

# Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.

## Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporunda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, 20 Haziran 2019 tarihinde KAP'ta açıklanan Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 7 Haziran 2019 tarihli Meks Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir.

### 1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

2002 yılında kurulan Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin ("Derlüks" ya da "Şirket") temel faaliyetleri, deri ve tekstil giyim aksesuarları ve kullanım ürünlerinin imalatı ve ticaretidir. Ürettiği başlıca ürünler tabi deriden kaban, mont ve kuzu kürkü kabandır.

2016 yılında kendi markası olan Emiliano Zapata ile satış yapmaya başlayan Şirket, aynı zamanda çeşitli Avrupa ve Amerika menşeli şirketlere fason üretim de yapmaktadır.

2014 yılında Boran Meşrubat Dağıtım Sanayi ve Ticaret Ltı. Şti.'nin ("Boran Meşrubat") satın alınmasıyla, içecek distribütörlüğü de Şirket'in temel faaliyetleri arasına eklenmiştir.

Şirket, deri üretimi faaliyetlerini 3.100 m2 kapalı alanda ve 87 personel ile, içecek distribütörlüğü faaliyetlerini ise 2.750 m2 kapalı alanda ve 47 personel ile sürdürmektedir.

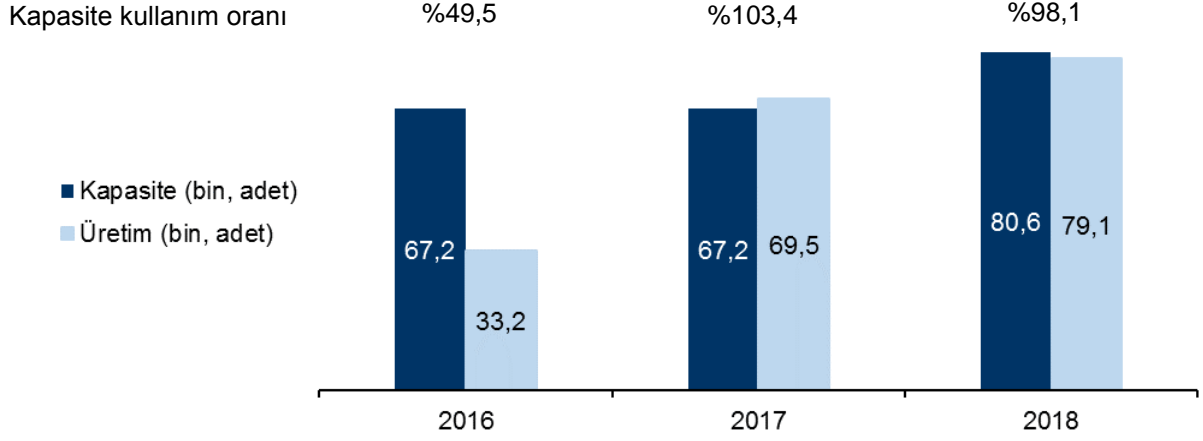
2018 yılında şirketin en önemli gelir kalemi, geçen yıl başlanılan ve Şirket gelirlerinin %40'ını oluşturan hafif alkollü içecek (Tuborg) distribütörlüğüdür. Diğer önemli faaliyet alanları deri ve kuzu kürkünden kaban ve ceket üretimi ve pet su (Erikli ve Nestle) distribütörlüğüdür.

Rusya ve Ukrayna, toplam satışlardaki %31, ihracattaki %93 paylarıyla Şirket'in en önemli yurt dışı pazarıdır.

Şirket, 2017 yılında ödenmiş sermayesini 5.000.000 TL'den 8.465.932 TL'ye, 2018 yılında ise 15.000.000 TL'ye artırmıştır.

Derlüks, halka arz sonucunda elde edilmesi beklenen net gelirin %79'unun kredi kapatma, %8'inin kur riskinden korunma ve geri kalan %13'ünün iş geliştirme amacıyla kullanılacağını açıklamıştır.

