

DERLÜKS DERİ SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ
FİYAT TESPİT RAPORU

07 Haziran 2019



İÇİNDEKİLER

1. YÖNETİCİ ÖZETİ	4
2. DERLÜKS HAKKINDA BİLGİ	6
3. PAZAR HAKKINDA BİLGİ	19
4. BÜYÜMEYİ DESTEKLEMESİ BEKLENEN UNSURLAR.....	22
5. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	25
6. SONUÇ.....	38

MEKSA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Sahilmerdan Alıncılar Sk. No:13 Güven Sazak Plaza
Kat: 8 Kat: 8A Kavacık / Beşiktaş / İSTANBUL
Tic Sic No: 266539 / Şirket Sic No: 215 693 05 70-71
meksa@meksa.com.tr / www.meksa.com.tr
Etiler / Beşiktaş / İstanbul / Dergi Dalresi
Tic Sic No: 40016509 / Sicil No: 266539
Tic Sic No: 0614-0016-9090-0017

ŞEKİLLER

Şekil 1. Satışların ürün ve nitelik dağılımı.	10
Şekil 2. İçecek bölümünün satışlarının yıllar içindeki gelişimi.	11
Şekil 3. Satışların yurt içi-yurt dışı oranları.	12
Şekil 4. Boran Meşrubat'ın dağıtım bölgeleri.	13
Şekil 5. Yurt içi satışların bölgesel dağılımı.	13
Şekil 6. Şirket 2016-2017-2018 yılları kapasite kullanım oranları.	15
Şekil 7. Şirket 2016-2017-2018 kar marjı rasyoları.	18
Şekil 8. Türkiye'nin deri ve ürünleri ihracatı.	20
Şekil 9. Deri ve ürünleri ihracatının bölgesel dağılımı.	20
Şekil 10. Deri ve türevleri ihracatının ürün bazında dağılımı.	21
Şekil 11. 2013-2018 arası Derlüks Deri solo satışlar.	22
Şekil 12. 2014-2018 arası Boran Meşrubat solo satışlar.	23
Şekil 13. İçecek Bölümü Satışlarının Ürün Bazlı Dağılımı.	23

TABLolar

Tablo 1: Şirket mevcut ve halka arz sonrası ortaklık yapısı.	7
Tablo 2:Dönemler itibariyle personel dağılımı.	7
Tablo 3:Satışların ürün ve nitelik dağılımı.	10
Tablo 4: İçecek bölümünün satışlarının ürün dağılımı.	11
Tablo 5: Satışların yurt içi-yurt dışı oranları. Yurt dışı satışlar ihracatlar, özel faturalar, dış ticaret firmaları üzerinden ihraç kayıtlı satışları kapsamaktadır.	12
Tablo 7: Kapasite Kullanım Tablosu.	14
Tablo 8: Şirket toplam net kapasitesi.	14
Tablo 10: Şirket'in Sahip Olduğu Markalar.	15
Tablo 11: Şirket 2016-2017-2018 karşılaştırmalı mali tabloları.	16
Tablo 12: Şirket 2016-2017-2018 karşılaştırmalı gelir tabloları.	17
Tablo 13: Sermaye Artırımında Elde Edilecek Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri Error! Bookmark not defined.	
Tablo 14: 2019-2023 arası Şirket satış projeksiyonu.	26
Tablo 15: 2019-2023 arası satışların maliyeti.	26
Tablo 16: 2019-2023 arası ayrılabilir tahmini amortisman.	26
Tablo 17: 2019-2013 arası tahmini faaliyet giderleri.	26
Tablo 18: 2019-2023 arası tahmini işletme sermayesi ihtiyacı.	27
Tablo 19: 2019-2023 arası tahmini yatırım ihtiyacı.	27
Tablo 20: 2019-2023 arası indirgenmiş nakit akımları.	29
Tablo 21: Faiz, amortisman, vergi, öncesi kar hesaplaması.	31
Tablo 22: Kısımlar arası FAVÖK'ün ağırlığı.	31
Tablo 25: Kısımlar arası Net Kâr Hesaplama sı.	32
Tablo 26: Piyasa çarpanları baz alınan şirketler.	32
Tablo 27: Piyasa çarpanları baz alınan şirketlerin karlılık marjları.	33
Tablo 28: Piyasa çarpanları baz alınan şirketlerin çarpanları.	33
Tablo 29: BİST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü için baz alınan piyasa çarpanları.	34
Tablo 30: Piyasa çarpanları baz alınan şirketler.	35
Tablo 31: Piyasa çarpanları baz alınan şirketlerin karlılık marjları.	35
Tablo 32: Piyasa çarpanları baz alınan şirketlerin çarpanları.	36
Tablo 33: Baz alınan şirketlere göre içecek kısmının piyasa çarpanları değerlemesi.	37
Tablo 34: Baz alınan piyasa çarpanlarına göre Derlüks Deri'nin değerlemesi.	37
Tablo 35: Piyasa Çarpanlarına Göre Şirket Değeri.	37
Tablo 36: Derlüks Deri'nin İNA ve piyasa çarpanları analizine göre değerlemesi.	38

KISALTMALAR ve TANIMLAR

A.Ş.	Anonim Şirket
a.d.	Anlamlı Değil
AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
Bşk.	Başkan
Cad.	Caddesi
FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar
FMCG	Fast-Moving Consumer Goods-Hızlı Tüketim Ürünleri
IMF	İnternational Monetary Fund-Uluslararası Para Fonu
İDMİB	İstanbul Deri ve Deri Mamülleri İhracatçılar Birliği
İSO	İstanbul Sanayi Odası
Ltd.	Limited
Mah.	Mahallesi
Sok.	Sokağı
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Şti.	Şirketi
T.C.	Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TOBB	Türkiy Odalar ve Borsalar Birliği
TPE	Türk Patent Enstütüsü
USD	United States Dollars-Amerika Birleşik Devletleri Doları
Vb.	Ve benzerleri
BAVUL TİCARETİ	Dış ülkelerden dönerken yolcu beraberinde taşınan ve gümrüksüz ülkeye sokulan, eşyaların ticareti..
İÇLİKLİ	Kışlık mont, kaban, parka, ceket gibi giyim eşyalarının iç kısmında astar niyetine kullanılan kürk, yaban hayvanı gibi materyallerden yapılan bölüm.
KÜRK DERİ	Tüpleri uzun bırakılmış konfeksiyona hazır deri.
POS Cihazı	Point of Sale – Satış noktası cihazı
SARACİYE	Deriyapılan bavul, çanta cüzdan, kemer vb. ürünler ve bu ürünleri yapma işi.
TABİ DERİ	Tamamen doğal konfeksiyona hazır deri.
ZİG DERİ	Konfeksiyona hazır, işlentisi bitmiş mamül.


MEKSA MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Sertif. Tedarikçi Alın. Yılmaz Sk. No:13 Güven Sokak Plaza
A Blok Kat:4 Kat: Kavaok / Beşiktaş / İSTANBUL
Tel:90 212 633 00 01 Fax:90 212 633 05 70-71
info@meksa.com.tr / www.meksa.com.tr
E-posta: info@meksa.com.tr / Yargı: Darülf
Mecrisi No: 266539 Sicil No: 266539
Tic. Sicil No: 0614-0016-9090-0017

1. YÖNETİCİ ÖZETİ

1.1 Raporun Amacı

Bu rapor, Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Derlüks Deri", "Şirket" veya "İhraççı") ile Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Meksa") arasında 03.04.2019 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Rapor, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı ve SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ hükümleri çerçevesinde elde edilen ve sağlanan bilgiler doğrultusunda hazırlanmış olup, Meksa Yatırım İşbu Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlamak için ilgili Kurul Kararı'nda belirtilen gerekli şartlara ve yeterliliğe sahip olup, ilgili Kurul Kararı'nda belirtilen bağımsızlık ilkelerine uyulmuştur.

Derlüks Deri, çoğunlukla Rusya ve Ukranya gibi soğuk iklim koşullarının hakim olduğu bölgelere üst segment erkek deri ve kürk ceketler üretmektedir. Şirket'in faaliyetleri, üst segment müşterilere hitap eden ürünler üretilmesi nedeniyle özgün tasarım ve yüksek kaliteyi kullanıma bağlıdır. Şirket bu doğrultuda geçmişte Avrupa'nın önde gelen tasarımcıları ile çalışarak önemli Know-How birikimine sahip olmuştur. Ülke ve bölgelere göre farklılık gösteren pazarlama yöntemleri kullanarak özgün bir müşteri deneyimi geliştirmiştir.

Derlüks Deri, ağırlıklı olarak ihracat yapan bir firmadır. Satışlarının %70 kadarını yurt dışına ihraç ederken, yurt içi satışlarının da %95 kadarını dolaylı olarak kuzey ülkelerden gelen turistlere yapmaktadır.

Derlüks Deri'nin perakende faaliyeti olmayıp, sipariş usulü çalışmaktadır. Ürettiği ürünleri kendi ticari markası olan Emiliano Zapata etiketiyle satmaktadır. Aynı zamanda dünyaca ünlü top designer markalarla da iş birliği bulunan Şirket, bu markalara fason üretim yapmaktadır.

Üretim olarak yalnızca erkek deri konfeksiyonu üzerine yoğunlaşan Derlüks Deri, sipariş alması durumunda belirlenmiş kalite şartlarında tedarikçilerine fason üretim yaptırmaktadır.

Derlüks Deri'nin bağlı ortaklığı Boran Meşrubat; Bağcılar, Bayrampaşa, Esenler, Güngören ve Bahçelievler İlçeleri'nde içecek dağıtımını yapmaktadır. Tedarikçi firmalarla bir yıllık yapılan sözleşmeler doğrultusunda, sözleşmede belirlenmiş bölgeler haricinde satış yapmamaktadır.

1.2 Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik İlkeler

- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Değerleme işi bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- İşbu Fiyat Tespit Raporu hazırlanırken SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'in 3. maddesine riayet edilmiştir.

1.3 Sınırlayıcı Koşullar

- Raporda kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerleme çalışmaları genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre denetimi veya inceleme çalışmasını içermemiştir.
- Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Meksa'ya sunulan bilgilerin güvenilir ve doğru olduğu varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu denetlenmemiştir.
- Şirket pay sahiplerinin basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- Meksa, Şirket ve ilgili personellerden elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.

1.4 Değerlemede Kullanılan Yaklaşımlar

Derlüks Deri'ye ilişkin Fiyat Tespit Raporu, SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'in 3. Maddesi gereği Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak hazırlanmıştır. Değerleme çalışmasında; Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri kullanılmıştır. Bu yöntemler;

- Gelir Yaklaşımı Yöntemi
 - İNA (İndirgenmiş Nakit Akımları),
- Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları) Yöntemi
 - 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)

çarpanları kullanılmıştır.

Yukarıda bahsedilen her iki yöntem ile hesaplanan nihai Şirket Değeri aşağıdaki gibidir.

	Şirket Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
Gelir Yaklaşımı Yöntemine Göre	43.628.000	50,0%	21.814.000
Pazar Yaklaşımı Yöntemine Göre	64.717.349	50,0%	32.358.675
Toplam Şirket Değeri		100%	54.172.675
Şirket Pay Başına Değeri			3,61
Halka Arz İskontosu			%26,25
Halka Arz İskontosu Sonrası Şirket Değeri			39.952.348
Halka Arz Fiyatı			2,66

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. Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkün olmakla beraber, kullanılan yöntemler ile hesaplanan değerler makul olduğu görüşündeyiz.

