



## 'Fiyat Tespit Raporu' Değerlendirme Analiz Raporu

26/06/2019

## Derlüks Deri Sanayi A.Ş.

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Meks Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı Derlüks Deri Sanayi A.Ş. halka arz fiyat tespit raporunun yöntem, içerik ve varsayımları itibarıyla analiz edilip, değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Derlüks Deri Sanayi A.Ş.'nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

## ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ

2002 yılında İstanbul'da kurulan Derlüks, doğal deriden giyim eşyası imalatı, alım satımı, ithalat ve ihracatını yapmaktadır. Şirketin yoğunlaştığı ana faaliyet konusu erkek deri giysileri olup, bu segmentte sektörde öncü firmalar arasındadır. Şirket gerek yurtiçi gerekse de ihracat pazarlarında ürünlerinin satışını Emiliano Zapata markası ile gerçekleştirirken, ayrıca yabancı markalar için de fason üretim yapmaktadır. Şirketin operasyonları ağırlıklı olarak toptan üretim ve satış üzerine kurulu iken, 2018 yılında şirket ilk perakende satış mağazasını Antalya'da faaliyete geçirmiştir. Toplam satışların yaklaşık %70'lik kısmı ihracat satışlarından oluşurken, yurtdışında yapılan satışların %95'lik bölümünün özellikle Kuzey Avrupa'lı turistlerin satın alımlarından oluştuğu tahmin edilmektedir. Şirketin ayrıca İstanbul'un 5 ilçesinde (Bayrampaşa, Bağcılar, Esenler, Güngören ve Bahçelievler) içecek dağıtım alanında faaliyet gösteren Boran Meşrubat adlı %100 bağlı ortaklığı mevcuttur.

Şirket'in ödenmiş sermayesi halka arz öncesi 15 milyon TL olup, tamamı Cemal Güzelci'ye aittir. Şirketin kayıtlı sermaye tavanı 75 milyon TL'dir.

Ortak Adı/Ünvanı	Arz Öncesi		Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Sermayedeki payı (%)	Sermaye (TL)	Sermayedeki payı (%)
Cemal Güzelci	15,000,000	100.0%	14,000,000	56.0%
Halka Açık Kısım	0	0.0%	11,000,000	44.0%
<b>Toplam</b>	<b>15,000,000</b>	<b>100%</b>	<b>25,000,000</b>	<b>100%</b>

Kaynak: Şirket, Aracı Kurum Fiyat Tespit Raporu

Şirket 2018 yılında 166 milyon TL satış geliri elde etmiş olup, toplam gelirlerin %46.6'sını deri ürünleri üretimi ve ticaretinden, %53.3'lük bölümünü ise dağıtımını gerçekleştirdiği içecek satışlarından elde etmiştir.

## HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka arzda şirketin sermayesi 15 milyon TL'den 25 milyon TL'ye çıkarılması sonucu elde edilecek 10 milyon adet pay satışı gerçekleştirilecek olup, ayrıca mevcut ortak sahip olduğu 15 milyon adet paydan 1 milyon adetini satmayı planlamaktadır. Böylece toplam arz büyüklüğünün 16 milyon adet ve halka açıklık oranının ise %44 olması beklenmektedir. Halka arz fiyatının hisse başına 2.66 TL olması durumunda, halka arz büyüklüğü TL29.260.000 olarak gerçekleşecektir.

İhraç edilecek toplam 11.000.000 TL nominal değerli paylar, Birincil Piyasa'da "Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi" ile beher pay için 2,66 TL fiyattan 27-28/06/2019 tarihlerinde Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. aracılığıyla, DERAS.HE (ikincil piyasada işlem kodu DERAS.E olacaktır) işlem sırasında satışa sunulacaktır.

Sermaye artırımından elde edilecek gelirlerin kullanımı ile ilgili Yönetim Kurulu raporunda, halka arzdan elde edilecek ve şirketin kaynak olarak kullanabileceği net gelirlerin 24.3 milyon TL olması beklendiği belirtilmiştir. Şirket bu tutarın 19.3 milyon TL'lik bölümünü mevcut finansal borçlarını kapatılmasında kullanmayı planlamaktadır. Kapatılması planlanan kredilerin büyük kısmının ABD doları cinsinde olduğu belirtilmiştir. Elde edilecek kaynaktan kalan kısım ise, kredi riskinden korunma işlemleri (2 milyon TL) ve yeni iş geliştirme planlarında (3 milyon TL) değerlendirilecektir.

