

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. (TSKB) tarafından hazırlanan Suwen Tekstil Sanayi Pazarlama A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

#### Suwen Tekstil Sanayi Pazarlama A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Suwen Tekstil Sanayi Pazarlama A.Ş.	
Borsa Kodu	SUWEN
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %50 Yurt İçi Kurumsal : %40 Yurt Dışı Kurumsal : %10
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	13-14-15 Nisan 2022
Halka Arz Öncesi Sermaye	50.000.000 TL
Sermaye Artırımı	6.000.000 TL
Ortak Satışı	17.000.000 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	56.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	41,07%
Talep Toplama Fiyatı	18,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	425.500.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	925.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.036.000.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021	21,55
FD/FAVÖK1 2021	9,28
FD/FAVÖK2* 2021	9,24
PD/DD 2021	15,77

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2021	24,14
FD/FAVÖK1 2021	9,28
FD/FAVÖK2* 2021	9,24
PD/DD 2021	6,11

\*Esas faaliyetlerden diğer gelir/gider dahil edilerek hesaplanan FAVÖK rakamına göre

## Özet Bilgi

- Şirket "Suwen" markası ile esas olarak Türkiye kadın iç giyim, ev giyim, plaj giyim ve çorap (KİEP) sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket'in sınırlı da olsa Türkiye erkek iç giyim sektöründe de faaliyetleri bulunmaktadır.
- Şirket, farklı kategorilerde iç giyim, ev giyim ve plaj giyim ürünleri ile birlikte çorap ve aksesuarların tasarımını gerçekleştirip geliştirmekte ve yurt içi üretim firmaları ile işbirliği içerisinde üretim yaptırarak, güçlü mağaza ağı ve e-ticaret kanal varlığı ile Türkiye'de ve ihracat pazarlarında satış yapmaktadır. Şirket'in ürünlerinin tasarımlarının büyük çoğunluğu kendisine aittir. Şirket sezonsal ve dört mevsim ayrımı ile kendi oluşturduğu kreasyonların perakende satışında müşteri memnuniyetini odağına alır.
- Şirket faaliyetlerini üç ana satış kanalı üzerinden yürütmektedir. Şirket'in ana satış kanalı perakende mağazacılığı olup, yurt içinde fiziken ulaşacağı müşteri sayısını arttırmaya destek olma adına franchise ortakları tarafından işletilen Suwen mağazaları az sayıda olsa da mevcuttur. Şirket'in 2021 yılı itibariyle tamamı Türkiye'de olmak üzere 138 mağazası bulunmaktadır. Mağazaların 8 tanesi bayi mağaza olarak faaliyet göstermektedir. Şirket ayrıca perakende ve franchise mağazalarının bulunmadığı bölgelerde marka bilinirliğini artırmak amacıyla, toptan satış kanalı üzerinden ürünlerinin satışını gerçekleştirmektedir. Son olarak ürünlerin satışını kendi e-ticaret platformu üzerinden ve üçüncü taraf e-ticaret satış platformlarından gerçekleştirmektedir.
- Şirket 2019 yılı Mayıs ayında Romanya'daki bağlı ortaklığı olan Suwen S.R.L.'i kurmuştur.

## Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket halka arz gelirinin;

- %30'u yurt içi mağaza yatırımları ve %20'si Romanya öncelikli olarak yurt dışı yatırımları için olmak üzere toplamda %50'sini yatırım finansmanında
- %30'u işletme sermayesi finansmanı,
- %20'si finansal borçların azaltılmasında

kullanmayı planlamaktadır.