2. DERLÜKS HAKKINDA BİLGİ

Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Şirket", "Ana ortaklık", "Derlüks Deri", "İhraççı") 26 Şubat 2002 tarih ve 5493 sayılı TTSG'de ilan edildiği üzere, 5.000 TL ödenmiş sermaye ile kurulmuş ve Türkiye'de tescil edilmiştir. Şirket, 15 Ekim 2018 tarihi itibarıyla ödenmiş sermayesini 15.000.000 TL'ye çıkarmıştır. 11 Şubat 2019 tarih ve 606 sayılı TTSG'de ilan edildiği üzere Şirket nevi değişikliği ile anonim şirket olarak tescil olmuştur. Şirket, SPK'nın 14 Mart 2019 tarih ve 17/355 sayılı kararı ile kayıtlı sermaye sistemine geçiş olup 01 Nisan 2019 tarihli genel kurulda kayıtlı sermaye sistemine geçiş ve şirket esas sözleşmesinin SPKn ve TTK'na uygun hale getirilmesine ilişkin gerekli madde değişiklikleri gerçekleştirilmiştir. Söz konusu değişiklikler 08.04.2019 tarih ve 9804 sayılı TTSG'nde ilan edilmiştir.

Esas Sözleşme'nin 3. Maddesi uyarınca, Şirket'in amaç ve konusu başlıca şunlardır:

1-Her türlü doğal deriden bay, bayan ve çocuk giyim eşyaları, giyim aksesuarları ve kullanım ürünlerinin imalatı, alım satımı ithalat ve ihracatını yapmak.

2-Her türlü tekstil ürünleri, triko ürünleri, dokuma ürünleri, giyim eşyaları ve aksesuarlarını almak, satmak, üretmek, ithalat ve ihracatını yapmak.

3-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.

Şirket yukarıda esas sözleşmesinde yer alan amaç ve kapsamı içinde, özellikle lüks erkek deri giyim eşyaları üretmeye fokuslanmıştır. Şirket'in merkezi ve üretim tesisleri, Kazlıçeşme Mah., Demirhane Cad., Hacı Reşit Bey Sok. No:11 34020 Zeytinburnu-İstanbul'dadır.

Derlüks Deri, Zeytinburnu, Sümer Mahallesi, Adnan Kahveci Cad. No:8 adresinde 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 "EmilianoZapata" 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 olmuştur. 2017 ve 2018 yıllarında ise grubunda en fazla ihracat yapan 10 firma arasında 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 firmalarına fason üretim yapmaktadır.

Şirket, özellikle Rusya'da bilinirliğini artırabilmek için ciddi medya kampanyaları yapmıştır. Bu amaçla 2014 yılında dünyaca ünlü aktör AdrienBrodymarka yüzü olarak seçilmiştir. 25 kişilik profesyonel bir ekiple yapılan çekimler, Rusya ve Ukrayna'da havalimanlarında, televizyonlarda, dergilerde kullanılmıştır. Ayrıca, İstanbul Atatürk Havalimanı Dış Hatlar Terminali'nde billboardlarda, dış hat uçuşlarında yolcu TV ekran açılışlarında kullanılmıştır.

İhraççı, tek sektör riskinin olası etkilerini azaltabilmek amacıyla, Eylül 2014'de FMCG (hızlı tüketim maddeleri) sektöründe faaliyet gösteren Boran Meşrubat Dağıtım Sanayi ve Ticaret

2.3 Şirketin Ana Faaliyet Alanları:

İhraççının 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.

Bağlı ortaklığın ana faaliyet konusu ise; su, meşrubat, alkollü ve alkolsüz içecekler ve gıda ürünlerinin toptan alım, satım, pazarlama ve dağıtımını yapmaktır. FMCG (Fastmovingconsumergoods-hızlı tüketim maddeleri) sektöründe faaliyet gösteren başlıca firmaların dağıtım bayiliğini İstanbul'un 5 ilçesinde (Bahçelievler, Güngören, Esenler, Bayrampaşa ve Bağcılar) üstlenmiş durumdadır.

Ana başlık olarak İhraççının; Bağlı Ortaklığı ile birlikte üretim ve ticari ürünleri aşağıdaki gibidir.

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.

İhraççı söz konusu bu ürünlerin çok büyük oranını Emiliano Zapata, Zapata Sport Bluster markası altında, bir kısmını fason olarak Avrupa ve Amerika firmalarına yapmaktadır. Ürettiği ürünlerin tamamı A segmenti müşteriye hitap eden, kendi tasarımı tabii deri, kürk, av hayvanı ve kumaş kombinasyonu ürünlerdir. Üretimini, Şirket merkezinde 86 personel ve 43 makine ile yapmaktadır. Ancak, yoğun sezonda kendisi de erkek konfeksiyon ürünlerini ve cüzdan, ayakkabı, kemer gibi tamamlayıcı aksesuarları fason olarak imal ettirebilmektedir.

Ürettiği ürünlerin %70-75'i dış ticaret şirketleri yoluyla, direkt ihracat olarak veya ihraç kayıtlı satış olarak yurt dışına satılmaktadır. Satışının geri kalanı Antalya gibi turistik bölgelerdedir. Müşteri kitlesi ağırlıklı olarak kuzey komşularımızdır. Rusya ve Ukrayna'da marka bilinirliği üst seviyededir. 2014-2017 arası ciddi tanıtım ve reklam çalışması yapılmıştır.

Üretim süreci şöyle işlemektedir: Tasarımcılar iki sezon için yılda yaklaşık 500'e yakın özgün model üretmektedir. Bu modeller Şirket merkezinde showroomda ve büyük fuarlarda görülmeye çıkmaktadır. Müşteri taleplerinden sonra hızlı bir şekilde üretim aşamasına geçilmektedir. Müşteri terminleri genellikle kısadır. Bu yüzden hammadde stoklu çalışılmaktadır. Üretilen mal sevk edilmekte ve aynı zamanda faturalandırılmaktadır.

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 hammaddeyi de ticari mal olarak alıp satmaktadır. Bu ürünlerin satışı daha çok çapraz pazarlama şeklinde gerçekleştirilmektedir. Üretimi yapılan A segmenti erkek ürünleri alan müşterilere, ticari ürünler de sunulmaktadır. Ya da tam tersi üretim yapılan ürünü alan müşterilerin talepleri doğrultusunda satış yapılmaktadır. Bu ürünlerde yüksek kar marjı olmamakla birlikte finansman giderleri göz önünde bulundurulmaktadır.

3. Bağlı Ortaklık Ticari Ürünler

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

Boran Meşrubat hızlı tüketim ürünleri sektöründe, özellikle içecek dağıtımı alanında faaliyet göstermektedir.

Bir üretimi yoktur. Satışının tamamı distribütörlüğünü yaptığı firmaların ürünleridir. Tuborg, Erikli&NestleWaters, Dimes, Freşa gibi çok bilinen ve segmentlerinde lider olan firmaların dağıtımını yapmaktadır. Ayrıca, enerji içecekleri, çay mamülleri, diğer gazoz, soda ve kutu içecekleri de müşteri talepleri doğrultusunda satmaktadır.

Satış bölgesi, İstanbul'un Bağcılar, Bayrampaşa, Esenler, Güngören ve Bahçelievler İlçeleri'ni kapsamaktadır.

Satış süreci şöyle işlemektedir: Distribütörlük anlaşmaları sağlanmaktadır. Akabinde ürün stoğu yapılmaktadır. Satış temsilcileri, bölgelerindeki hedef market (ulusal marketler hariç), bakkal, tekel bayi, büfe, kafe, restoran, otel vb. işletmeleri güzergah planı çerçevesinde ziyaret ederek sipariş oluşturmaktadırlar. Ürünler, ertesi gün siparişler servis araçlarıyla müşterilere teslim edilmektedir. Bu aşamada faturalandırma yapılmaktadır. Geleneksel kanal olarak nitelenen market, bakkal, tekel bayi vb.'nin satışlar içindeki payı %67, yerinde tüketim noktaları olarak nitelenen restoran, cafe vb. noktaların satışlar içindeki payı %22, toptan satışların ise %5'dir. Bu nedenle stoklu çalışılmaktadır. Özellikle yaz aylarında stok artabilmektedir.

Ürünlerin satışı, POS cihazı üzerinden kredi kartıyla ya da bir miktar peşin ödeme ve maksimum 14 gün vade ile yapılmaktadır.

İhraççının satışlarının ürün dağılımı:

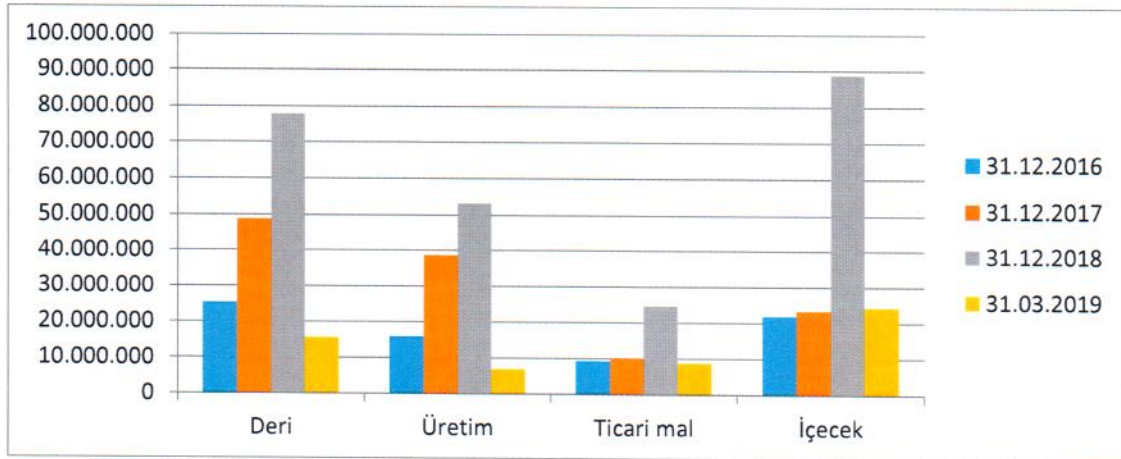
İhraççının, 2016 yılı net satışlarının %53,53'ü deri bölümünün, %46,47'si ise içecek bölümün gelirlerinden oluşmaktadır. Yine deri bölümün üretimden satışları %33,89'iken, ticari mal olarak yapılan satışların toplam içinde aldığı pay %19,63'dür. 2017 yılında içecek bölümünün toplam satışlar içindeki 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.

Tablo 3: Satışların ürün ve nitelik dağılımı.

	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	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	23.270.34	32,30	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

Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu

Şekil 1. Satışların ürün ve nitelik dağılımı.



Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu

İhraççının 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

2.4 Yıllık Üretim Kapasitesi

İhraççının ana ürün bazında yıllık kapasite bilgileri, sektör ortalamaları, 2018 yılı içindeki makine ve işçi alımları, mesailer göz önüne alınarak tespit edilmiştir.

Tablo 6: Kapasite Kullanım Tablosu.

Üretim Kapasitesi							
Yıl		Makine Sayısı*	Ortalama Makine Başına Ürün Dikimi	Gün Sayısı	Toplam	Mesai	Genel Toplam
Üretim adedi	2018	30	8	300	72.000	8.640	80.640
	2017	25	8	300	60.000	7.200	67.200
	2016	25	8	300	60.000	7.200	67.200

Kaynak: TOBB, Şirket demirbaş ve bordro listesi.

*: Üretim merkezinde 43 adet düz, deri, overlok, astar, zig-zag ve punto dikiş makinesi bulunmakta olup, 30 adet dikiş makinesinin aktif olarak kullanıldığı değerlendirilmiştir.

