasitesi ve nitelikli işgücüne dayalı rekabet üstünlüklerine sahip bulunmaktadır. Ayrıca son dönemde tasarım, moda ve marka kapasitesinde de önemli ilerlemeler yaşanmıştır.
- 2018 yılı Ocak-Aralık döneminde, Türkiye'nin genel ihracatı %7,1 oranında artarak 168,1 milyar dolar değerinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde Türkiye deri ve deri ürünleri ihracatı %9,5 oranında artış ile 1,7 milyar dolar olmuştur. Deri ve deri ürünleri sektörünün toplam ihracattan aldığı pay %1,0 olarak kaydedilmiştir.

İhracat Gelirleri (milyon USD)



- İhracat payları ülke grupları açısından değerlendirildiğinde, %38,9'luk payıyla Avrupa Birliği'ne yapılan ihracat, 2018 yılı Ocak-Aralık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine oranla %4,2 artış göstererek 649,2 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Avrupa Birliği'ni %20,1 oranında artış ile sektörden %21,1 oranında pay alan Eski Doğu Bloku ülkeleri ve %1,3 düşüş ile toplam ihracattan %14,4 pay alan Ortadoğu ülkeleri takip etmektedir. Asya ve Okyanusya ülkeleri grubuna yapılan ihracat toplam ihracattan %8,8 pay alırken, bu dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre %5,1 artış yaşanmış ve 147,0 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. İlgili dönemde Afrika ülkelerine yönelik ihracat %40,7 oranında artış göstererek yaklaşık 125 milyon dolar olarak gerçekleşmiş, bu ülkelerin toplam ihracat içerisindeki payı ise %7,5 olmuştur.

VI. DEĞERLEME

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Derlüks Deri Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Meksa Yatırım") tarafından 7 Haziran 2019'da hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmış olan "Derlüks Deri Fiyat Tespit Raporu"nda ("Rapor") İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmış olup, bu analizler kabul görmüş değerlendirme yöntemleridir.

Aşağıda, Rapor'da incelenen yöntemler ve bulunan değerlere ilişkin özet bilgi ve tablolar yer almaktadır.

VI.1 İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİ (İNA)

Meksa Yatırım tarafından yapılan İNA analizinde kullanılan önemli varsayımlar hakkında özet bilgi aşağıda yer almaktadır:

- Projeksiyon dönemi 2019-2023 yılları arasında kapsamakta olup, konsolide projeksiyonlarda yer alan 5 yıl için yıllık bileşik büyüme oranı %12,1 olarak kullanılmıştır.
- Amortismanlara ilişkin projeksiyonlarda, Şirket'in mevcut filo yatırımlarının amortismanı ve gelecekteki filo yenileme yatırımlarından oluşacak amortismanlar dikkate alınmıştır.
- Borç ödeme ve alacak tahsil süreleri ile ilgili varsayımlarda bağımsız denetim raporlarında yer alan geçmiş son üç yılın verilerinin ağırlıklı ortalaması kullanılmıştır.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) %22,17 olarak kullanılmıştır. Burada kullanılan finansal borçların hesaplamasında finansal kiralama ve kredi kartından kaynaklanan borçlar dâhil edilmemiştir.

- 2023 yılı sonrası terminal dönemde büyüme Şirket'in satışlarının döviz cinsi olması nedeniyle %5 olarak öngörülmüştür.
- Kurumlar Vergisi oranı 2019-2020 yılları için %22, 2021-2022-2023 yılları için de %20 olarak analize dâhil edilmiştir.

Bu varsayımlar kapsamında İNA analizine ilişkin tüm tahmin ve hesaplamalar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu (Bin TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Satışlar	166.492	181.374	206.204	234.473	264.675	294.250
<i>Deri Konfeksiyon</i>	77.660	79.213	88.719	99.365	109.302	120.232
<i>İçecek Dağıtım</i>	88.835	102.161	117.485	135.107	155.373	174.018
Satışların Maliyeti	146.670	160.131	182.166	207.269	234.211	260.490
Brüt Kâr	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					
Sermaye Değeri	43.628					

Yapılan İNA analizine göre Şirket'in sermaye değeri 43,6 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