<b>Çıkarılmış Sermaye</b>	15.000.000 TL
<b>Çıkarılmış Sermaye (halka arz sonrası)</b>	25.000.000 TL
<b>Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Tutar</b>	11.000.000 TL nominal pay
<b>Halka Açılacak Oran</b>	44.0%
<b>Halka Arz Şekli</b>	Sermaye artırım ve ortak satışı
<b>Halka Arz İskontosu</b>	26.25%
<b>Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)</b>	2.66 TL
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	29.260.000 TL
<b>Halka Arz Sonrası Şirket Değeri</b>	66.500.000 TL

## DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Değerleme çalışması, aşağıda yer alan değerlendirme yöntemleri için ayrı ayrı, açık ve net ifade edilmiştir.

### Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışlar Analizi Yöntemi)

Gelir yaklaşımı analizinde kullanılan projeksiyon dönemi 2019-2023 yılları arasını kapsamaktadır.

Paylaşılan projeksiyonlara göre, 2019 yılında şirketin satışlarında %8.9 oranında büyüme kaydedilmesi beklenmektedir. Satış büyümesinin 2020 ve 2021 yıllarında %13.7'ye yükselmesi, 2022 yılında %12.9 olması ve 2023 yılında ise %11.2 artış göstermesi öngörülmektedir. Böylece şirketin 5 yıllık konsolide yıllık bileşik büyüme oranının %12.1 olması tahmin edilmiştir.

Satışların maliyetinin ise projeksiyon döneminde %88.3 ile %88.5 aralığında yatay seyretmesi öngörülmüştür.

Faaliyet giderlerinin ciroya oranında ise 2018 yılında gerçekleşen %3.5 seviyesine paralel olarak, 2019-2023 dönemi için yapılan tahminlerde oranın %3.4-%3.5 bandında seyretmesi öngörülmüştür.

  
YATIRIM FİNANSMAN  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İndirgenmiş Nakit Akımları Tablosu (Milyon TL)	2018	2019T	2020T	2021T	2022T	2023T
<b>Satışlar</b>	<b>166.5</b>	<b>181.4</b>	<b>206</b>	<b>234</b>	<b>265</b>	<b>294</b>
Satışlardaki Büyüme		8.9%	13.7%	13.7%	12.9%	11.2%
Satışların Maliyeti	-146.7	-160.1	-182	-207	-234	-260
Satışlara Oranı (%)	-88.1%	-88.3%	-88.3%	-88.4%	-88.5%	-88.5%
<b>Brüt Kar</b>	<b>19.8</b>	<b>21.2</b>	<b>24.0</b>	<b>27.2</b>	<b>30.5</b>	<b>33.8</b>
Brüt Kar Marjı	11.9%	11.7%	11.7%	11.6%	11.5%	11.5%
Faaliyet Gideleri	-5.8	-6.2	-7.1	-8.1	-9.2	-10.2
Satışlara Oranı (%)	-3.5%	-3.4%	-3.4%	-3.4%	-3.5%	-3.5%
<b>FVÖK</b>	<b>14.0</b>	<b>15.1</b>	<b>17.0</b>	<b>19.1</b>	<b>21.3</b>	<b>23.5</b>
Vergi Oranı	22%	22%	22%	20%	20%	20%
<b>FVÖK (1-Vergiler)</b>	<b>10.9</b>	<b>11.7</b>	<b>13.2</b>	<b>15.3</b>	<b>17.0</b>	<b>18.8</b>
Amortisman (+)	0.4	0.46	0.52	0.60	0.67	0.75
Yatırım Harcamaları (-)	0.5	0.50	0.57	0.65	0.73	0.81
İşleme Sermayesi Değişimi (-)		-4.15	3.20	3.64	3.88	3.81
<b>Serbest Nakit Akımları (=)</b>		<b>15.9</b>	<b>10.0</b>	<b>11.6</b>	<b>13.1</b>	<b>14.9</b>
Terminal Değer						36.5
<b>AOSM</b>		<b>22.2%</b>	<b>22.2%</b>	<b>22.2%</b>	<b>22.2%</b>	<b>22.2%</b>
<b>Bugünkü Değer</b>		<b>14.1</b>	<b>7.2</b>	<b>6.9</b>	<b>6.3</b>	<b>5.8</b>