Bu miktarlar, üretimde 1 düz dikiş makinesi, 3 işçinin, günde 8 saat, yılda 300 gün çalıştığı ve günde 8 ürün ürettiği, Şirket dikim bölümünün 30 düz dikiş makinesi ve 59 işçi ile üretim yaptığı varsayımıyla yapılmıştır.

Genel tematiller günlük ortalama üretimin ceketle 10, mont ve kabanda 8 adet olduğunu göstermektedir. <http://www.tobb.org.tr/SanayiMudurlugu/Documents/KapasiteKriterleri/HazirGiyim.pdf> Şirket merkezinde bulunan 43 dikiş makinesinin ortalama 30 adetinin üretime katkı yaptığını ve ortalama 8 ürün üretildiğini düşünürsek (30 makine*8 ürün*300 gün) 72.000 adet kapasiteye ulaşılmaktadır.

Öte yandan, mesailer (aylık ortalama 24 saat her işçinin mesaisi vardır) ile üretime ortalama 8.640 adet katkı sağlanmaktadır.

Bu bağlamda Şirket ortalama kapasitesinin 30 adet dikiş makinesi ve 59 dikim işçisiyle, günde 8 adet ortalama üretim ve ayda 24 saat mesaiyle ortalama 80.840 adet olduğu tespit edilmektedir. Bu rakamlar ortalama rakamları yansıtmaktadır. Bir miktar negatif veya pozitif sapma olabilir.

Tablo 7: Şirket toplam net kapasitesi

Kapasite Kullanım Oranları					
Ürün	Yıl	Üretim Kapasitesi	Toplam Üretim	Fason Üretim	Kapasite Kullanma Oranı*
Deri Konfeksiyon	2018	80.840	84.838	5.707	97,89
	2017	67.200	73.810	4.300	103,23
	2016	67.200	33.236		49,45

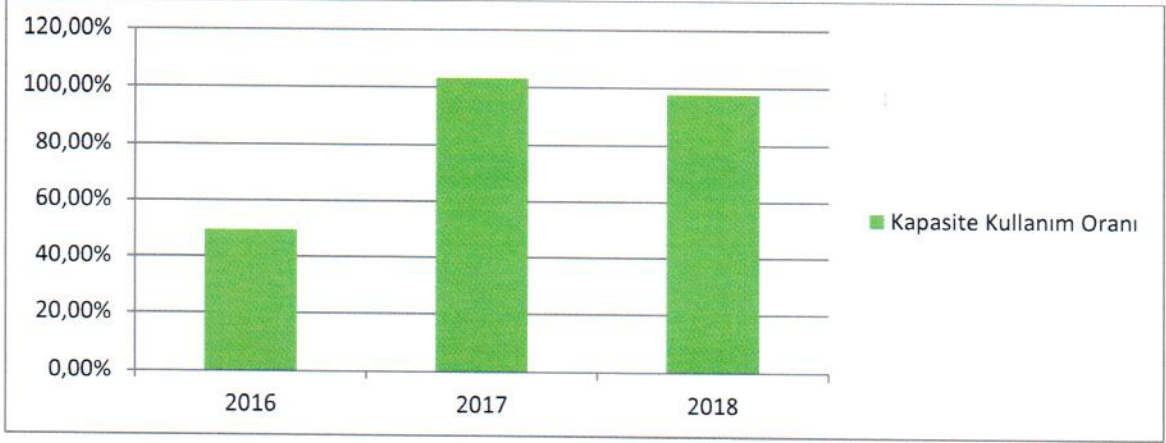
Kaynak: TOBB, Şirket demirbaş ve bordro listesi.

* Yoğun dönemlerde ek fazla mesai yapılarak üretim artırılmaktadır.

Şirket'in deri kısmı tam kapasite çalışmaktadır. Öte yandan firma ortalama yılda 5.000 adet fason üretim yaptırmaktadır. (2017-4300 adet, 2018-5.707, 2019 1.Çeyrek 2084 adettir). Son tahlilde Şirket'in yıllık üretim kapasitesine fason üretim eklendiğinde 85.840 adet olduğu söylenebilir.

Şirket 2016 yılında %49,45 kapasiteyle çalışırken, 2018 yılında bu oran %97,89'a çıkmıştır. Şirket, tam kapasiteye yakın çalışmaktadır. Ancak, İhraççının kapasite artırması yüksek bir maliyet getirmemektedir. Bir dikiş makinesinin ortalama maliyeti 1.800 TL civarındadır. 3 dikiş makinesi ve 9 dikimhane işçisi alınması kapasitenin %10 artması için yeterli olmaktadır. İşçi başına ortalama 3 bin TL brüt ücret baz alındığında, söz konusu kapasite artırımının maliyeti, yıllık 330.000 TL civarında olmaktadır.

Şekil 6. Şirket 2016-2017-2018 yılları kapasite kullanım oranları.



Kaynak:Şirket

2.5 MevcutMarkalaraAitBilgiler

Tablo 8: Şirket'in Sahip Olduğu Markalar

Marka	Marka No	Tescil Tarihi	Geçerlilik Tarihi	Emtia Sınıfı
Emiliano Zapata*	1.426.217	03.07.2018	03.07.2028	Tüm deri giysiler, aksesuarlar
Alessandro Mancini*	1.160.283	21.03.2013	21.03.2023	
Emiliano Zapata**	2017-29335	31.03.2017	31.03.2027	
Alessandro Mancini**	2012-51832	05.06.2012	05.06.2022	
Rick Jarmon**	2011-29235	08.04.2011	08.04.2021	Her türlü malzemeden yapılmış iç-dış-ayak-baş giysileri
Derlüks**	2017-29329	31.03.2017	31.03.2027	
Boran Meşrubat***	2018-12784	03.07.2018	08.02.2028	Biralar, maden suları, kaynak suları, sodalar, meşrubatlar
Zapata**	2012-51836	06.06.2012	06.06.2022	Tüm deri giysiler, aksesuarlar
Derlüks Emiliano Zapata**	2013-15481	20.02.2013	20.02.2023	
E.Z Logo**	2015-20691	11.03.2015	11.03.2025	
Arı Kuşu Logo**	2012-65927	24.07.2012	24.07.2022	

Kaynak: Şirket, TPE.*Uluslararası WIPO-Madrid certificate of registration. **T.C. Türk Patent Enstitüsü marka tescil belgesi. ***T.C. Türk Patent Enstitüsü marka tescil belgesi bağlı ortaklığın markası.

2.6 Finansal Durum

Tablo 9: Şirket 2016-2017-2018 yılları ve 2019/03 tarihine ilişkin karşılaştırmalı mali tabloları.

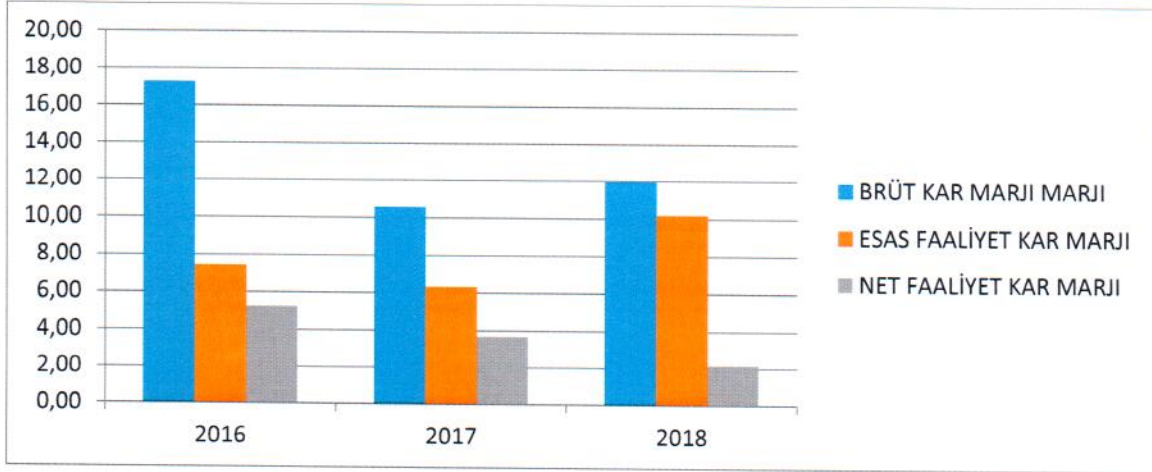
Finansal Durum Tablosu (TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş			
	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.03.2019
Dönen Varlıklar	23.091.275	34.499.374	55.506.152	77.238.862
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.021.445	2.275.004	8.403.638	9.817.396
Ticari Alacaklar	10.510.964	13.697.634	24.541.123	36.590.935
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	--	--	3.334.789	2.848.376
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	10.210.469	13.017.035	18.283.207	33.742.559
Diğer Alacaklar	562.298	262.546	815.567	1.227.721
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	362.298	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
Duran Varlıklar	11.814.410	15.438.635	20.059.310	23.403.825
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	--	--	--	2.219.357
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	262.884	234.643	162.083	152.107
TOPLAM VARLIKLAR	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
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	--	--	--	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	--	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	-	-	34.970	67.850
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	56.030	27.190	195.626	100.275
Uzun Vadeli Yükümlülükler	7.834.076	12.268.998	9.905.382	10.252.675
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	--	--	--	1.161.354
Uzun Vadeli Karşılıklar	278.675	427.668	634.471	808.660
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	278.675	427.668	634.471	808.660
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	--	-	776.175	701.356
ÖZKAYNAKLAR	9.560.879	12.374.078	22.458.009	23.015.959
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
TOPLAM KAYNAKLAR	34.905.685	49.938.009	75.565.462	100.642.687

Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu.

Öte yandan 2019 yılı 1.Çeyreğinde satışlar 2018 yılının aynı dönemine göre % 16,15 artmıştır. Satışların maliyetinde ise bu artış %13,61 olmuştur. Brüt kar %39,55 artmasına rağmen, yatırım faaliyetlerinden elde edilen kar atışlarıyla birlikte net esas faaliyet karı 2018 yılının 1. çeyreğine göre % 59,9 artmıştır.

Şirket'in yatırım faaliyetlerinden gelirlerini yatırım amaçlı gayrimenkullerin değer artışı ve kira gelirleri oluşturmaktadır. Bu rakamlar 2019 ilk çeyrek için sırasıyla 344.785 TL değer artışı ve 181.090 TL kira gelirleri olmuştur.

Şekil 7. Şirket 2016-2017-2018 kar marjırasoyoları.



Kaynak:Özel Bağımsız Denetim Raporu Mali Tabloları ve Şirket

İhraççının net satışları deri konfeksiyon giysiler ve içeceklerden oluşmaktadır. 2017 yılında deri kısmının satışları Rusya-Türkiye gerginliğinin azalması ve Rusya-Ukrayna krizinin hafiflemesi sonucunda artan ihracat rakamlarıyla, %93,35 yükselerek 48.771.371 TL'ye çıkmıştır (Aynı dönem Türkiye'den Rusya'ya yapılan toplam deri konfeksiyon ihracatı %72 artmıştır – Kaynak: İDMİB ihracat kayıt rakamları). 2018 yılına gelindiğinde deri kısmının satış rakamları yine Rusya etkisiyle ve yükselen ABD Doları/TL paritesiyle %59,23 artmıştır (Aynı dönem Türkiye'den Rusya'ya yapılan toplam deri konfeksiyon ihracatı %28 artmıştır – Kaynak: İDMİB ihracat kayıt rakamları. ABD Doları TL karşısında %39,66 değer kazanmıştır. Şirket'in deri bölümünün satışlarının hemen hemen tamamı döviz bazlıdır). Buna mukabil içecek bölümü satışlarına, yılın başından itibaren yapılan Tuborg distribütörlük anlaşmasının oldukça olumlu etkisi olmuştur. Su ve diğer meşrubat kalemlerinde ciddi bir artış olmamasına rağmen Tuborg gelirlerinden eklenen 64.583.311 TL net satış rakamı, içecek bölümünün konsolide cirodaki payını %53,35'e çıkartmıştır..

MERKEZİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Sıhhiye Cad. No:13 Güven Sazak Firması
Etiler / Beşiktaş / İstanbul
Tic. Sic. No: 270944 / Mersis: 34000150000000000001
Tic. Sic. No: 270944 / Mersis: 34000150000000000001
www.meksa.com.tr / www.meksa.com.tr
Etiler / Beşiktaş / İstanbul Vergi Dairesi
Tic. Sic. No: 270944 / Mersis: 34000150000000000001
Mersis: 34000150000000000001

3. PAZAR HAKKINDA BİLGİ

Yaklaşık 7 bin işletmenin yer aldığı dericilik sektörü, 70 bin kişiye istihdam sağlamaktadır. Türkiye, günümüzde deri sektöründe dünyanın en büyük 11. tedarikçisi konumundadır. Sektör, dünya deri ticaretinden binde bir pay almaktadır. (Kaynak: ISO)

Sektörün en büyük ihracat pazarlarının başında Rusya gelmektedir. 2014 yılında Rusya-Ukrayna gerginliği ile başlayan, 2015 yılında Rusya-Türkiye arasında meydana gelen “düşürülen uçak krizi” ile tepe yapan olaylar, sektörü oldukça olumsuz etkilemiştir. Ancak, Rusya ile ilişkilerin düzelmesi ve dünyanın en büyük deri ithalatçıları olan; ABD, Almanya, Fransa, Kanada, Japonya ve Güney Kore gibi ülkelere yönelik ihracat hamleleri, sektörün 2017 yılıyla birlikte ivmesini yükseltmiştir.

İstanbul Deri ve Deri Mamulleri İhracatçıları Birliği (İDMİB) rakamlarına göre 2017’de 1,5 milyar USD ihracat yapan sektör, 2018 yılında 1,7 milyar ABD doları ihracat yapmıştır. (Kaynak: İDMİB).

Geçtiğimiz dönemde fason işçilikteki KDV oranlarının düşürülmesi, kıymetli kürkte ÖTV indirimi üretime doğrudan destek vermiştir. Bu destek dericilerin rahatlatırken, krediye erişim, taklit ürün de sıkı kontrol ve denetim, ham derinin kayıt dışılığının önlenmesi ve iş kümelenmelerinin şehir içlerinde sağlıklı ve uygun olmayan yerlerden, şehir yakınlarındaki alanlara taşınma kararı alınması gibi beklentiler ise devam etmektedir.

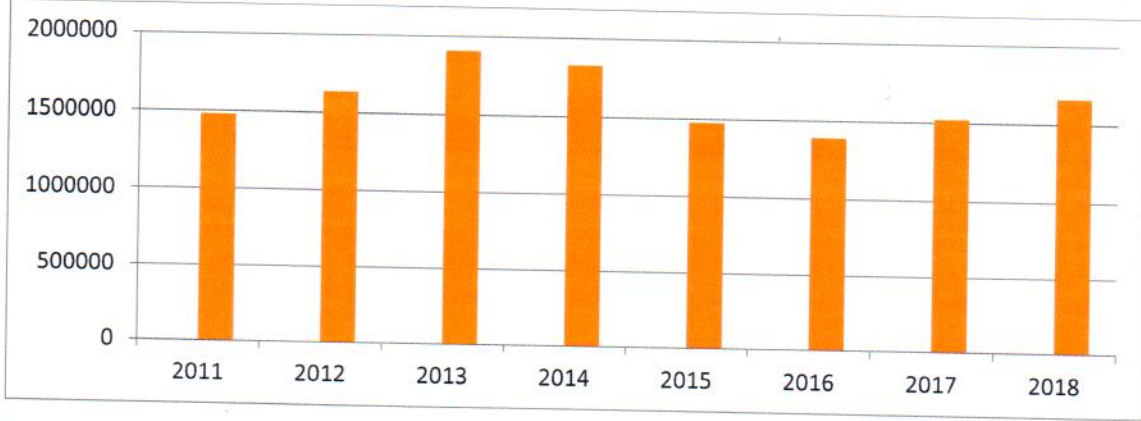
Türk deri sektörü, alt yapısı, teknolojik gelişmeleri, ihracatı ve üretimi ile belirli bir rekabet düzeyine ulaşmış olsa da, sektörün temel girdisi olan ham derinin ülke genelinde üretim kapasitesinin standartlara çok uygun ve yeterli düzeyde olmaması, ham ve yarı işlenmiş deri ithalatını yüksek düzeyde tutmaktadır. Bugün ülkemizde üretilen deri türleri koyun, kıl keçisi, tiftik keçisi, sığır, manda, ceylan ve deve derisidir. Geçmiş yıllarda, ithal ettiği ham ve yarı işlenmiş deriyi, değeri yüksek ürünlere dönüştürerek, bu ürünleri bavul ticareti yoluyla kuzey ülkelerine ihraç eden Türk deri sanayisi, günümüzde bu ticaret biçiminin azalmasıyla kayıtlı ihracata daha fazla ağırlık vermeye başlamıştır. Ülkemizde ağırlıklı olarak İstanbul-Tuzla, Tekirdağ-Çorlu, İzmir-Menemen, Bursa, Uşak, Bolu-Gerede, Balıkesir-Gönen, Manisa-Kula ve Isparta’da deri işleme sanayisinin yoğunlaştığı görülmektedir.

Bütün olumsuzluklara rağmen, krizlerden ders alan sektör firmaları, ihracat çeşitliliğini arttırma, kurumsallaşma ve markalaşma yönünde ciddi çabalar sarf etmektedirler.

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 ihracatında ise %9,5 oranında artış yaşanmış, 1,7 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Deri ve deri ürünleri sektörümüzün toplam ihracattan aldığı pay % 1,0 olarak kaydedilmiştir.

2018 yılı Ocak-Aralık döneminde en önemli ihracat pazarı, %28,1 artış oranı ile Rusya olmuştur. Bu dönemde Rusya’ya yapılan ihracat 255,4 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Rusya’nın Türkiye deri ve deri ürünleri ihracatından aldığı pay %15,3 olarak hesaplanmaktadır. 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde %7,4 payı ile ikinci en önemli ihracat pazarı Almanya olmuştur. Almanya’ya ülkemizden, geçen yılın aynı döneminde kıyasla %1,1 artış oranı ile 122,8 milyon dolarlık deri ve deri ürünleri ihracatı gerçekleştirilmiştir.

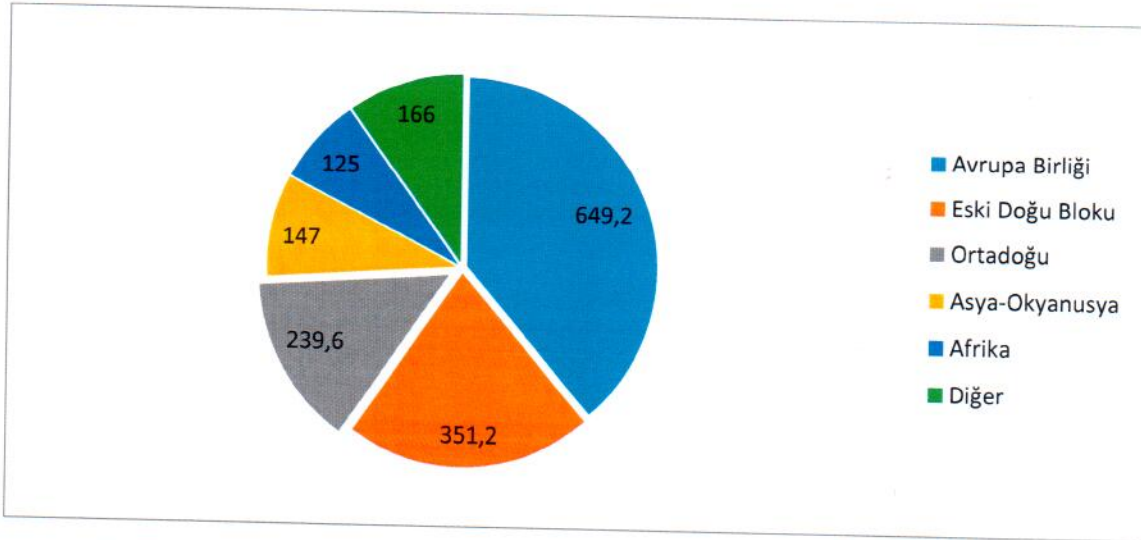
Şekil 8. Türkiye'nin deri ve ürünleri ihracatı.



Kaynak:İDMİB

Gelişmeler ülke grupları açısından değerlendirildiğinde, % 38,9'luk payıyla en önemli ihracat pazarı konumunda olan 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. Bu dönemde Eski Doğu Bloku Ülkelerine yapılan ihracatda %20,1 oranında artış kaydedilmiş, sektörün toplam ihracatından %21,1 oranında pay alarak 351,2 milyon dolar değerinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde Ortadoğu ülkelerine yönelik deri ve deri mamulleri ihracatında %1,3 düşüş ile 239,6 milyon dolar olarak kaydedilmiştir. Bu ülkelere yapılan deri ve deri ürünleri ihracatı, toplam deri ve deri ürünleri ihracatının % 14,4'ünü oluşturmaktadır. Deri ve deri ürünleri ihracatında diğer önemli pazarlardan olan Asya ve Okyanusya Ülkeleri grubuna yapılan ihracat, bu dönemde bir önceki yılın aynı dönemine oranla % 5,1 artış yaşayarak 147,0 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu ülke grubunun Türkiye toplam deri ve deri ürünleri ihracatındaki payı ise % 8,8olarak kaydedilmiştir. 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde Afrika ülkelerine yönelik ihracat ise %40,7 oranında artarak yaklaşık 125 milyon dolar olarak gerçekleşmiş, bu ülkelerin toplam ihracat içerisindeki payı ise %7,5 olmuştur.

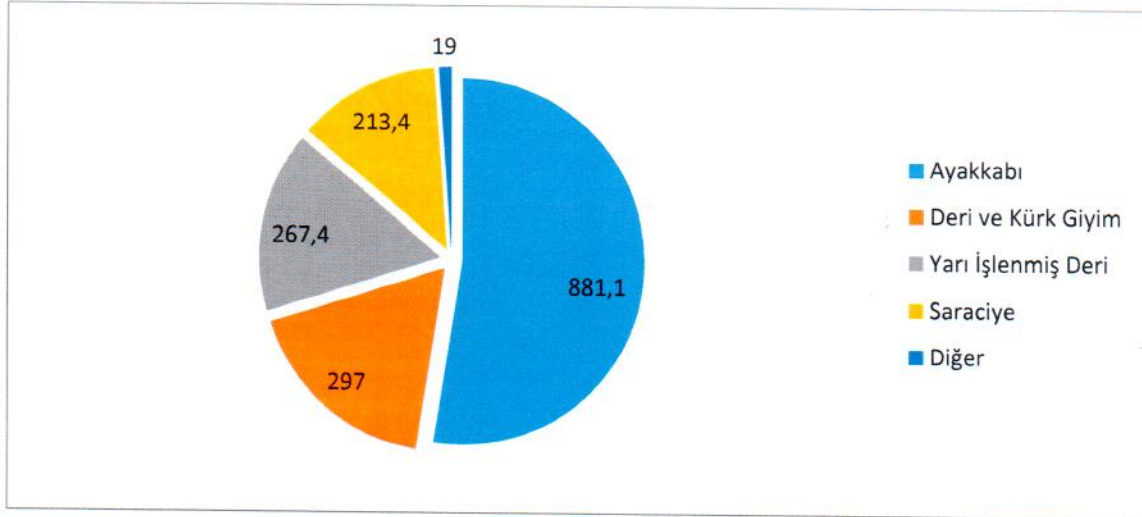
Şekil 9. Deri ve ürünleri ihracatının bölgesel dağılımı.



