

Bu rapor InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (InvestAZ Yatırım) tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Derlüks Deri) halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Meksa Yatırım) tarafından hazırlanmış olan fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayınlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Şirket Hakkında Bilgi

Derlüks Deri, 2002 yılında Derlüks Deri Konfeksiyon ve Dış Ticaret Limited Şirketi olarak kurulmuştur. 2014 yılında %100 bağlı ortaklığı konumunda bulunan Boran Meşrubat ve Dağıtım LTD.ŞTİ.'yi bünyesine katmıştır.

Şirket 2016 yılında kendi markası olan Emiliano Zapata'ya ek olarak, Avrupa ve Amerika'nın dünyaca tanınmış firmalarına fason üretim yapmaya başlamıştır. Bu firmalar arasında Balmain, Yves Salomon, Tara Jarmon, Tigha, Sies Marjan, Barbara Bui, Humanoid gibi markalar olduğu belirtilmektedir.

Toptan üretim ve satış yapan şirket, ilk direk satış mağazasını franchise olarak, Antalya'da 3 bin m²'lik bir alışveriş merkezi içinde 2018 yılında faaliyete geçirmiştir. Şirket, 2018 yılı Temmuz ayında anonim şirkete dönüşme ve halka açılma kararı almış ve 2019 Şubat ayında anonim şirkete dönüşmüştür.

Derlüks Deri'nin ana faaliyet konusu erkek deri giysileridir. Yüksek kalite ve ulaşılabilir fiyat politikalarının yanında, marka tanıtımına da önem verildiği ve bu amaçla geçtiğimiz yıllarda, Oscar ödüllü ünlü aktör Adrien Brody'nin firmanın reklam yüzü olması sağlanmıştır.

Halka Arz Bilgileri	
İhraççı	Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Derlüks Deri)
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Halka Arz Öncesi Sermaye	15.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	25.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	44,00%
Halka Arz Edilecek Hisseler Dağılımı (Nominal)	Sermaye Artırımı: 10.000.000 TL Ortak Satışı: 1.000.000 TL
Halka Arz Fiyatı	2,66 TL
Halka Arz Büyüklüğü	29.260.000 TL
Halka Arz Tarihi	27-28 Haziran 2019
BİST İşlem Kodu	DERAS

Ancak, erkek deri giysilerinin toplam deri giysiler içindeki payının sınırlı olması nedeniyle, 2016 yılından sonra, dünyaca tanınmış markalar için de her türlü deri giysi üretimi yapılmaya başlanmıştır. Ayrıca, kadın ve büyük beden segmentinde ticari ürün alım satımına başlamıştır.

Şirket, Asya, Avrupa, Amerika ve Uzakdoğu'da otuza yakın ülkede son tüketiciye ulaşırken, Derlüks Deri'nin, tüm deri ürünleri grubunda (Giysi, saraciyeye, çanta ve ayakkabı dahil olmak üzere) 2016 yılında Türkiye'nin en fazla ihracat yapan 36. şirketi olduğu belirtilmiştir. 2017 yılında ise, yine tüm deri ürünleri grubunda en çok ihracat yapan ilk 10 firma içerisine girerken, 'ihracat altın ödülü' almıştır. 2018 yılında da, 297 milyon USD ihracat gerçekleştiren deri ve kürk giyim grubunda 13 milyon USD'ye yaklaşan ihracatıyla aynı ödülü almaya hak kazanmıştır.

2012 Yılında kurulan Boran Meşrubat Dağıtım San. Tic. Ltd. Şti., 2014 yılında %100 oranında satın alınarak Derlüks Deri'nin bağlı ortaklığı olmuştur. Bu firmaya yatırım yapılmasının sebebi, deri konfeksiyonu sektöründe oluşabilecek pazar daralması ve nakit akışı gecikmesi risklerini, hızlı nakit üretebilen bir sektör ve firma aracılığıyla en aza indirmektir.

Boran Meşrubat'ın sermayesi, tamamı nakit ödenmiş 10 milyon TL'dir. Şirket FMCG (Hızlı tüketim ürünleri) sektöründe, çeşitli markaların distribütörlüğünü yapmaktadır. Bu markalar Erikli, Nestle Su, Dimes, Freşa ve Tuborg (Toplam hasılatın % 95) ve ikincil satış ürünleri olarak tanımlanabilecek olan Beypazarı ve Özkaynak Soda, Capri, Doğanay Şalgam, Redbull, JustPower Enerji ve Doğu Çay'dır. Toplam satış hacminin %5'lik kısmını oluşturan bu ikincil ürünler, sahanın gelişen etkilerine göre değişkenlik göstermektedir.

Şirket 2018 yılında cirosunu, 2017'ye göre %131 artışla 166,5 milyon TL seviyesine yükseltmiştir. Satışların kırılımına baktığımızda, deri tarafı 2017'de cironun %67,7'ünü oluştururken, 2018 yılında bu oranın %46,6 seviyesine düştüğünü görmekteyiz. 2019 yılı ilk çeyrekte de hasılat bir önceki yılın aynı dönemine göre %16,2 yükselmiştir.