## Ortaklık Yapısı

Suwen Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Intilux S.a.r.l.	26.343.750	52,69%	10.343.750	18,47%
Biröl Sümer	12.031.248	24,06%	11.531.248	20,59%
Ali Bolluk	9.625.000	19,25%	9.125.000	16,29%
Çiğdem Ferda Sümer	2.000.002	4,00%	2.000.002	3,57%
Halka Açık Kısım		0,00%	23.000.000	41,07%
<b>Toplam</b>	<b>50.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>56.000.000</b>	<b>100,0%</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## Mali Tablolar

<b>Suwen Bilanço (TL)</b>			
<b>VARLIKLAR</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>40.305.761</b>	<b>76.014.550</b>	<b>148.983.841</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.586.832	14.271.161	10.181.882
Ticari Alacaklar	3.115.339	10.116.992	14.365.022
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	393.539	5.396.003	6.071.527
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	2.721.800	4.720.989	8.293.495
Diğer Alacaklar	158.118	303.657	44.369
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>		80.000	
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	158.118	223.657	44.369
Stoklar	29.188.686	46.649.971	103.806.642
Peşin Ödenmiş Giderler	1.890.872	3.123.528	17.614.370
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	44.981	50.242	
Diğer Dönen Varlıklar	2.320.933	1.498.999	2.971.556
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>70.029.058</b>	<b>82.536.413</b>	<b>114.775.179</b>
Diğer Alacaklar	187.893	528.960	1.158.892
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	187.893	528.960	1.158.892
Maddi Duran Varlıklar	16.312.836	19.923.829	30.642.884
Kullanım Hakkı Varlıklar	52.409.423	60.582.259	80.669.287
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	50.445	1.020.388	2.304.116
<i>Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	50.445	1.020.388	2.304.116
Ertelenmiş Vergi Varlığı	616.461	480.977	
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>110.334.819</b>	<b>158.550.963</b>	<b>263.759.020</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2019	2020	2021
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>56.273.129</b>	<b>90.353.855</b>	<b>145.185.643</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	6.019.244	7.211.629	23.949.079
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	5.563.922	18.105.823	25.724.914
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	19.760.714	24.370.095	33.522.662
Diğer Finansal Yükümlülükler		701	
Ticari Borçlar	21.041.144	36.192.786	44.788.324
<i>İlişkili Taraplara Ticari Borçlar</i>	4.053.035	13.492.242	19.722.279
<i>İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar</i>	16.988.109	22.700.544	25.066.045
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.948.780	1.840.432	6.503.695
Diğer Borçlar	601.130	569.338	1.923.203
<i>İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar</i>	601.130	569.338	1.923.203
Ertelenmiş Gelirler	268.187	588.146	463.821
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü			5.159.455
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.070.008	1.474.905	3.150.490
<i>Çalışanlara Sağlanan Fayd. İlişkin Kısa Vadeli Kar.</i>	396.297	703.023	1.325.704
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	673.711	771.882	1.824.786
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>54.883.035</b>	<b>52.354.793</b>	<b>59.919.755</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	4.381.027	13.032.598	12.005.896
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	33.062.873	38.286.698	46.853.727
Diğer Borçlar	16.555.516		
<i>İlişkili Taraplara Diğer Borçlar</i>	16.555.516		
Ertelenmiş Gelirler	315.515	128.178	
Uzun Vadeli Karşılıklar	568.104	907.319	1.042.363
<i>Çalışanlara Sağlanan Fayd. İlişkin Uzun Vadeli Kar.</i>	568.104	907.319	1.042.363
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü			17.769
<b>Özkaynaklar</b>	<b>-821.345</b>	<b>15.842.315</b>	<b>58.653.622</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	-821.345	15.842.315	58.653.622
Ödenmiş Sermaye	7.635.000	8.311.689	22.961.072
Paylara İlişkin Primler		14.649.383	
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir	-155.230	-299.171	-411.685
<i>Kar veya Zar. Yen. Sınıf. Bir. Diğ. Kap. Gel. veya Gid.</i>	-155.230	-299.171	-411.685
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	18.747	18.747	18.747
Geçmiş Yıl Kar/Zararları	-8.379.528	-8.319.862	-6.838.333
Net Dönem Karı/Zararı	59.666	1.481.529	42.923.821
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>110.334.819</b>	<b>158.550.963</b>	<b>263.759.020</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Suwen Gelir Tablosu			
TL	2019	2020	2021
Hasılat	114.542.566	149.625.345	359.858.381
<i>Yıllık Değişim</i>		30,6%	140,5%
Satışların Maliyeti (-)	-42.395.573	-57.046.929	-144.835.431
<i>Yıllık Değişim</i>		34,6%	153,9%
<b>Brüt Kar/Zarar</b>	<b>72.146.993</b>	<b>92.578.416</b>	<b>215.022.950</b>
<i>Yıllık Değişim</i>		28,3%	132,3%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	63,0%	61,9%	59,8%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-6.857.773	-7.869.091	-16.397.079
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-51.271.325	-71.120.296	-128.886.892
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>14.017.895</b>	<b>13.589.029</b>	<b>69.738.979</b>
<i>Yıllık Değişim</i>		-3,1%	413,2%
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	12,2%	9,1%	19,4%
Amortisman	19.911.979	30.837.718	44.092.636
<b>FAVÖK1</b>	<b>33.929.874</b>	<b>44.426.747</b>	<b>113.831.615</b>
<i>Yıllık Değişim</i>		30,9%	156,2%
<i>FAVÖK1 Marjı</i>	29,6%	29,7%	31,6%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	957.891	4.528.650	9.732.841
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-2.612.198	-5.242.614	-9.176.994
<b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>12.363.588</b>	<b>12.875.065</b>	<b>70.294.826</b>
<i>Yıllık Değişim</i>		4,1%	446,0%
<b>FAVÖK2</b>	<b>32.275.567</b>	<b>43.712.783</b>	<b>114.387.462</b>
<i>Yıllık Değişim</i>		35,4%	161,7%
<i>FAVÖK2 Marjı</i>	28,2%	29,2%	31,8%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	346.979	486.982	1.906.928
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zara</b>	<b>12.710.567</b>	<b>13.362.047</b>	<b>72.201.754</b>
Finansman Gelirleri		7.827.370	5.343.882
Finansman Giderleri (-)	-12.816.329	-19.536.419	-21.741.328
<b>Sürdürülen Faal. Vergi Öncesi Karı/Zararı</b>	<b>-105.762</b>	<b>1.652.998</b>	<b>55.804.308</b>
Sürdürülen Faal. Vergi Gideri/Geliri	165.428	-171.469	-12.880.487
<i>Dönem Vergi Gideri/Geliri</i>			-12.353.611
<i>Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri</i>	165.428	-171.469	-526.876
<b>Dönem Karı/Zararı</b>	<b>59.666</b>	<b>1.481.529</b>	<b>42.923.821</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