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

#### Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

AOSM	22.2%
Özsermaye Maliyeti	32.5%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	16.8%
Göst. Tahvil	18.9%
Özsermaye Primi	9.0%
Özsermaye oranı	34.4%
Dış kaynak oranı	65.6%
Terminal Büyüme	5.5%
Beta	1.5

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

İndirgenmiş nakit akımları analizi ile şirketin değeri 43.6 milyon TL, birim pay değeri ise 2.91 TL olarak hesaplanmıştır.

#### Emsal Şirket Değeri Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)

Piyasa çarpanları yönteminde uygulanan varsayımlar, hesaplamalar ve ağırlıklandırmalar genel bir değerlendirme yapmaya uygunlukta açık ve net bir şekilde ifade edilmiştir.

Piyasa çarpanları analizinde Şirket'in piyasa değerinin belirlenmesinde, Borsa İstanbul'da işlem gören Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri sektörü şirketleri ile içecek sektöründe faaliyet gösteren bağlı ortaklık Boran Meşrubat için benzer sektör olarak Borsa İstanbul'da işlem gören Gıda, İçki ve Tütün sektöründe işlem gören şirketlerin verileri dikkate alınmıştır. Şirketin elde ettiği satışlar ve faaliyet sonuçlarında deri iş kolu ve içecek iş kolu olarak ayırım yapılarak, her iş kolunun değerlendirilmesi için kendi sektörlerindeki piyasa çarpanları kullanılmıştır.

Tüm sektörlerde Fiyat/Kazanç (F/K), Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK), Piyasa Değeri / Satışlar ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanlarına yer verilmiştir.

Hesaplamalarda Şirketin ve benzer sektörlerdeki hisselerin 31 Mart 2019 itibarıyla sona eren son 12 aylık dönemdeki finansal sonuçları baz alınmıştır.

**YATIRIM FİNANSMAN  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**

Piyasa çarpanları için hesaplanan ortalama çarpanlar aşağıdaki gibidir:

Kullanılan Piyasa Çarpanları	Dokuma, Giyim ve Deri Sektörü Ortalaması	Dokuma, Giyim ve Deri Sektörü
F/K	9.38x	10.75x
PD/DD	1.20x	1.36x
FD/FAVÖK	6.74x	6.92x
PD/Net Satış	0.88x	0.40x

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

Çarpan Analizi Özet Sonucu (Milyon TL)	Hesaplanan Değer	Ağırlık
F/K	39.2	25%
PD/DD	28.7	25%
FD/FAVÖK	86.2	25%
PD/Net Satış	104.8	25%
<b>Çarpan Sonucu</b>	<b>64.7</b>	<b>100%</b>

Kaynak: Yetkili Aracı Kurum

Her çarpana eşit ağırlık verilerek hesaplanan şirket değeri 64.7 milyon TL olarak, birim pay değeri ise 4.31 TL olarak hesaplanmıştır.

Bu hesaplamalar doğrultusunda şirketin ağırlıklandırılmış değeri, Gelir Yaklaşımı ve Emsal Şirket Değeri Yöntemi ortalaması alınarak 54.2 milyon TL, birim pay değeri ise 3.62 TL olarak belirlenmiştir. Şirketin halka arz fiyatına %26.25 oranında halka arz iskontosu uygulandıktan sonra halka arz fiyatı pay başına 2.66 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu			
Değerleme Yöntemi	Verilen Ağırlık	Özsermaye Değeri Milyon TL	Pay Başına Değer (TL/hisse)
İNA	50.0%	43.6	2.91
Çarpanlar	50.0%	64.7	4.31
<b>SONUÇ</b>		<b>54.2</b>	<b>3.62</b>