VI.2 PİYASA ÇARPANLARI ANALİZİ

Meksa Yatırım tarafından hazırlanan "Derlüks Deri Fiyat Tespit Raporu"nda yer alan Piyasa Çarpanları Analizi'nde Borsa İstanbul'da deri giyim sektöründe faaliyet gösteren sadece iki şirketin (Desa ve Derimod) bulunması ve bunlardan sadece birinin (Desa) analiz için uygun olduğu gerekçesi ile Borsa İstanbul'da Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü sektöründe işlem gören şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. Rapor'da yurt dışı benzer şirket çarpanlarının yurt içi şirketlere kıyasla daha yüksek olduğu gerekçesi ile analize dâhil edilmediği ifade edilmiştir. Bağlı Ortaklık Boran Meşrubat için de Borsa İstanbul'da birebir benzer şirket yer almadığı için, Borsa İstanbul'da Gıda, İçki ve Tütün sektöründe işlem gören şirketlerin analize dâhil edildiği, yurt dışı çarpanların da görece yüksek olduğu gerekçesi ile göz ardı edildiği vurgulanmıştır.

Değerlemede Derlüks Deri'nin 31.03.2019 tarihli finansal verileri yıllıklandırılarak dikkate alınmıştır.

Rapor'da 03.06.2019 tarihine ait Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Firma Değeri/Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Net Satışlar

(PD/NS) olmak üzere 4 çarpan kullanılmış olup, uç değerler çıkarılarak çarpanların aritmetik ortalaması hesaplanmıştır.

Yapılan analizde Borsa İstanbul'daki;

- Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü baz alınarak yapılan hesaplamada 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 ve PD/NS için de 0,5 altı ve 3'ün üstü değerler uç değer olarak kabul edilmiş ve hesaplamaya dâhil edilmemiştir.
- Gıda, İçki ve Tütün Sektörü baz alınarak yapılan hesaplamada FD/FAVÖK çarpanı için 20'den küçük ve 1'den büyük, F/K çarpanı için 25'den küçük 3'ten büyük çarpanlar, PD/DD çarpanı için 5'ten küçük 0,5'ten büyük ve PD/NS için de 1'den küçük 0,1'den büyük değerler uç değer olarak kabul edilmiş ve hesaplamaya dâhil edilmemiştir.

Buna göre bahsi geçen sektörlerin çarpanlarının aritmetik ortalaması aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	PD/NS
BIST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü	9,38	1,2	6,74	0,88
BIST Gıda, İçki ve Tütün Sektörü	10,75	1,36	6,92	0,4

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 Kâr		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'in Piyasa 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

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

Rapor'da piyasa çarpanları analizine göre Şirket'in ortalama piyasa değeri 64,7 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Derlüks Deri için yapılan değerlendirme analizi sonucunda Piyasa Çarpanları Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %50'şer eşit ağırlık verilmiş ve halka arz iskontosu öncesi 54.172.675 TL'lik şirket değeri ve 3,619 TL birim pay değerine ulaşılmıştır.

	Şirket Değeri (TL)	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (TL)
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		100,0%	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

Rapor'da Şirket'in birim pay arz fiyatı olan 2,66 TL'nin bu değere göre %26,25 iskontolu olduğu belirtilmiştir.

VII. GÖRÜŞ ve SONUÇ

Meksa Yatırım tarafından Derlüks Deri için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Söz konusu Fiyat Tespit Raporu'nda kabul görmüş değerlendirme yöntemleri olan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır.

Değerleme çalışmasında kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve yorumlanması açısından Şirket yetkilileri ile bir araya gelmesi gerektiğinden tarafımızca analiz edilememiş ve dolayısıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma da test edilememiştir. Ek olarak satış tahminlerine ilişkin varsayımların daha detaylı olarak verilmesinin yararlı olacağı değerlendirilmektedir.

Piyasa Çarpanları Analizi'nde baz alınan sektörlere ilişkin şirket verilerinde uç değerlerin analize dahil edilmemesini olumlu değerlendiriyoruz. Diğer yandan analizlerde ortalama kullanılmasının doğru bir yaklaşım olacağını değerlendirmekteyiz.

Nihai olarak, Rapor'da tespit edilen Şirket değeri ve sonrasında ulaşılan birim fiyat ile söz konusu iskonto oranının makul olduğunu düşünüyoruz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.