Kaynak:İDMİB

2018 yılı Ocak-Aralık döneminde deri ve deri mamulleri ürün grupları içerisinde en çok ihracat, ayakkabı ve aksesuarları ürünlerinde yapılmış olup, bu ürün grubunda 888,1 milyon dolarlık ihracat gerçekleştirilmiştir. Ayakkabı ve aksesuarları ihracatında bir önceki yılın aynı dönemine göre % 15,6 oranında artış kaydedilmiştir. Bu ürün grubunun toplam deri ve deri ürünleri ihracatı içerisindeki payı 2018 yılı Ocak-Aralık döneminde % 53,3 olarak gerçekleşmiştir. İhracatda bir diğer önemli grup deri ve kürk giyim ürün grubu olup, 2018 yılı Ocak-Aralık döneminde ülkemizden 297 milyon dolar ihracat gerçekleştirilmiştir. Bu ürünlerin ihracatında bir önceki yılın aynı ayına göre % 0,6 oranında düşüş yaşanmıştır. Söz konusu ürünlerin toplamının Türkiye toplam deri ve deri mamulleri ihracatı içerisindeki payı % 17,8 olarak hesaplanmaktadır. Yarı işlenmiş/bitmiş deri ve kürk ürün grubunda 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde gerçekleştirilen toplam ihracat 2017 yılının aynı dönemine kıyasla % 1,4 oranında artarak 267,4 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Yarı işlenmiş/bitmiş deri ve kürk ürün gruplarının Türkiye toplam deri ve deri ürünleri ihracatı içerisindeki payı % 16,0 düzeyindedir. Saraciye ürün grubu ihracatında ise 2018 yılı Ocak-Aralık döneminde % 12,9 oranında artış yaşanmış ve 213,4 milyon dolarlık ihracat yapılmıştır. Saraciye ürün grubunun Türkiye toplam deri ve deri mamulleri ihracatımız içerisindeki payı ise % 12,8'dir.

Şekil 10. Deri ve türevleri ihracatının ürün bazında dağılımı.



Kaynak:İDMİB

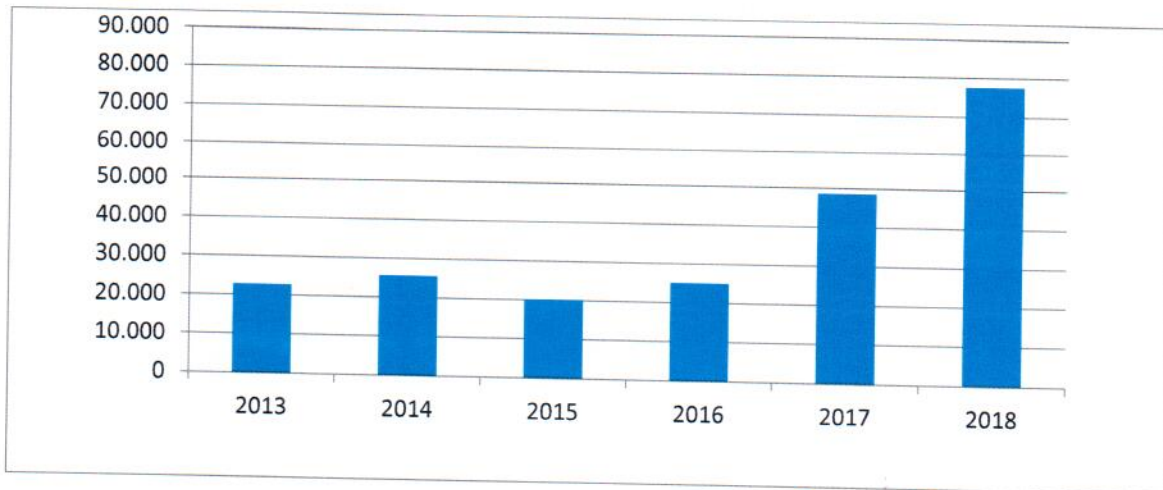
2018 yılı Ocak-Aralık döneminde Türkiye tarafından en çok ayakkabı ve aksesuarları ihracatı yapılan ilk 10 ülke sıralamasında, bir önceki yılın aynı dönemine göre %77,9 oranında artış ile Rusya lider konumunda olup, bu ülkeye yapılan ihracat 132,1 milyon dolar olmuştur. Yarı işlenmiş/bitmiş deri ürün grubunda 2018 yılı Ocak-Aralık döneminde en çok ihracat Hindistan ve İtalya'ya yapılmıştır. Ocak-Aralık döneminde en büyük ihracat pazarı % 16,0 oranında artarak 27,7 milyon dolar ihracat gerçekleştirilen Hindistan olmuştur. Hindistan'ın bu ürün grubu toplam ihracatı içerisindeki payı % 13,2 olarak kaydedilmiştir. Bu dönemde ikinci büyük ihracat pazarı konumunda olan İtalya'ya ihracatda, 2018 yılına kıyasla % 9,9 artış yaşanmış ve 20,8 milyon dolar değerinde ihracat gerçekleştirilmiştir. İtalya'nın bu ürün grubunun toplam ihracatı içerisindeki payı % 9,9 olarak hesaplanmaktadır. İşlenmiş kürk ürün grubu toplamında, 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre % 4,7 oranında artış yaşanmış, ihracat 58,3 milyona yükselmiştir. Bu ürün grubunda ülkemizin en büyük ihracat pazarı Güney Kore olmuştur. Güney Kore'ye 2017 yılında işlenmiş kürk grubunda 7,9 milyon USD dolar ihracat gerçekleştirilmişken 2018 yılında 16,9 milyon USD dolar gerçekleştirilmiştir.

ve bu değer ile %29,0 pay almıştır. Deri giyim ürün grubu ihracatında 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %6,4 oranında düşüş yaşanmış, ihracat 153 milyon dolara gerilemiştir. 2018 yılı Ocak-Aralık döneminde deri giyim ürün grubunda Türkiye'nin en büyük ihracat pazarı, 2017 yılı aynı dönemine kıyasla ihracatın % 1,7 oranında yükselerek 50,5 milyon dolar olarak gerçekleştiği Rusya olmuştur. Fransa, %3,7 düşüş ile Ocak-Kasım döneminde ikinci önemli pazarı olmuştur. İhracatdan % 11,5 oranında pay alan Fransa'ya 17,6 milyon dolar değerinde ihracat gerçekleştirilmiştir. 2018 yılı Ocak-Aralık döneminde, deri giyim ürün grubunda ihracat yapılan ilk on ülke içerisinde; ABD'ye %3,4, Hollanda'ya %20,8 ve Avusturya'ya %3,0 oranında ihracat artışları kaydetmiştir. Kürk giyim ürün grubunda, 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %6,6 oranında artış yaşanmış, ihracat 135 milyon dolardan 144 milyon dolara yükselmiştir. 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde kürk giyim ihracatında en büyük pazarın Rusya olduğu görülmektedir. Rusya'ya yönelik ihracatda 58 milyon dolarlık bir ihracat hacmi yakalanmış ve bu değerle kürk giyim ihracatından %40,1 pay almıştır. Kürk giyim ihracatında ikinci sırada, %14,5 oranında artış yaşanmış olan Fransa yer almaktadır. Bu ülkeye Ocak-Aralık döneminde 18,7 milyon dolarlık ihracat gerçekleştirilmiştir. Fransa'nın kürk giyim ihracatı içerisindeki payı %13,0 olarak kaydedilmiştir. Saraciyeyürün grubunda, 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre % 12,9 oranında artış yaşanmış, ihracat 189 milyon dolar değerinde gerçekleşmiştir. Saraciyeyürünleri ihracatının en önemli pazarı olan İtalya'ya yapılan ihracat, 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde % 84,3 oranında artarak 37,2 milyon dolara yükselmiştir. İtalya'nın Türkiye saraciyeyürünleri ihracatı içerisindeki payı ise bu dönemde % 17,4 olarak kaydedilmiştir. Saraciyeyürünleri ihracatının 2018 yılı Ocak-Aralık döneminde bir diğer önemli pazarı olan Almanya'ya ihracat ise %31,5 oranında düşerek 19,2 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

4. BÜYÜMEYİ DESTEKLEMESİ BEKLENEN UNSURLAR

Şirket kurulduğundan 2016 yılına kadar yükselen bir büyüme eğrisi göstermiştir. Ancak, özellikle söz konusu yıldan sonra, Şirket'in dövizle satış yapması sebebiyle, yükselen Amerikan Doları, kurumsallaşma çalışmaları ve en önemlisi özgün kreasyonlar nedeniyle büyüme ivmesi artmıştır.

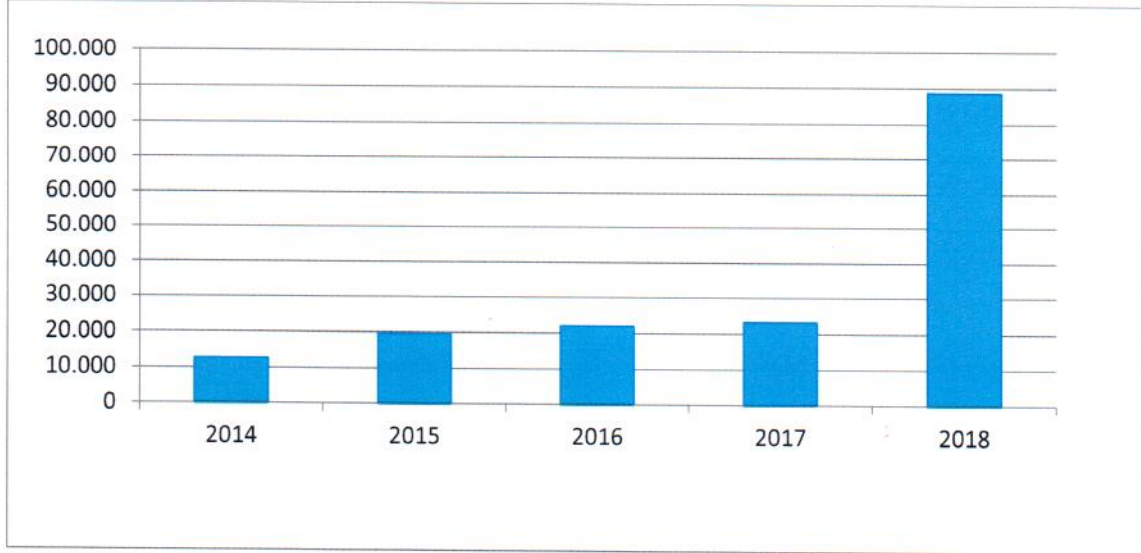
Şekil 11. 2013-2018 arası Derlüks Deri solo satışlar .