## Değerleme

- TSKB, Suwen'in halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Suwen özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

### Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- TSKB tarafından Suwen'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketler 3 grupta kategorize edilerek Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının medyanı olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Piyasa çarpanları analizinde, FD/FAVÖK çarpanı hesabında 20,0x ve üstü, F/K çarpanı hesabında ise 30,0x ve üstü uç değer olarak kabul edilerek değerlemeye katılmamış olup tarafımızca makuldür.
- TSKB, Şirket'in 31.12.2021 tarihli bilançosundaki net borç ile 2021 yılı ve 2022 yılı tahmini FAVÖK ve net kar rakamlarını çarpan analizinde kullanmıştır.

### Grup 1 Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Grup 1 firmaları Türkiye ve gelişmekte olan ülkelerde giyim perakendecileri olup, yüksek büyüme potansiyeline sahip olmaları ve benzer ülke risk primine sahip olmaları sebebiyle Suwen'e benzerlik gösterdiği düşünülen 11 şirket incelenmiştir.

Grup 1 Şirket Çarpanları	FD/FAVÖK		F/K	
	2021	2022T	2021	2022T
Dagi	29,9	m.d	30,5	m.d
Vakko	5,1	m.d	9,4	m.d
Desa	6,5	m.d	13,2	m.d
Mavi	3,4	3,8	9,0	11,5
Derimod	6,8	m.d	81,9	m.d
Lojas Rennet Sa	16,6	10,8	38,6	21,9
LPP SA	17,7	7,5	19,2	15,9
Forschini Group LTD	9,1	6,1	56,4	15,3
Truworths International LTD	6,3	5,5	11,2	8,9
Christine Cotton Club SA	19,4	9,2	m.d	49,4
Mr. Price Group LTD	11,0	9,2	21,6	17,0
<b>Medyan</b>	<b>7,9</b>	<b>7,5</b>	<b>12,2</b>	<b>15,6</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### Grup 2 Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Grup 2 firmaları da iç çamaşırı, gecelik, pijama ürünlerini üreten/satan ve ürün bazında Suwen'e benzerlik gösteren 7 şirket incelenmiştir.

