

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret 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.

Derlüks Deri Halka Arz Bilgileri

Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	DERAS
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Mevcut Ortak Pay Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsada Satış
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	27-28 Haziran 2019
Halka Arz Öncesi Sermaye	15.000.000 TL
Sermaye Artırımı	10.000.000 TL
Ortak Satışı	1.000.000 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	25.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	44,0%
Talep Toplama Fiyatı	2,66 TL
Halka Arz Büyüklüğü	29.260.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	39.900.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	66.500.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 1Ç2019	10,08
FD/FAVÖK 1Ç2019	4,24
PD/DD 1Ç2019	1,73

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 1Ç2019	16,80
FD/FAVÖK 1Ç2019	4,24
PD/DD 1Ç2019	1,34

Özet Bilgi

- Derlüks Deri, 2002 yılında 5.000 TL ödenmiş sermaye ile kurulmuş olup Ekim 2018 tarihi itibarıyla ödenmiş sermayesini 15.000.000 TL'ye çıkarmıştır.
- Şirket her türlü doğal deriden bay, bayan ve çocuk giyim eşyaları, giyim aksesuarları ve kullanım ürünlerinin imalatı, alım satımı, ithalatı ve ihracatını yapmaktadır.
- Derlüks Deri, Zeytinburnu'nda bulunan 500 m² kapalı alanlı bir atölye, 5 makine ve yaklaşık 30 personelle başladığı üretime, 3.100 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. Şirketin kendi markasının yanı sıra Balmain, Yves Salomon, Tara Jarmon, Tigha, Sies Marjan, Barbara Bui, Humanoid gibi dünyaca tanınmış firmalara fason üretim yapmaktadır.
- Şirket ürettiği ürünlerin %70-75'i dış ticaret şirketleri yoluyla, direkt ihracat olarak veya ihracat kayıtlı satış olarak yurt dışına satılmaktadır. Satışının geri kalanı Antalya gibi turistik bölgelerdir. Rusya ve Ukrayna'da marka bilinirliği üst seviyededir.
- Şirket, tek sektör riskinin olası etkilerini azaltabilmek amacıyla Eylül 2014 yılında %100 bağlı ortaklığı Boran Meşrubat Dağıtım Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti.'yi bünyesine katmıştır.
- Boran Meşrubat, FMCG (hızlı tüketim ürünleri) sektöründe özellikle içecek dağıtım alanında faaliyet göstermektedir. Erikli&Nestle Su, Tuborg, Dimes ve Freşa başta olmak üzere birçok içecek markasının distribütörlüğünü yapmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Derlüks Deri Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Edilen Paylar			Halka Arz Sonrası	
	Sermaye, TL	Oran	Sermaye, TL	Oran	Halka Arz Edilen Kısım İçindeki Pay	Sermaye, TL	Oran
Cemal Güzelci	15.000.000	100,0%	1.000.000	6,7%	9,1%	14.000.000	56,0%
Sermaye Artırımı			10.000.000	66,7%	90,9%		0,0%
Halka Açık Kısım						11.000.000	44,0%
Toplam	15.000.000	100,0%	11.000.000	73,3%	100,0%	25.000.000	100,0%

Mali Tablolar

Derlüks Deri Gelir Tablosu, TL	2016/12	2017/12	2018/12	2018/03	2019/03
Hasılat	47.120.371	72.041.405	166.492.207	34.339.108	39.886.421
Satışların Maliyeti (-)	-38.872.305	-64.437.297	-146.669.644	-30.968.921	-35.183.472
Brüt Kar/Zarar	8.248.066	7.604.108	19.822.563	3.370.187	4.702.949
Brüt Kar Marjı	17,5%	10,6%	11,9%	9,8%	11,8%
Pazarlama Giderleri (-)	-3.873.342	-3.183.030	-4.006.497	-894.103	-971.274
Genel Yönetim Giderleri (-)	-1.348.892	-1.090.169	-1.836.526	-418.675	-553.586
Esas Faaliyet Karı/Zararı	3.025.832	3.330.909	13.979.540	2.057.409	3.178.089
Esas Faaliyet Kar Marjı	6,42%	4,62%	8,40%	5,99%	7,97%
FAVÖK1	3.355.442	3.663.097	14.402.796	2.163.513	3.617.249
FAVÖK1 Marjı	7,12%	5,08%	8,65%	6,30%	9,07%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.785.922	3.029.807	14.273.491	2.167.379	3.363.738
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-2.283.134	-1.823.306	-11.314.925	-787.035	-2.706.186
Faaliyet Karı/Zararı	3.528.620	4.537.410	16.938.106	3.437.753	3.835.641
Faaliyet Kar Marjı	7,5%	6,3%	10,2%	10,0%	9,6%
Amortisman	329.610	332.188	423.256	106.104	439.160
FAVÖK2	3.858.230	4.869.598	17.361.362	3.543.857	4.274.801
FAVÖK2 Marjı	8,2%	6,8%	10,4%	10,3%	10,7%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	3.101.807	2.352.585	1.468.542	96.405	525.875
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-50.784	-53.676	-73.666	-6.653	-1.942
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	6.579.643	6.836.319	18.332.982	3.527.505	4.359.574
Finansman Gelirleri	510.704	231.730	2.348.213		169.815
Finansman Giderleri (-)	-4.473.069	-4.070.869	-15.635.838	-2.354.021	-3.385.531
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	2.617.278	2.997.180	5.045.357	1.173.484	1.143.858
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri/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
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	2.498.633	2.672.872	3.612.724	575.257	919.858
DÖNEM KARI/ZARARI	2.498.633	2.672.872	3.612.724	575.257	919.858