Kaynak:Şirket

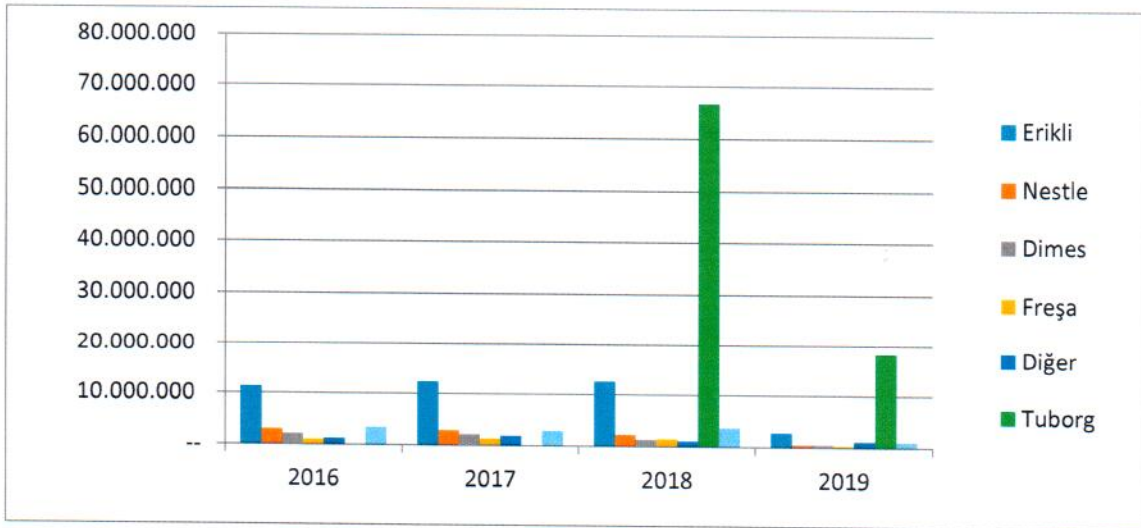
Bağlı Ortaklığı, Derlüks Deri bünyesine katıldıktan sonra ciddi yatırımlar yapmış ve büyüme ivmesinde ana şirkete katılmıştır. Özellikle ürün gamına Tuborg'un katılmasının önemli etkisi olmuştur.

Şekil 12. 2014-2018 arası Boran Meşrubat solo satışlar .



Kaynak: Şirket

Şekil 13. İçecek Bölümü Satışlarının Ürün Bazlı Dağılımı



Kaynak: Şirket

MESA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Ticaret Sicil No: 266539 / Yılız Sk. No:13 Güven Sazak Plaza
Etiler / Beşiktaş / İstanbul / TÜRKİYE
Tic. Sicil No: 266539 / Mersis No: 080300169090001000000
Tic. Sicil No: 266539 / Vergi Dairesi: İstanbul / Beşiktaş / Etiler
Tic. Sicil No: 266539 / Sicil No: 266539
Tic. Sicil No: 266539 / Sicil No: 266539

Şirket'in büyüme stratejisini hayata geçirmek için sahip olduğu güçlü yanlar ve dönemsel avantajlar aşağıda sıralanmıştır:

Güçlü Yanlar ve Dönemsel Avantajlar

- Şirket'in 17 yıllık faaliyet geçmişi olması sebebiyle sektörde kazanılmış olan güvenilirlik ve piar çalışmaları nedeniyle yurtdışında kazanılmış marka bilinirliği. İhraççı, özellikle Rusya ve Ukrayna'da 2014-2016 yılları arasında ciddi piar çalışmaları yapmıştır. Bu ülkeler genelinde tanınırlığı üst seviyededir.
- Müşterilerin, kalite yönetim standart ve sertifikasyon beklentilerinin tamamını karşılaması. Şirket, ISO 9001, ISO 9001, ISO 10002 ve ISO 14001 kalite belgelerine sahiptir. Turqualitiy Belgesi almak için girişimlere başlayacaktır. Bu belge sayesinde yurt dışında bilinirliği artacak ve yurt dışı büyümelerinde devlet desteği sağlayacaktır. (Kaynak: Şirket 2019-2023 Strateji Planı).
- Uzun zamandır birlikte çalışan yönetim kadrosu ve tecrübeli satış ekibi. Şirket ve Bağlı Ortaklığı'nın yönetici ve kalifiye işçi kadrosunun ortalama birlikte çalışma süresi 10 yıla yakındır.
- Rekabetin daha az olduğu erkek ürünlerine odaklanmış olması. Kreasyonlarının özgün olması. Şirket her yıl sonbahar-kış ve ilkbahar-yaz olmak üzere iki koleksiyon hazırlamaktadır. Bu koleksiyonlardaki özgün kreasyon sayısı 500'e yakındır. Kendi sektöründe bu sayının ortalaması 150 civarındadır. Bu durum Şirket'e aynı bölgede çalışan müşterilerine farklı ürünler satma avantajı sağlamaktadır. Bu durum müşteri memnuniyetini arttırmaktadır.
- Şirket'in Rusya ve Ukrayna'da 300'ü aşkın sadık bir müşteri portföyü vardır. Bu müşteriler düzenli olarak yıl içinde ürün talep etmektedirler. Ayrıca, İhraççının 4 yıldır yaptığı direk ihracat çalışmaları meyve vermeye başlamıştır. Derlüks Deri'nin 2016 yılından önce eski doğu bloku ülkelerine gerçekleştirdiği satış, toplam satışların tamamı düzeyindeyken, 2018 yılında bu oran %93.47'ye düşmüştür. Şirket, Balmain, YvesSalomon, Tara Jarmon, Tigha, SiesMarjan, Barbara Bui ve Humanoid gibi bir çok tanınmış markayla iş birliği yapmaya başlamıştır.
- Derlüks Deri tam kapasiteye yakın çalışmaktadır. Ancak, kapasite arttırımı yapmak maliyetli değildir. Şirket, fikir ve emek yoğun bir iş planlamasıyla çalışmaktadır. Bir dikiş makinesinin ortalama maliyeti 1.800 TL civarındadır. Bir dikimhane işçisinin ortalama maliyeti yıllık 36.000 TL civarındadır. Üç işçi, bir makine arttırımının yıllık maliyeti 110.000 TL civarındadır. Bu maliyetle ortalama yıllık 2.695 adet ürün üretmek mümkündür. 330.000 TL maliyetle Şirket kapasitesini %10 artırabilir.
- Bağlı ortaklığın su, bira ve meşrubat satan noktalara, bütün bu ürünleri çapraz pazarlama yöntemi ile satılabilmesi. Yeni ürün gamı eklenmesi halinde yüksek bir yatırım maliyeti gerekmemesi. Bu durum Tuborg'un ürün gamına katılmasıyla meydana gelen satış hacmi büyümesiyle daha da belirgin hale gelmiştir. Dağıtım ağına bir distribütörlük daha eklenmesi hem toplam ciroya, hem FAVÖK'e ciddi katkılar yapabilmesine rağmen genel yönetim giderlerinde artış meydana getirmemektedir.

- Üretimi yapılan ürünler,
- Ticari ürünler
- Bağlı ortaklık ticari ürünler

• 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. Şirket'in satış gelirlerine ilişkin projeksiyonu aşağıdaki gibidir.

Tablo 11: 2019-2023 arası Şirket satış projeksiyonu.

Net Satışlar (Bin TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Deri Konfeksiyon	77.660	79.213	88.719	99.365	109.302	120.232
İçecek Dağıtım	88.835	102.161	117.485	135.107	155.373	174.018
TOPLAM SATIŞLAR	166.492	181.374	206.204	234.473	264.675	294.250
Satış Artış Oranı	131,11%	8,94%	13,69%	13,71%	12,88%	11,17%

Kaynak: Şirket

• Şirket'in satış maliyetleri, deri konfeksiyon mamülleri ve bağlı ortaklık tarafından gerçekleştirilen ticari malın maliyetlerinden oluşmaktadır. Şirket'in satılan malın maliyetine ilişkin projeksiyonu aşağıdaki gibidir.

Tablo 12: 2019-2023 arası satışların maliyeti.

Satışların Maliyeti (Bin TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Deri	64.572	66.143	74.080	82.970	91.267	100.394
İçecek	82.101	93.988	108.086	124.299	142.943	160.097
TOPLAM MALİYET	146.673	160.131	182.166	207.269	234.211	260.490
SMM/ Net Satışlar	88,1%	88,3%	88,3%	88,4%	88,5%	88,5%

Kaynak: Şirket

• Amortisman tablosu hazırlanırken Şirket'in mevcut filo yatırımlarının amortismanı ve gelecekteki filo yenileme yatırımlarından oluşacak amortismanlar dikkate alınmıştır.

Tablo 13: 2019-2023 arası ayrılabilir tahmini amortisman.

Amortismanlar (Bin TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Amortisman	423	461	524	596	673	748
TOPLAM	423	461	524	596	673	748

Kaynak: Şirket

• Şirket faaliyet giderlerini satış projeksiyonları ile paralel gerçekleşmesini beklemekte olup, Şirket'in gelecek yıllara ilişkin faaliyet giderleri aşağıdaki gibidir

Tablo 14: 2019-2023 arası tahmini faaliyet giderleri.

Faaliyet Giderleri (Bin TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
TOPLAM	5.843	6.181	7.061	8.067	9.178	10.235
Satışlara Oranı	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%	3,5%	3,5%

Kaynak: Şirket

- Net işletme sermayesinin hesaplanmasında geçmiş yıllardaki ortalama devir hızları ve bağımsız denetim raporu göz önünde bulundurularak devir hızları gün olarak aşağıdaki gibi belirlenmiş olup, işletme sermayesi ihtiyacı da bu doğrultuda hesaplanmıştır:

Tablo 15: 2019-2023 arası tahmini işletme sermayesi ihtiyacı

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ticari Alacaklar	24.541	47.207	53.669	61.027	68.888	76.586
Stoklar	20.873	27.200	30.943	35.207	39.784	44.248
Ticari Borçlar	17.747	50.891	57.894	65.872	74.434	82.786
Net Satışlar	166.492	181.374	206.204	234.473	264.675	294.250
SMM	146.670	160.131	182.166	207.269	234.211	260.490
Alacak Tahsil Süresi*	100	95	95	95	95	95
Stok Süresi	46	62	62	62	62	62
Borç Ödeme Süresi*	153	116	116	116	116	116
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net Çalışma Sermayesi	27.667	23.516	26.719	30.363	34.238	38.047
▲ Net Çalışma Sermayesi		-4.151	3.202	3.644	3.875	3.810

Kaynak: Şirket

*: Borç ödeme ve alacak tahsil süreleri ile ilgili varsayımlar, bağımsız denetim raporunda yer alan geçmiş son üç yıl verilerinin ağırlıklı ortalaması olarak değerlendirilmiştir. Şirket aldığı/verdiği ticari çekleri üzerinde yazılı olan tarihten önce tahsil/ödeme yapabilmektedir. Bu doğrultuda bağımsız denetçi ilgili çekler için gerçekleşen edimlerin tarihine göre reeskont uygulamıştır.

- Şirket'in planladığı yatırım harcamaları mevcut filo yatırımlarından doğan amortisman giderleri kadar gerçekleşeceği planlanmış olup, ilgili varsayımlar aşağıdaki gibidir.

Tablo 16: 2019-2023 arası tahmini yatırım ihtiyacı.

Bin TL	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Yatırım Harcamaları	458	499	568	646	729	810
TOPLAM	458	499	568	646	729	810

Kaynak: Şirket

- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti(AOSM); Şirket'in özsermaye maliyeti ve ortalama borçlanma maliyeti, Şirket'in özsermayesi ve finansal borçları toplamına göre ağırlıklandırılarak %21,97 olarak hesaplanmıştır. Kurumlar vergisi AOSM hesaplaması tarihi itibarıyla geçerli olan %22 kullanılmıştır. Hesaplamaya ilişkin detaylar aşağıdaki gibi dikkate alınmıştır.