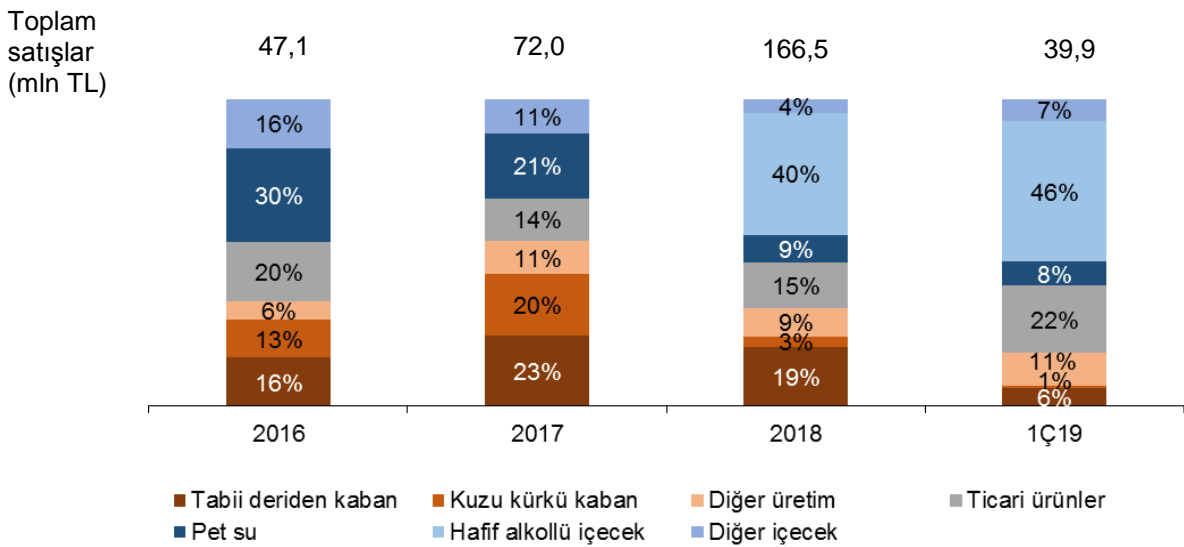
### Deri Üretimi Kapasite Kullanımı



Yıllık kapasite hesaplamaları için aşağıdaki tablo kullanılmıştır.

	Makine Sayısı (A)	Makine Başına Günlük Üretim (B)	Bir Yıllık Bir Yılın Gün Sayısı (C)	Mesaisiz Kapasite (D = A x B x C)	Mesaideki Kapasite (E = D x 0,12)	Toplam Kapasite (F = D + E)
2018	30	8	14.000.000	72.000	8.640	80.640
2017	25	8	11.000.000	60.000	7.200	67.200
2016	25	8	25.000.000	60.000	7.200	67.200

### Satışların Kırılımı



## 2. Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

<b>Şirket</b>	Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Derlüks" veya "Şirket")
<b>Talep Toplama Tarihi</b>	27-28 Haziran 2019
<b>Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı</b>	Ortak Satışı: 1.000.000 TL nominal değerli paylar Sermaye Artırımı: 10.000.000 TL nominal değerli paylar
<b>Halka Arz Yöntemi</b>	Ortak Satışı ve Sermaye artırımı
<b>Talep Toplama Yöntemi</b>	Borsada Sabit Fiyat ile Talep Toplama
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	2,66 TL
<b>Öngörülen Piyasa Değeri</b>	66.500.000 TL
<b>Tahmini Arz Büyüklüğü</b>	29.260.000 TL
<b>Halka Arz Oranı</b>	%44,00
<b>Fon Kullanım Yeri</b>	Halka arz sonucunda elde edilmesi beklenen net gelirin %79'unun kredi kapatma, %8'inin kur riskinden korunma ve geri kalan %13'ünün iş geliştirme amacıyla kullanılacağı açıklanmıştır.

## 3. Şirket Ortaklık Yapısı

	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay (TL)	Pay (%)	Pay (TL)	Pay (%)
Cemal GÜZELCİ	15.000.000	%100,00	14.000.000	%56,00
Halka Açık Kısım	0	%0	11.000.000	%44,00
<b>TOPLAM</b>	<b>15.000.000</b>	<b>%100,00</b>	<b>25.000.000</b>	<b>%100,00</b>

## 4. Değerlendirme Hakkında Özet Bilgi

Meksa Yatırım, Derlüks'ün paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer belirlenmesi amacıyla değerlendirme yöntemleri olarak indirgenmiş nakit akımları analizini ve piyasa çarpanları analizini kullanmıştır.