## NİHAİ GÖRÜŞÜMÜZ

Fiyat tespit raporunun genel olarak açık ve anlaşılır olduğu, tespit edilen hisse başı fiyatın ise fiyat tespiti için kullanılan finansallara göre makul olduğu gözlenmektedir. Halka arzdan elde edilecek kaynakların büyük ölçüde şirketin bilançosuna girecek olmasını, böylece şirketin net borcunun 34.2 milyon TL seviyesinden yaklaşık 10 milyon TL seviyesine gerileyecek olmasını olumlu olarak değerlendiriyoruz.

Şirketin faaliyet gösterdiği iki farklı iş kolu olması (deri sektörü ve içecek dağıtımı), öngörülebilirlik açısından dezavantaj olarak değerlendirilebilir. Değerleme raporundaki Gelir Yaklaşımı analizinde kullanılan tahminler makul gözükmeyle birlikte, İNA hesaplamalarında kullanılan faiz hesaplamalarının ve indirgenmiş nakit akışı değerlerinin daha açık belirtilmesinin faydalı olabileceğini düşünüyoruz.

Piyasa çarpanları analizinde şirketin farklı iş kollarının kendi sektör çarpanları kullanılarak değerlendirilmesinin makul ve doğru olduğunu düşünüyoruz. Bununla birlikte, şirkete ciro anlamında daha çok katkı yapan fakat kar marjı düşük olan içecek bölümü değerlendirilmesinde Fiyat/Net Satışlar çarpanı kullanılmasının değerlendirilmesine bir miktar yukarı yönde etki ettiğini değerlendiriyoruz.

BİLANÇO	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	30495-	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 Taraflara 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
III-KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	17,510,730	25,294,933	43,202,071	67,374,053
KISA VADELİ BORÇLANMALAR	6,772,590	7510874-	10336821-	24,259,963
UZUN VADELİ BORÇLANMALARIN KISA VADELİ KISIMLARI	2,531,502	7422664-	12571003-	13,600,706
TİCARİ BORÇLAR	5,972,076	7,396,675	17,747,132	24,974,832
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	-	-	-
İlişkili Olmayan Taraflara 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 Taraflara Diğer Borçlar	11,559	1242960-	-	37160-
İlişkili Olmayan Taraflara 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	7,834,078	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 BİRİKİMİŞ 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 KÂR/ZARARI	2,043,519	1,056,124	3,728,996	7,118,869
NET DÖNEM KÂR/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

YATIRIM FİNANSMAN  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

GELİR TABLOSU (TL)	2016/12	2017/12	2018/12	2018/03	2019/03
	KONSOLİDE	KONSOLİDE	KONSOLİDE	KONSOLİDE	KONSOLİDE
<b>NET SATIŞLAR (HASILAT)</b>	47,120,371	72,041,405	166,492,207	34,339,108	39,886,421
<b>SATIŞLARIN MALİYETİ (-)</b>	-38,872,305	-64,437,297	-146,669,644	-30,968,921	-35,183,472
<b>BRÜT ESAS KAR VEYA ZARARI</b>	8,248,066	7,604,108	19,822,563	3,370,187	4,702,949
Genel Yönelim 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
<b>ESAS FAALİYET KÂRI VEYA ZARARI</b>	3,528,820	4,537,410	18,938,106	3,437,753	3,835,641
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	3,101,807	2352585-	1,468,542	96405-	525875-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-50,784	-53,676	-73,666	-6,653	-1,942
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar Karı/Zarar Payları	-	-	-	-	-
<b>FINANSMAN GİD ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI</b>	6,579,843	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
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ GELİR/GİDERİ</b>	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 Gelir/Gideri	150,495	28,855	-896,235	-511,238	-27,258
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KÂRI/ZARARI</b>	2,498,633	2,672,872	3,612,724	575,257	919,858
<b>DÖNEM KARI VEYA ZARARI</b>	2,498,633	2,672,872	3,612,724	575,257	919,858
Pay Başına Kazanç/Kayıp	12,49	11,35	8,80	-	-

**YATIRIM FINANSMAN  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**