31.03.2019ŞİRKET VERİLERİ(TL)	
Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar(a)	43.811.269*
Özkaynaklar (b)	23.015.959
Özkaynak Ağırlığı (b/a+b)	0,3444
Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçların Ağırlığı (a/b+a)	0,6556

*: İlgili bakiye bağımsız denetim raporu dipnot 6'da 44.061.306 TL'dir. Bu fiyat tespit raporunda finansal borçlar olarak yalnızca banka kredileri hesaplamaya dahil edilmiş olup, finansal kiralama ve kredi kartından kaynaklanan borçlar hesaplamaya dahil edilmemiştir. Bu yaklaşımın sebebi; Şirket'in borçluluk oranını yükselerek, AOSM hesabında 5 baz puanlık bir düşüş ile %22,17 yerine %22,12 olarak gerçekleşecek olmasıdır..

MEKSA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Selit Teslimatçı Yılmaz Sk. No:13 Güven Sazak Plaza
A Blok Kat:5 / Kavacık / Beykoz / İSTANBUL
Tel: +90 212 693 05 70-71 Bx 00-01 Fax: +90 212 693 05 70-71
meksa@meksa.com / www.meksa.com.tr
E-Posta: Yurumlar Vergi Dairesi
Yatırım No: 640016909 Sicil No: 26653-
Yatırım No: 0614-0016-9990-0017

Şirket'in kısa ve uzun vadeli finansal borçlarının görünümü aşağıdaki gibidir.

Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar(TL)	31.03.2019
TL Cinsi Krediler	9.479.035
USD Cinsi Kredilerin TL Karşılığı	28.575.312
Avro Cinsi Kredilerin TL Karşılığı	5.756.922
Toplam	43.811.269

31.03.2019 tarihi itibarıyla, Türk Lirası cinsinden banka kredilerinin ortalama faiz oranı %20, Amerikan Doları cinsinden ortalama faiz oranı %6,80 ve Avro cinsinden %4,90'dir.(Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu Dipnot-6)

Vergi sonrası ağırlıklandırılmış borçlanma maliyeti yukarıda yer alan bilgiler doğrultusunda aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Vergi Sonrası Ağırlıklandırılmış Ortalama Borçlanma Maliyeti	
Finansal Borçların Toplam Kaynaklardaki Ağırlığı (a)	%65,56
Ortalama Borçlanma Maliyeti (b)	%21,49*
Kurumlar Vergisi (c)	%22,00
Vergi Sonrası Ağırlıklandırılmış Borçlanma Maliyeti= a*[b*(1-c)]	%10,99

*Şirket'in mevcut kredilerine göre ortalama borçlanma maliyeti %16,43 olarak hesaplanmaktadır. Şirket'in kullandığı banka kredilerinin %78'i döviz cinsi krediler olması nedeniyle bu oran risksiz faiz oranının oldukça altında gerçekleşmektedir. Bu doğrultuda, değerlendirme çalışmasında hassasiyetin korunması amacıyla Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından her hafta yayınlanan "Bankalarca Açılan Kredilere Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları" "TP.KTF17 - Ticari (TL Üzerinden Açılan)(Akım Veri,%)" verisinin iki yıllık ortalaması olan %21,49 oranının kullanılması uygun görülmüştür.

Şirket'in özsermaye maliyeti; CAPM (Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli) kullanılarak aşağıdaki bilgiler doğrultusunda hesaplanmıştır.

Risksiz faiz oranı olarak, TRT080328T15 kodlu ve 08.03.2028 itfa tarihli 10 yıllık hazine tahvilinin, 03.06.2019 tarihli kapanışı olarak %18,94'ün kullanılması uygun görülmüştür.

Piyasa ortalama getirisi, gelişmekte olan ülkeler genelindeki yüksek volatilité nedeniyle hesaplanmamıştır. Bu doğrultuda; risk primi hesaplamalarında Dünya genelinde kabul görmüş çalışmalara sahip New York Üniversitesi profesörlerinden Aswath Damodaran¹'in çalışmalarına göre; kredi notu Aaa olan ülkeler için ülke risk primi %0,00 olarak kabul edilirken, bu ülkeler için özsermaye risk primini ise 2019 yılı Haziran ayı itibarıyla %5,38 olarak hesaplanmıştır. Moody's kredi derecelendirme kuruluşuna göre Türkiye'nin kredi notu Ba3 olup, ilgili çalışmada Ba3 kredi notuna sahip ülkeler ile Aaa kredi notuna sahip ülkeler arasındaki kredi notu bazlı temerrüt makası ortalama %4,06 olarak değerlendirilmektedir. Bu doğrultuda Türkiye'nin özsermaye risk primi % 8,95 olarak hesaplanmıştır.

Beta katsayısı hesaplamasında; Şirket henüz Borsa İstanbul'da işlem görmediği için piyasa betası("1") referans alınmış, Şirket'in mevcut finansal borçluluk faktörü gözetilerek kaldırıcı beta hesaplanmıştır. Hesaplama, Şirket'in finansal borçlarının toplam kaynaklarındaki ağırlığı %58,05 ve kurumlar vergisi %22 olarak dikkate alınmıştır. Bu doğrultuda kaldırıcı beta;

¹ Profesör Aswath Damodaran'ın çalışmalarını paylaştığı kişisel internet sayfası, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/?ga=2.236677249.1483338294.1555455506.1727453229.1555455506>

Kaldıraçlı Beta	
Piyasa Betası(a)	1,00
Kurumlar Vergisi(t)	%22
Borçların Toplam Kaynaklardaki Ağırlığı(b)	%65,56
Kaldıraçlı Beta(a+(1-t)*b)	1,51

Yukarıdaki veriler ile özsermaye maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Ağırlıklandırılmış Özsermaye Maliyeti(%)	
TRT080328T15 (Risksiz Faiz Oranı), (R _F)	%18,94
Beta (β)	1,51
Özsermaye Risk Primi (ERP), (R _M -R _F)	%8,95
CAPM = Özsermaye maliyeti = R _F +β*(R _M -R _F) (A)	%32,47
Özsermayenin toplam kaynaklardaki ağırlığı (B)	%34,44
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Maliyeti = A*B	%11,18

Yukarıda hesaplanan ağırlıklandırılmışözsermaye 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
AOSM = A+B	%22,17

- 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 için %20 olarak uygulanmış ve ilgili yılda ödendiği varsayılmıştır.

5.1.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemine Göre Şirket Değeri

Yukarıda belirtilen varsayımlar doğrultusunda;

Tablo 17: 2019-2023 arası indirgenmiş nakit akımları

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
Sermaye değeri	43.628

$$\text{Projeksiyon Dönemi} = a = \left[\frac{\text{Serbest Nakit Akımı}_{2019}}{(1+AOSM)^{6/12}} + \dots + \frac{\text{Serbest Nakit Akımı}_{2023}}{(1+AOSM)^{4+6/12}} \right] = 41.362$$

$$\text{Atık Değer} = b = \frac{[\text{Serbest Nakit Akımı}_{2023} \times (1+\text{Büyüme Oranı})]}{AOSM - \text{Büyüme Oranı}} \times \frac{1}{(1+AOSM)^{4+6/12}} = 36.510$$

$$\text{Şirket Değeri} = c = a + b = 77.872$$

$$\text{Sermaye Değeri} = d = c - \text{Net Borç} = 77.872 - 34.244 = 43.628$$

Yukarıda detayları verilen İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi varsayımlarına göre **Şirket'in sermaye 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.

5.2 Emsal Şirket Değeri Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)

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 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, ilgili sektörler için 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. Yıllıklandırma (31/03.2019 + 31.12.2018 -

31.03.2018)işlemi ile yapılmıştır. Bu doğrultuda Derlüks Deri'nin 31.03.2018 – 31.03.2019 tarih aralığına ilişkin verileri aşağıdaki gibihesaplanmıştır.

Tablo 18: Faiz, amortisman, vergi, öncesi kar 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
BRÜT ESAS KAR/(ZARAR)	13.795.185	7.360.140	21.155.325
BRÜT KAR MARJI (%)	%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
ESAS FAALİYET KARI/(ZARARI)	13.950.342	3.385.652	17.335.994
ESAS FAALİYET KARI MARJI (%)	%18,67	%3,48	%10,08
Amortisman ve İtfa Payları	199.538	239.622	439.160
FAVÖK	14.149.880	3.625.274	17.775.154
FAVÖK MARJI (%)	%18,94	%3,72	%10,33

Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu Mali Tabloları

Tablo 19: Kısımlar arası FAVÖK'ün ağırlığı

FAVÖK Ağırlığı Hesaplaması		
Deri Favök	14.149.880	%79,60
İçecek Favök	3.246.085	%20,40
Toplam	17.775.154	%100

Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu Mali Tabloları

Özsermaye (TL)	31.03.2019			
	Deri	İçecek	Bölümler Arası Elemine 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
Net	22.663.394	10.352.565	-10.000.000	23.015.959

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
Toplam		%100,00	23.015.959

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

Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu

Tablo 20: Kısımlar arası Net Kâr Hesaplaması

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

5.2.1 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 Sektörü'nde yer alan aşağıdaki şirketlerin 03/06/2019 tarihli çarpanları kullanılmıştır. Söz konusu çarpan değerleri Finnet Veri Programı'ndan temin edilmiştir.

03/06/2019 tarihli sektör verileri aşağıdaki gibidir.

Tablo 21: Piyasa çarpanları baz alınan şirketler.

03.06.2019	Piyasa Değeri (TL)	Firma Değeri (TL)	Net Borç (TL)	Özkaynaklar (TL)	Net Satışlar (TL)	FAVÖK (TL)
ATEKS	210.924.000	246.812.873	35.888.873	455.155.940	102.302.813	5.676.377
ARSAN	149.054.400	252.176.743	103.122.343	327.171.993	62.225.483	1.090.131
BLCYT	72.000.000	147.984.641	75.984.641	125.206.106	52.426.790	17.007.982
BRKO	28.800.000	57.879.860	29.079.860	88.205.040	3.880.028	-761.487
BRMEN	10.355.450	10.413.174	57.724	30.271.427	942.124	-93.231
BOSSA	217.000.000	705.957.040	488.957.040	150.013.893	149.807.816	29.290.664
DAGI	67.115.000	144.010.333	76.895.333	96.181.753	28.467.077	5.243.975
DERIM	44.550.000	138.172.682	93.622.682	41.410.405	56.253.286	475.900
DESA	126.992.682	278.413.901	151.421.219	79.412.583	92.410.317	20.125.699
DIRIT	7.881.000	20.399.126	12.518.126	4.141.093	1.043.831	-543.357
HATEK	87.360.000	139.337.091	51.977.091	217.245.153	39.851.452	-874.625
KRTEK	43.875.623	218.539.035	174.663.412	57.952.379	76.810.917	7.752.511
KORDS	2.379.090.599	3.759.010.076	1.379.919.477	1.949.815.590	1.265.140.511	197.633.911
LUKSK	40.600.000	81.852.994	41.252.994	80.853.126	23.180.151	4.902.797
MNDRS	160.000.000	1.041.201.941	881.201.941	239.081.410	247.895.281	32.255.136
MEMSA	30.780.000	88.514.904	57.734.904	27.825.931	0	-495.326
RODRG	16.366.350	20.547.377	4.181.027	8.910.322	14.366.918	70.771
ROYAL	49.200.000	399.689.453	350.489.453	56.928.789	263.083.790	6.876.502

SKTAS	50.150.000	358.020.880	307.870.880	91.967.566	95.675.420	18.081.642
SNPAM	234.198.563	278.478.999	44.280.436	94.673.214	13.094.923	3.925.047
YATAS	629.155.517	837.814.384	208.658.867	321.118.177	237.744.028	33.764.541
YUNSA	123.930.000	202.674.256	78.744.256	85.479.137	102.586.277	6.969.287

Kaynak: Finnet Analiz Expert

Tablo 22: Piyasa çarpanları baz alınan şirketlerin karlılık marjları.