### 4.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Derlüks'ün fiyat tespit raporunda kullanılan başlıca varsayımlar şunlardır:

#### Şirket'in operasyonlarıyla ilgili varsayımlar

- 1) Projeksiyon süresi 5 yıldır.
- 2) Satışların yıllık bileşik büyüme oranı %12,1 kabul edilmiştir.

- 3) Brüt kar marjının kademeli olarak %11,7'den %11,5'e gerileyeceği öngörülmüştür.
- 4) Amortismanın kademeli olarak yıllık 461 bin TL'den 748 bin TL'ye yükseleceği, aynı şekilde yatırım harcamalarının da amortismanla paralel olarak yıllık 499 bin TL'den 810 bin TL'ye çıkacağı tahmin edilmiştir.
- 5) Faaliyet giderlerinin satışlara oranı, projeksiyon süresinde ilk üç yıl boyunca %3,4, son iki yıl %3,5 alınmıştır.
- 6) Alacak tahsil, stok ve borç ödeme sürelerinin projeksiyon süresi boyunca sabit kalacağı ve sırasıyla son üç yılın ağırlıklı ortalaması alınarak 95, 62 ve 116 gün olacağı kabul edilmiştir.

### İndirgenmiş nakit akımına yönelik varsayımlar

- 1) Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında kullanılacak olan özkaynak ve borçluluk oranlarında, 31.03.2019 tarihindeki özkaynaklar ve toplam banka kredileri kullanılmıştır. Finansal borçlara, toplam 250.037 TL olan finansal kiralama ve kredi kartı borçları dahil edilmemiştir. Bunun sonucunda özkaynak ağırlığı %34,44, finansal borç ağırlığı %65,56 olarak hesaplanmıştır.
- 2) Ortalama borçlanma maliyeti olarak TCMB sayfasında yayınlanan "Bankalarca Açılan Kredilere Uygulanan Ağırlıklı Ortalama Faiz Oranları (TL Üzerinden Açılan)" verisinin iki yıllık ortalaması olan %21,49 alınmıştır.
- 3) Kaldıraçlı beta ve vergi sonrası ağırlıklandırılmış borçlanma maliyeti hesaplamalarında kurumlar vergisi %22 kabul edilmiştir. İndirgenmiş nakit akımları hesaplanmasında ise kurumlar vergisi ilk iki yıl için %22, son üç yıl için ise %20 alınmıştır.
- 4) Risksiz faiz oranı olarak, TRT080328T15 ISIN kodlu 10 yıllık hazine tahvilinin 03.06.2019 tarihindeki kapanış oranı olan %18,94 alınmıştır.
- 5) Özsermaye risk primi, Aswath Damodaran'ın çalışmaları doğrultusunda %8,95 olarak belirlenmiştir.
- 6) Beta hesaplamasında, piyasa betası olan 1,00 kullanılmıştır ve Şirket'in kaldıraçlı betası 1,51 bulunmuştur.
- 7) Yukarıdaki varsayımlar doğrultusunda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %22,17 olarak hesaplanmış ve sabit kalacağı kabul edilmiştir.
- 8) 2023 yılından sonraki nakit akımları için büyüme oranı %5,0 kabul edilmiştir.