Derlüks Deri Bilanço	2016/12	2017/12	2018/12	2019/03
VARLIKLAR				
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 Tarafardan Ticari Alacaklar			3.334.789	2.848.376
İlişkili Olmayan Tarafardan Ticari Alacaklar	10.510.964	13.697.634	21.206.334	33.742.559
Diğer Alacaklar	562.298	262.546	815.567	1.227.721
İlişkili Tarafardan Diğer Alacaklar				
İlişkili Olmayan Tarafardan Diğer Alacaklar	562.298	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
Ertelenmiş Vergi Varlığı	64.051	102.330		
TOPLAM VARLIKLAR	34.905.685	49.938.009	75.565.462	100.642.687
KAYNAKLAR				
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 Tarafalara 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 Tarafalara Diğer Borçlar	11.559	1.242.960		37.160
İlişkili Olmayan Tarafalara 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	634.736	808.660
Çalışanlara Sağlanan Fayd. İlişkin Uzun Vad. Kar.	278.675	427.668	634.736	808.660
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü			776.175	701.356
ÖZKAYNAKLAR	9.560.879	12.374.078	22.458.009	23.015.959
Ana Ortaklığa Ait 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 Kazanç/Kayıpları	8.453	-29.243	-92.104	-231.161
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	10.274	208.393	208.393	208.393
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	2.043.519	1.056.124	3.728.996	7.118.869
Net Dönem Karı/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

Değerleme

- Meksa Yatırım, Derlüks Deri'nin halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi metodlarını kullanmıştır.
- 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. Derlüks Deri özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu karşılamaktayız.

Piyasa Çarpanları Analizi

Meksa Yatırım tarafından Derlüks Deri'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Fiyat / Kazanç (F/K) ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Piyasa Değeri/Net Satış (PD/NS) çarpanları kullanılmıştır. Çarpan analizinde Borsa İstanbul'da işlem gören Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri sektörü şirketleri ile bağlı ortaklığı Boran Meşrubat için Borsa İstanbul'da işlem gören Gıda, İçki ve Tütün şirketlerinin 3 Haziran 2019 tarihli çarpanlar kullanılmıştır.

Piyasa Çarpanlarına göre Piyasa Değeri (TL)			
FD/FAVÖK Çarpanına göre Şirket Değeri			
Deri Konfeksiyon FAVÖK	14.149.880	6,74x	95.371.158
İçecek Sektörü FAVÖK	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 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 Kar	1.516.432	10,75x	16.297.694
F/K çarpanına göre Piyasa Değeri (TL)			39.196.978
PD/DD Çarpanına göre Şirket Değeri			
Deri Konfeksiyon Özkaynak	15.911.608	1,20x	19.041.542
İçecek Özkaynak	7.104.351	10,75x	9.632.041
PD/DD çarpanına göre Piyasa Değeri (TL)			28.673.583
PD/NS Çarpanına göre Şirket Değeri			
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 Piyasa Değeri (TL)			104.792.912

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- Şirket'in satış gelirleri, üretimi yapılan ürünler, ticari ürünler ve bağlı ortaklı ticari ürünler olmak üzere üç ana kalemden incelenmiştir.
- İNA analizi Projeksiyon dönemi olarak 2019-2023 yıllarını kapsamaktadır.

- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti: Meksa Yatırım İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için ağırlıklandırılmış sermaye maliyeti ve vergi sonrası ağırlıklandırılmış borçlanma maliyeti kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
- Risksiz Getiri Oranı: %18,94 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
- Özsermaye piyasası risk primi: %8,95 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
- Beta: 1,51 kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.
- Özsermaye Maliyeti : %32,47 hesaplanmış olup tarafımızca makul görülmektedir.
- Borçlanma Maliyeti: %21,49 kabul edilmiş olup tarafımızca makul görülmektedir.
- AOSM %22,17 hesaplanmıştır.
- **Ciro Büyümesi:** Şirketin net satışları 2016-2018 yılları arasında deri konfeksiyon sektöründe faaliyet gösteren Derlüks için %75,5 ve bağlı ortaklık Boran Meşrubat için %101,4 oranında büyümüştür. Projeksiyonlarda yer alan 5 yıl için yıllık birleşik büyüme oranı %12,1 olarak hesaplanmıştır.
- **Faaliyet Giderleri:** Faaliyet giderlerinin ciroya oranı 2019-2021 yılları arasında %3,4 2022 ve 2023 yıllarında %3,5 seviyesinde kabul edilmiş olup 2018 yılındaki seviyesine yakın olması nedeniyle tarafımızca makul görülmektedir.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirket'in planladığı yatırım harcamaları mevcut filo yatırımlarından doğan amortisman giderleri kadar gerçekleşeceği planlanmış olup 2019 yılında 499 bin TL, 2020 yılında 568 bin TL, 2021 yılında 646 bin TL, 2022 yılında 729 bin TL, 2023 yılında 810 bin TL yatırım harcaması öngörülmektedir.
- **Net İşletme Sermayesi:** Ticari alacak tahsilat süresi ve borç ödeme vadeleri 2019 yılından sırasıyla 95 ve 116 gün olarak alınmıştır. Sebepleri tam olarak açıklanmakla beraber tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 varsayılmış olup tarafımızca uygun görülmektedir. %5 oranı muhafazakâr bir seviye olmasa da uzun vadeli enflasyon beklentileri ile uyumludur.
- **Sonuçta İNA'dan şirket için 77,9 milyon TL firma değeri hesaplanmış olup, 34,2 milyon TL net borç düşülerek 43,6 milyon TL piyasa değerine ulaşılmıştır**

Halka Arz Değeri

Halka Arz Değeri, TL	Toplam	Pay Başı Değer
İNA	43.628.000	2,91
Piyasa Çarpanları	64.717.349	4,31
Ortalama	54.172.675	3,61
Halka Arz İskontosu	26,25%	26,25%
Halka Arz Değeri	39.952.347	2,66

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken çarpan ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış ve %26,25 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 2,66 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %26,25 iskontonun makul olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Derlüks Deri'nin fiyat tespitinde çarpan 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. Derlüks Deri özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Fiyat tespit raporunda Net Borç hesaplamasının detayına yer verilmemiştir. Tarafımızca net borç rakamı 36.785.932 TL hesaplanmış olup fiyat tespit raporunda kullanılan 34.244.000 TL'nin bir miktar üzerindedir.
- Derlüks Deri'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç, PD/DD ve PD/NS çarpanları kullanılmış olup PD/NS çarpanının piyasada sık kullanılan bir çarpan olmaması göz önünde bulundurularak raporda bu çarpan yerine FD/NS çarpanının kullanılmasını bekledik. FD/FAVÖK çarpanlarında FAVÖK hesabında diğer gelir hariç FAVÖK kullanılmasına rağmen değerlemede Derlüks değeri için diğer gelirlerin dahil edildiği FAVÖK rakamı kullanılmıştır. İki hesaplamada da aynı yöntemle hesaplanan FAVÖK rakamlarının kullanılmasının tutarlılık açısından daha doğru olacağını düşünmekteyiz.
- Borsa İstanbul'da işlem gören Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri sektörü şirketleri ile bağlı ortaklığı Boran Meşrubat için Borsa İstanbul'da işlem gören Gıda, İçki ve Tütün şirketlerinin çarpanlarının kullanılmasını makul buluyoruz.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken çarpan ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış ve %26,25 halka arz iskontosu kullanılmıştır. Bu oranın makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş. halka arz fiyatının makul olduğunu düşünmekteyiz.