Şirketler	Brüt Kar Marjı (%)	Net Kar Marjı (%)	FAVÖK Marjı (%)	Cari Oran
ATEKS	17,67	2,12	5,55	1,24
ARSAN	9,66	29,26	1,75	1,07
BLCYT	34,19	13,03	32,44	2,07
BRKO	11,20	-61,89	-19,63	0,76
BRMEN	46,74	-459,33	-9,90	0,05
BOSSA	26,32	1,86	19,55	1,19
DAGI	50,73	-2,46	18,42	1,13
DERIM	8,90	1,67	0,85	1,53
DESA	43,58	4,80	21,78	1,03
DIRIT	-65,25	-168,19	-52,05	0,58
HATEK	5,14	-2,92	-2,19	1,21
KRTEK	14,92	0,11	10,09	1,61
KORDS	20,30	7,35	15,62	1,25
LUKSK	30,04	5,92	21,15	1,68
MNDRS	15,64	-7,79	13,01	0,94
MEMSA	0,00	0,00	0,00	0,04
RODRG	46,19	6,77	0,49	1,59
ROYAL	9,66	-12,96	2,61	0,86
SKTAS	29,03	16,48	18,90	0,83
SNPAM	26,02	8,78	29,97	2,26
YATAS	40,70	5,93	14,20	1,27
YUNSA	18,21	0,79	6,79	1,10

Kaynak: Finnet Analiz Expert

Bu doğrultuda 03.06.2019 tarihli BİST Doküman, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü çarpanları aşağıdaki şekilde oluşmuştur.

Tablo 23: Piyasa çarpanları baz alınan şirketlerin çarpanları.

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
DERIM	0,00	1,08	0,00	0,21

DESA	10,84	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
Aritmetik Ort.	9,38	1,20	6,74	0,88

Kaynak: Finnet Analiz Expert

Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü çarpanları olarak; F/K,PD/DD, FD/FAVÖK ve PD/NS çarpanlarının kullanılması uygun görülmüştür. 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. Bu doğrultuda Şirket değeri, 03.06.2019 tarihli BİST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü çarpanlarına göre aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

Tablo 24: BİST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü için baz alınan piyasa çarpanları

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

Kaynak: Finnet Analiz Expert

5.2.2 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 Sektörü'nde 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 Meşrubat'ın ticari ürün satışlarından gerçekleşen karlılığı, Ana Ortaklık Derlüks Deri ile farklı marjlarda gerçekleşmektedir.

BIST Gıda, Alkol ve Tütün Sektörü'nde yer alan şirketlerin çarpanlarından uç değerler olarak kabul edilen çarpanlar hesaplama 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.

Bu doğrultuda 03.06.2019 tarihli BIST İçecek Sektöründe yer alan şirketlerin çarpanlarına göre Boran Meşrubat değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Tablo 25:Piyasa çarpanları baz alınan şirketler

İçecek Sektörü (Bin TL)	Piyasa Değeri	Firma Değeri	Net Borç	Özkaynaklar	Net Satışlar	FAVÖK
ALYAG	36.750	39.206	2.456	19.305	1.793	-501
AEFES	11.184.868	16.671.270	5.486.402	12.019.602	3.968.649	367.345
AVOD	144.000	200.644	56.644	49.594	38.604	2.799
BANVT	1.399.330	1.542.374	143.044	719.912	772.644	58.844
CCOLA	7.046.071	10.220.858	3.174.787	5.903.950	2.228.966	320.548
DARDL	52.216	238.268	186.052	-288.367	110.248	12.650
EKIZ	2.010	20.511	18.502	5.254	4.716	-420
ERSU	29.520	29.228	-292	36.886	2.037	167
FRIGO	14.340	27.121	12.781	22.362	23.789	5.338
KRSAN	26.362	23.961	-2.401	39.526	207	-379
KENT	3.622.208	3.718.551	96.343	444.080	249.198	29.645
KERVT	1.045.960	1.387.631	341.671	638.704	612.607	101.417
KNFRT	186.120	196.117	9.997	128.974	50.945	14.670
KRSTL	75.840	73.205	-2.635	121.715	31.112	1.275
MERKO	33.666	44.490	10.824	31.217	4.928	-616
OYLUM	14.637	25.694	11.057	24.201	13.717	1.092
PENGD	75.616	165.091	89.475	27.133	27.642	-3.052
PETUN	241.376	236.654	-4.722	510.549	164.949	12.116
PINSU	54.611	228.951	174.341	55.030	47.757	5.134
PNSUT	291.283	441.804	150.521	783.925	379.181	21.341
SELGD	17.270	17.717	447	17.256	3.040	-201
TATGD	586.160	705.404	119.244	514.587	278.644	22.375
TKURU	5.460	9.124	3.664	1.001	4.096	-579
TUKAS	1.082.421	1.451.552	369.131	186.275	156.008	35.297
TBORG	2.499.439	2.182.941	-316.498	913.199	351.551	89.876
ULUUN	182.520	414.733	232.213	251.471	781.602	26.815
ULKER	6.559.560	8.286.105	1.726.545	3.690.938	1.942.360	330.208
VANGD	36.500	19.581	-16.919	38.747	3.289	-1.869

Kaynak: Finnet Analiz Expert

Tablo 26:Piyasa çarpanları baz alınan şirketlerin karlılık marjları

İçecek Sektörü	Brüt Kar Marjı (%)	Net Kar Marjı (%)	FAVÖK Marjı (%)	Cari Oran
ALYAG	44,39	-48,54	-27,92	0,56
AEFES	30,69	-4,45	9,26	1,19
AVOD	17,09	14,74	7,25	1,12
BANVT	11,46	-1,76	7,62	1,42
CCOLA	31,33	-0,12	14,38	1,53
DARDL	28,40	-7,06	11,47	0,28
EKIZ	-0,01	-20,40	-8,92	0,48
ERSU	22,17	7,98	8,19	1,79
FRIGO	27,49	7,51	22,44	1,44
KRSAN	83,20	120,90	-182,79	1,69
KENT	25,14	1,57	11,90	1,26
KERVT	25,78	4,72	16,55	2,47
KNFRT	34,47	20,90	28,80	1,68
KRSTL	10,92	1,74	4,10	4,60
MERKO	14,39	-9,52	-12,51	0,66
OYLUM	12,69	4,89	7,96	1,07

PENG	3,45	-27,02	-11,04	0,80
PETUN	13,67	1,26	7,35	1,34
PINSU	44,95	-18,67	10,75	0,41
PNSUT	14,06	4,62	5,63	1,06
SELGD	6,55	3,98	-6,62	3,17
TATGD	21,74	4,92	8,03	2,63
TKURU	10,10	-32,38	-14,14	1,47
TUKAS	26,43	7,49	22,63	1,03
TBORG	48,17	12,56	25,57	1,06
ULUUN	4,97	0,89	3,43	1,38
ULKER	27,71	18,82	17,00	3,55
VANGD	0,18	14,60	-56,83	5,34

Kaynak: Finnet Analiz Expert

Tablo 27:Piyasa çarpanları baz alınan şirketlerin çarpanları.

İçecek Sektörü	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	-0,18	4,81	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
KERVIT	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
PENG	0,00	2,79	13,08	0,44
PETUN	5,40	0,47	4,56	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	1,43
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
Aritmetik Ort.	10,75	1,36	6,92	0,40

Kaynak: Finnet Analiz Expert

Tablo 28: Baz alınan şirketlere göre içecek kısmının piyasa çarpanları değerlemesi.

	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	PD/NS
Bist İçecek Sektörü	10,75	1,36	6,92	0,40

Kaynak: Finnet Analiz Expert

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

Derlüks Deri'nin piyasa değeri 03.06.2019 tarihli çarpanlara göre belirlenen Şirket değerinden net finansal borçluluğun çıkarılması ile aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

Tablo 29: Baz alınan piyasa çarpanlarına göre Derlüks Deri'nin değerlemesi.

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

Kaynak: Finnet Analiz Expert

Tablo 30: Piyasa Çarpanlarına Göre Şirket Değeri

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

Kaynak: Finnet Analiz Expert

Değerlemede kullanılan çarpanlar eşit olarak ağırlıklandırılmıştır. F/K ve PD/DD çarpanlarına göre Şirket Değeri, diğer çarpanlara göre daha düşük çıkmaktadır. Bu çarpanların kullanılmasının, halka arzın ağırlıklı olarak sermaye artırımı yöntemi ile yapılacak olması nedeniyle adil ve muhafazakar bir yaklaşım olacağı görüşündeyiz. BİST Dokumacılık, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü ile BIST 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.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür.

6. SONUÇ

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.

DerlüksDeri'ninhalka arz fiyatı hesaplamasında İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi ve BİST çarpanları eşit ağırlıklandırılmak suretiyle Şirket için aşağıdaki nihai değere aşağıdaki şekilde ulaşılmıştır.

Tablo 31: Derlüks Deri'nin İNA ve piyasa çarpanları analizine göre değerlemesi.

	Şirket Değeri	Ağırlıklandırma	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

Kaynak: Finnet Analiz Expert

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.

Çıkarılmış Sermaye	15.000.000
Pay Başına Şirket Değeri	3,61
Halka Arz İskontosu	26,25%
Halka Arz Fiyatı	2,66
Halka Arz Öncesi Şirket Değeri	54.172.675
Halka Arz Öncesi İskontolu Şirket Değeri	39.900.000
Halka Arz Nominal Tutar	11.000.000
Ortak Satışı Nominal Tutar	1.000.000
Sermaye Artırımı Nominal Tutar	10.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	29.260.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	66.500.000
Tahmini Halka Arz Maliyeti	2.492.797
Sermaye Artırımı Halka Arz Maliyeti	2.289.868
Ortak Satışı Halka Arz Maliyeti	202.929
Halka Arz Öncesi Özkaynaklar	23.015.959
Halka Arz Sonrası Özkaynaklar	47.326.091

Net Kar	3.957.325
Favök	17.775.154
Halka Arz Sonrası Firma Değeri	100.743.910

Şirket'in halka arz fiyatına göre halka arz sonrası oluşacak piyasa çarpanları ise aşağıda gösterilmiştir.

Halka Arz Sonrası Şirket Çarpanları	
F/K	16,80
PD/DD	1,41
FD/FAVÖK	5,67
PD/NS	0,37

Kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi/değiştirilmesi, farklı değerleme yöntemleri ile farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür.

07.06.2019

Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

MEKSA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Şehit Teoman Ali Yılmaz Sk. No:13 Güven Sokağı Plaza
A Blok Kat:3-4 Kavacık / Beşiktaş / İstanbul
Tel:+90 212 681 34 00-01 Fax:+90 212 681 06 70-71
meksa@meksa.com / www.meksa.com.tr
Boğaziçi Kurumlar Vergi Dairesi
Vergi No: 6140016909 Sicil No: 296538
Mersis No: 0614-0016-9001-00000

R. Kaan FERHATOĞLU

Yönetim Kurulu Başkan Vekili /
Genel Koordinatör

VesileŞARLIOĞLU

Yönetim Kurulu Üyesi/
Genel Müdür