Bu varsayımlar doğrultusunda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve indirgenmiş nakit akımları hesaplamaları aşağıdaki gibidir:

### Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplaması

Borçlanma maliyeti = %21,49

Özsermaye maliyeti = Risksiz faiz oranı + Beta x Özsermaye risk primi = %18,94 + 1,51 x %8,95 = %32,47

AOSM = Borçlanma maliyeti x (1 – vergi oranı) x borç ağırlığı + özsermaye maliyeti x özsermaye maliyeti  
= %21,49 x (1 - %22) x %65,56 + %32,47 x %34,44 = %22,17

## 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>Satış büyümesi</i>		8,94%	13,69%	13,71%	12,88%	11,17%
Brüt kar	19.823	21.243	24.037	27.204	30.465	33.760
<i>Brüt kar marjı</i>	11,9%	11,7%	11,7%	11,6%	11,5%	11,5%
Faaliyet giderleri	5.843	6.181	7.061	8.067	9.178	10.235
<i>Satışlara oranı</i>	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%	3,5%	3,5%
EBIT	13.980	15.062	16.976	19.137	21.287	23.524
<i>Vergi oranı</i>	22%	22%	22%	20%	20%	20%
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 işletme 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
AOSM		22,17%	22,17%	22,17%	22,17%	22,17%
İndirgeme periyodu		0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
İndirgenmiş nakit akımları		14.349	7.402	7.041	6.499	6.071
Projeksiyon dönemi	41.362					
Terminal büyüme oranı	5,0%					
Atık değer	36.510					
Şirket değeri	77.872					
Net borç (-)	34.244					
<b>Piyasa değeri</b>	<b>43.628</b>					
<b>Birim pay değeri</b>	<b>2,91</b>					

## 4.2 Piyasa Çarpanları Analizi

Şirket'in deri üretimi ve ticareti faaliyetleri için dokuma, giyim eşyası ve deri sektörü şirketlerinin çarpanları, içecek distribütörlüğü içinse gıda, içki ve tütün sektöründe işlem gören şirketlerin çarpanları dikkate alınmıştır. Yurt dışındaki benzer şirketlerin çarpanları, Türkiye'deki şirketlere kıyasla daha yüksek olduğu için göz ardı edilmiştir. Şirket'in piyasa çarpanları analizi ile değerlendirilmesine konu olan gelir tablosu kalemleri, 31.03.2018 ile 31.03.2019 arasında gerçekleşen gelir tablosu kalemleridir. Bilanço-yu ilgilendiren çarpanlarda ise Şirket'in 31.03.2019 tarihindeki verileri kullanılmıştır.

Piyasa çarpanları analizinde F/K (fiyat / kar), PD/DD (piyasa değeri / defter değeri), FD/FAVÖK (firma değeri / FAVÖK) ve PD/NS (piyasa değeri / net satışlar) çarpanları sonucu ortaya çıkan sonucun her birine %25 ağırlık verilmiştir.

Dokuma, giyim eşyası ve deri sektörü için F/K çarpanı 1 ile 25'in, PD/DD çarpanı 0,5 ile 3'ün, FD/FAVÖK çarpanı 1 ile 17'nin ve PD/NS çarpanı 0,5 ile 3'ün dışında kalan şirketler, değerlendirmenin dışında bırakılmıştır.

Gıda, içki ve tütün sektörü içinse F/K çarpanı 3 ile 25'in, PD/DD çarpanı 0,5 ile 5'in, FD/FAVÖK çarpanı 1 ile 20'nin ve PD/NS çarpanı 0,1 ile 1'in dışında kalan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır.

Belirtilen bu değerlerin arasında kalan çarpanların aritmetik ortalaması alınarak, deri üretimi ve ticareti ile içecek distribütörlüğü faaliyetleri için ayrı ayrı çarpanlar bulunup eklenerek Şirket'in piyasa değeri aşağıdaki gibi bulunmuştur.

Deri konfeksiyon FAVÖK	14.149.880	6,74x	95.371.158
İçecek distribütörlüğü FAVÖK	3.625.274	6,92x	25.078.676
FD/FAVÖK çarpanına göre firma değeri			120.449.835
Net finansal borç (-)			34.243.910
<b>FD/FAVÖK çarpına göre Şirket'in piyasa değeri</b>			<b>86.205.925</b>
Deri konfeksiyon net kar	2.440.893	9,27x	22.889.284
İçecek distribütörlüğü net kar	1.516.432	10,75x	16.297.694
<b>F/K çarpanına göre Şirket'in piyasa değeri</b>			<b>39.196.978</b>
Deri konfeksiyon özkaynak	15.911.608	1,20x	19.041.542
İçecek distribütörlüğü özkaynak	7.104.351	1,36x	9.632.041
<b>PD/DD çarpanına göre Şirket'in piyasa değeri</b>			<b>28.673.583</b>
Deri konfeksiyon net satış	74.709.610	0,86x	65.595.575
İçecek distribütörlüğü net satış	97.332.531	0,40x	39.197.337
<b>PD/NS çarpanına göre Şirket'in piyasa değeri</b>			<b>104.792.912</b>