Grup 2 Şirket Çarpanları	FD/FAVÖK		F/K	
	2021	2022T	2021	2022T
Hanesbrands INC	7,7	8,0	8,2	8,6
Thai Wacoal PCL	m.d	m.d	m.d	m.d
Sabina PCL	18,2	14,1	25,9	18,5
Calida Holding	10,2	9,6	28,8	23,2
Wolford AG	m.d	m.d	m.d	m.d
Van de Velde N.V.	9,2	8,1	17,0	15,1
Victoria's Secret&Co	4,4	4,2	7,2	7,5
<b>Medyan</b>	<b>9,2</b>	<b>8,1</b>	<b>17</b>	<b>15,1</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### Grup 3 Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Grup 3 firmaları gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren, ürün bazında Suwen'e benzeyen, olgunlaşmış ve Suwen'e kıyasla daha yavaş büyüyen 8 şirket incelenmiştir.

Grup 3 Şirket Çarpanları	FD/FAVÖK		F/K	
	2021	2022T	2021	2022T
Industria de Diseno Textil	12,7	8,0	46,8	17,5
Fast Retailing Co	14,7	13,7	39,1	33,5
Hennes&Mauritz A (H&M)	7,3	6,8	22,1	17,4
V.F. Corporation	26,3	14,0	18,9	17,9
Next Plc	13,9	8,6	28,5	12,0
Marks and Spencer Group	7,6	4,9	70,6	7,4
OVS	8,7	12,3	m.d	10,7
Superdry	11,6	6,0	m.d	16,9
<b>Medyan</b>	<b>11,6</b>	<b>8,3</b>	<b>22,1</b>	<b>16,9</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Grup 1 ve Grup 2 %40, Grup 3 %20 ağırlıklandırılarak çarpan hesaplaması yapılmıştır. Grup 3 şirketlerinin Suwen'e göre önemli ölçüde daha büyük şirketler olması ve gelişmiş ülkede faaliyet gösteren firmalar olması sebebiyle çarpanlarına %15 iskonto uygulanmıştır.

Çarpan	Ağırlık	FD/FAVÖK		F/K	
		2021	2022T	2021	2022T
Grup 1 Medyan Değeri	40%	7,9	7,5	12,2	15,6
Grup 2 Medyan Değeri	40%	9,2	8,1	17,0	15,1
Grup 3 Medyan Değeri*	20%	9,9	7,0	18,8	14,3
<b>Ağırlıklandırılmış Çarpan Değeri</b>	<b>100%</b>	<b>8,8</b>	<b>7,6</b>	<b>15,4</b>	<b>15,2</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### Çarpan Analizi Sonucu

- Çarpan analizinde, çarpan değerleri eşit ağırlıklandırılarak şirket için 1.040 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır. 2022 tahmini çarpanları ile hesaplanan değerlerin 2021 yılı çarpanları ile hesaplanan değerlerden oldukça yüksek olması nedeniyle muhafazakâr tarafta kalmak açısından 2022 tahmini değerlerine daha düşük ağırlık verilmesi gerektiği kanaatindeyiz.

Çarpan Değeri FD/FAVÖK (Bin TL)	2021	2022T
Suwen FAVÖK	114.347	215.709
FD/FAVÖK (x)	8,8	7,6
Net Borç	131.874	131.874
<b>FD/FAVÖK Çarpan Değeri</b>	<b>878.435</b>	<b>1.516.989</b>

Çarpan Değeri F/K (Bin TL)	2021	2022T
Suwen Net Kar	42.924	72.676
F/K (x)	15,4	15,2
<b>F/K Çarpan Değeri</b>	<b>663.034</b>	<b>1.102.155</b>

Çarpan Analizi Sonucu (Bin TL)	FD/FAVÖK		F/K	
	2021	2022T	2021	2022T
Özsermaye Değeri	878.435	1.516.989	663.034	1.102.155
Ağırlık	25%	25%	25%	25%
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>				<b>1.040.153</b>

### İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2022-2026 yılları için projekte edilmiştir.
- Satışlar:** 2022-2026 arası satış gelirleri tahminlerine ulaşırken Şirket'in faaliyet gösterdiği iki ana kanal olan yurt içi perakende mağazacılık ve E-ticaretin net satış tahminlemede tüme varım yaklaşımını benimsemiş olup 2019-2021 dönemi ürün kategorilerindeki satışları ve bu kanallar özelinde performans göstergelerindeki (ziyaretçi sayısı, dönüşüm oranı, satış başı adet ve adet başı tutar) trendleri analiz etmiştir. 2022-2026 dönemi için Şirket'in yeni açılan ve açılacak olan mağazalarının baz etkisini ve mağaza bilinirliğinin gelişmesi kaynaklı müşteri sayısı artışı ile mevcut mağazalarının büyüme trendi tahmin edilmiştir. Projeksiyon dönemi için, her bir mağaza özelinde ziyaretçi sayısı ve dönüşüm oranı tahminlemesi yapılarak satış fatura sayılarını, fatura başı adet ve adet başı tutar tahminlemesi ile de ortalama fatura tutarları tahminlenmiş ve net satış varsayımı şekillendirilmiştir.
- İşletme Sermayesi:** Ticari alacak öngörüsü 31.12.2021 tarihi itibarıyla hesaplanan ticari alacak gün sayısı üzerinden yapılmıştır. Stok tutma süresinde şirketin büyüme hedefleri göz önünde bulundurularak bir miktar iyileşme öngörülmüş 2021 yılı itibarıyla 262 gün olan stok tutma süresinin kademeli olarak 250 güne düşeceği varsayılmıştır. 2021 yılında, önceki mali dönemlere göre düşüş göstererek 56 gün olan ticari borç süresinin 2023-2026 döneminde 60 gün olacağı öngörülmüştür.
- Yatırım Harcamaları:** Yatırım harcamaları yeni açılan mağazaların dekorasyon maliyetleri ve mevcut mağazaların yenilenmesi ve bakım onarımlarından oluşmaktadır. Şirket 2026 yılında yurt içinde kendi işlettiği mağaza sayısını 260'a çıkartmayı planlamaktadır. Yatırım maliyetlerinin sadece enflasyon oranı ile artması ve net satışlardaki enflasyon üzerinden büyüme beklentisi ile



yatırım harcamalarının satışlara oranının projeksiyon dönemi içerisinde kademeli olarak düşmesi öngörülmüştür.

- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
  - **Risksiz Getiri Oranı:** TRT131130T14 ISIN'lı 10 yıllık devlet tahvili oranı baz alınmıştır. 2022 yılı için 29 Mart 2022 tarihindeki 10 yıllık tahvil getiri oranı olan %25,07 risksiz getiri oranı olarak kabul edilmiş olduğu ifade edilmiş olmasına rağmen Foreks FX Plus programında yer alana 29 Mart 2022 tarihli 10 yıllık devlet tahvili kapanışı %25,80 seviyesindedir. 2023-2026 yılları için ise sırasıyla %26,27, %16,51, %16,07 ve %14,66 olarak kabul edilmiş olup yıllara sari değişen ve azalan risksiz getiri varsayımlarının makul olmadığı kanaatindeyiz.
  - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
  - **Beta:** 1 olarak kabul edilmiş olup makuldür.
  - **Özsermaye Maliyeti:** 2022-2026 projeksiyon dönemi için sırasıyla %30,57, %31,77, %22,01, %21,57 ve %20,16 olarak hesaplanmış olup ilerleyen yıllarda düşeceği varsayımını makul bulmuyoruz.
  - **Borçlanma Maliyeti:** Şirketin 2022 yılı için 1 Ocak-18 Mart 2022 tarihleri arasında açıklanan ticari kredilerin ortalaması olan %22,23'ün üzerine 4 puan eklenerek borçlanma maliyeti %26,23 olarak alınmıştır ve tarafımızca makul karşılanmaktadır. 2023-2026 yılları için ise vergi öncesi borçlanma maliyeti %27,44, %17,59, %17,15 ve %15,72 olarak kabul edilmiş olup risksiz getiri oranındaki düşüş varsayımını makul bulmadığımız için borçlanma maliyetindeki düşüş öngörüsünü de makul bulmuyoruz.
  - **Borç Oranı:** 2022 yılı için %54,83 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- AOSM 2022 yılı için %25,17 olarak hesaplanırken, 2023-2026 yılları arasında %28,99-%18,65 aralığında hesaplanmış olup ilerleyen yıllarda risksiz getiri varsayımındaki düşüşten kaynaklanan AOSM düşüşünü makul bulmuyoruz.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmıştır. Uç değerde kullanılacak nakit akımı 2026 yılındaki nakit akımına bazı revizyonlar yapılarak belirlenmiştir.
- Sonuçta İNA'dan şirket için, firma değerinden 51,5 milyon TL net borç düşülerek 1.272,4 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

## Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (Bin TL)	Ağırlık	Değer
İNA Yöntemi	50,00%	1.272.412
Çarpan Analizi	50,00%	1.040.153
<b>Ağırlıklandırılmış Değer</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.156.283</b>
Ödenmiş Sermaye, TL		50.000.000
<b>Pay Başı Değer, TL</b>		<b>23,13</b>
Halka Arz İskontosu		20,0%
<b>Halka Arz Fiyatı, TL</b>		<b>18,50</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA ve Çarpan Analizi eşit ağırlıklandırılmış olup %20 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 18,50 TL TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %20'lik iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

## Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Suwen'in fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Suwen özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- TSKB tarafından Suwen'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketler 3 grupta kategorize edilerek Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının medyanının kullanılması tarafımızca makul karşılanmaktadır. Ancak Grup 1 firmaları Türkiye ve gelişmekte olan ülkelerde giyim perakendecileri olup, tarafımızca yurt içi şirketlerinin tek başına ayrı bir grup olarak incelenmesinin daha doğru olacağı kanaatindeyiz. Yurtiçi giyim perakende sektöründe faaliyet gösteren BİST şirketleri çarpanlarının Suwen için gösterge olması açısından daha önemli olduğu kanaatindeyiz.
- FD/FAVÖK çarpanı hesabında 20,0x ve üstü, F/K çarpanı hesabında ise 30,0x ve üstü uç değer olarak kabul edilerek değerlemeye katılmamış olup tarafımızca makuldür.
- Çarpan analizinde, çarpan değerleri eşit ağırlıklandırılarak şirket için 1.040 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır. 2022 tahmini çarpanları ile hesaplanan değerlerin 2021 yılı çarpanları ile hesaplanan değerlerden oldukça yüksek olması nedeniyle muhafazakâr tarafta kalmak açısından 2022 tahmini değerlerine daha düşük ağırlık verilmesi gerektiği kanaatindeyiz.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2022-2026 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Risksiz getiri oranı TRT131130T14 ISIN'lı 10 yıllık devlet tahvili oranı baz alınmıştır. 2022 yılı içi 29 Mart 2022 tarihindeki 10 yıllık tahvil getiri oranı olan %25,07 risksiz getiri oranı %14 olarak kabul edilmiş olup 2023-2026 yılları için ise sırasıyla %26,27, %16,51, %16,07 ve %14,66 olarak kabul edilmiştir. Risksiz getiri oranının 2022 yılı için %25,07 olarak kabul edilmesini makul karşılamakla birlikte 2024-2026 yılları arasında kademeli olarak azaltılan risksiz getiri oranının AOSM'nin 2024-2026 yılları arasında %20,49'dan %18,64'e gerilemesine neden olması ve sonsuz değer hesabında %18,65'in kullanılmasının değerlemeyi pozitif etkileyebileceği kanaatindeyiz. BMD yaklaşımı olarak değerlendirme tarihi itibarıyla risksiz getiri oranı olarak uzun vadeli devlet tahvili alınmış olduğu için projeksiyon dönemi boyunca değişmemesi gerektiği kanaatindeyiz.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Uygulanan %20'lik iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Suwen'in halka arz fiyatının tespit edilmesinde %20 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 18,50 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.