Her bir çarpan sonucunu çıkan piyasa değerine %25 ağırlık verilmesi sonucu, Şirket'in piyasa değeri 64.717.349 TL, birim pay değeri 4,31 TL olarak hesaplanmıştır.

Her bir değerlendirme yöntemine %50 ağırlık verilmesi sonucu Şirket'in nihai piyasa değeri 54.172.675 TL, birim pay değeri 3,619 TL bulunmuştur. Bu birim pay değerine %26,25 oranında iskonto uygulanarak halka arz fiyatı 2,66 TL olarak belirlenmiştir.

## 5. Halk Arz Fiyatı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

İndirgenmiş nakit akımları hesaplamasında Şirket'in satışlarının tahmin periyodu boyunca yıllık bazda ortalama %12,1 büyümesini gerçekçi buluyoruz. 2019 ila 2023 yılları arasında brüt kar marjının 2018 yılındaki seviyesinden daha düşük tutulmasını temkinli oluşu açısından olumlu karşılıyoruz. Faaliyet giderlerinin satışlara oranı 2016 ve 2017 yıllarında sırasıyla %11,1 ve %5,9 olmasına rağmen, 2018 yılındaki %3,5 oranının baz alınmasında Tuborg distribütörlüğünün de etkisini göz önünde bulundurarak ulaşılabılır görmekte birlikte, daha ihtiyatlı olması açısından son üç yılın ağırlıklı ortalamasının kullanılabilmesini belirtiyoruz. Amortisman ve yatırım harcamaları beklentilerinin geçmiş yıl verileriyle uyumlu olduğunu düşünüyoruz. Net işletme sermayesindeki değişimin hesaplanmasında kullanılan alacak tahsil, stok ve borç ödeme sürelerini makul buluyoruz.

Vergi sonrası borçlanma maliyeti hesaplamasında, kredi kartı ve finansal kiralama borçlarının dahil edilmesinin AOSM üzerindeki etkisi %0,05 olduğundan göz ardı edilebilir olduğunu düşünüyoruz.

Özsermaye risk priminin %8,95 olarak belirlenmesini makul bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz. Kaldıraçlı beta hesaplamasında, piyasa betasını kullanmak yerine çarpan analizinde kullanılan şirketlerin betalarından faydalanılabileceğini düşünüyoruz. Ayrıca, kaldıraçlı beta hesaplamasında borçların toplam kaynaklardaki ağırlığı yerine borç / özkaynak oranının kullanılmasının daha sağlıklı olacağı kanaatindeyiz.

Piyasa çarpanları analizinde Şirket'in iki ana faaliyetinin ayrı ayrı değerlendirilmesini makul buluyoruz. Analize dahil edilen şirketleri Derlüks'ün faaliyetleriyle uyumu bakımından uygun buluyoruz. Ayrıca çarpan değerlerine getirilen alt ve üst sınırları, uç noktaların hesaba katılmaması bakımından makul karşılıyoruz. Şirket'in FAVÖK'üne, esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderlerin dahil edilmesi konusunu -ilgili kalemler hakkında daha detaylı bilgi gerektiği için- analiz edememekteyiz. Ayrıca, PD/NS çarpanı yerine, Şirket'in yüksek borçluluğu sebebi ile FD/NS çarpanının kullanılmasının daha uygun olacağını düşünüyoruz.

Bununla birlikte, değerlemede kullanılan varsayımların ve hesaplama yöntemlerinin yeterince açık olduğunu ve uygulanan %26,25 halka arz iskontosu sonucunda ortaya çıkan 2,66 TL birim pay fiyatının makul seviyelerde olduğunu düşünüyoruz.

#### ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.