	2016		2017		2018		1Ç19	
Faaliyetler	Net Hasılat	Oran	Net Hasılat	Oran	Net Hasılat	Oran	Net Hasılat	Oran
Deri	25.223.518	53,5%	48.771.371	67,7%	77.660.245	46,6%	15.638.243	39,2%
Üretim	15.971.152	33,9%	38.719.217	53,7%	53.198.184	32,0%	6.890.101	17,3%
Ticari Mal	9.252.367	19,6%	10.052.153	14,0%	24.462.061	14,7%	8.748.142	21,9%
İçecek	21.896.583	46,5%	23.270.340	32,3%	88.831.962	53,4%	24.248.178	60,8%
Toplam	47.120.101	100,0%	72.041.711	100,0%	166.492.207	100,0%	39.886.421	100,0%

Kaynak: Meksa Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Özet Finansallar	2016	2017	2018	1Ç19
Hasılat	47.120.371	72.041.405	166.492.207	39.886.421
Brüt Kar	8.248.066	7.604.108	19.822.563	4.702.949
Faaliyet Karı	3.528.620	4.537.410	16.938.106	3.835.641
Net Kar	2.498.633	2.672.872	3.612.724	919.858
Özkaynaklar	9.560.879	12.374.078	22.458.009	23.015.959

Kaynak: Meksa Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Satış Dağılımı	2016		2017		2018		1Ç19	
	Satışlar	Oran	Satışlar	Oran	Satışlar	Oran	Satışlar	Oran
Yurtiçi Satışlar	26.816.820	56,9%	35.661.682	49,5%	111.231.517	66,8%	36.122.814	90,6%
Yurtdışı Satışlar	20.303.551	43,1%	36.379.723	50,5%	55.260.690	33,2%	3.763.607	9,4%
Toplam	47.120.371	100,0%	72.041.405	100,0%	166.492.207	100,0%	39.886.421	100,0%

Kaynak: Meksa Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Ortaklık Yapısı

Ortak	Halka Arz Öncesi Ortaklık Yapısı		Halka Arz Sonrası Ortaklık Yapısı	
	Sermaye (TL)	Pay (%)	Sermaye (TL)	Pay (%)
Cemal GÜZELCİ	15.000.000	100,0%	14.000.000	56,0%
Halka Açık	0	0,0%	11.000.000	44,0%
Toplam	15.000.000	100,0%	25.000.000	100,0%

Derlüks Deri'nin kayıtlı sermaye tavanı 75 milyon TL, halka arz öncesi çıkarılmış sermayesi 15 milyon TL olup, mevcut ortakların haklarının kısıtlanması suretiyle sermaye artırımını yoluyla ihraç edilecek 10 milyon TL nominal değerli pay sonrası toplam sermayesi 25 milyon TL'ye yükseltilecektir. Ayrıca şirket ortaklarının da halka arzda satmayı planlamış olduğu 1 milyon TL nominal tutarlı pay sonrasında şirketin halka açıklık oranı %44 olacaktır.

Şirketin hakim ortağı, halka arz öncesi %100 pay ile Cemal GÜZELCİ'dir. Sermaye artırımını ve ortak satışı yoluyla yapılacak halka arz sonrasında %56 pay oranıyla yine aynı kişi hakim ortak olmayı sürdürecektir. Ayrıca Derlüks Deri'nin sermayesini temsil eden paylarda imtiyazlı pay grubu bulunmayıp, tüm paylar eşit oy hakkına sahiptir.

Fiyat Tespit Raporundaki Değerlemeye Yönelik Özet Bilgi ve Değerlendirme

Meksa Yatırım'ın hazırlamış olduğu fiyat tespit raporunda halka arz edilecek payların birim fiyatı tespitinde, değerlendirme yöntemleri olarak gelir yaklaşımı yöntemlerinden indirgenmiş nakit akımları (İNA) analizi ve pazar yaklaşımı yönteminden piyasa çarpanları analizi kullanılmıştır. Raporunda farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkün olmak ile birlikte kullanılan yöntemler ile hesaplanan değerlerin makul olduğu görüşüne yer verilmiştir.

Meksa Yatırım'ın hazırlamış olduğu raporda kullanılan ilk yöntem indirgenmiş nakit akımları analizidir. Bu kapsamda hazırlanmış olan gelir projeksiyonlarında 5 yıllık bir dönem kullanılırken, projeksiyonun oluşturulmasında Derlüks Deri'nin üretimi ve satışı yapılan ürünlere gelen talepler doğrultusunda şirket tarafından oluşturulduğu belirtilmiştir. Bu kapsamda yapılan projeksiyonlarda ilk yıl gelir büyümesi %8,9, ikinci yıl %13,7, üçüncü yıl %13,7, dördüncü yıl %12,9 ve beşinci yılda da %11,2 olarak alınmıştır. Şirketin brüt kar marjı tahmin periyodu boyunca %11,5-11,7 arasında yer alırken, faaliyet giderlerinin satışlara oranı %3,4-%3,5 aralığında sabit tutulmuştur. Net işletme sermayesi hesabında son 3 senenin ortalama devir oranları incelenmiş, ve son 3 senenin aritmetik ortalaması hesaplamalarda kullanılmıştır. Yatırım harcaması olarak mevcut filo yatırımlarından doğan amortisman giderleri kadar yatırım harcaması yapılacağı öngörülmüştür.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) hesaplamasında ülke risk primi olarak %8,95 kullanılırken, risksiz faiz oranı için 10 yıllık hazine tahvilinin 03.06.2019 tarihli kapanışı olarak %18,94'ün kullanılmasının uygun görüldüğü belirtilmiştir. Nihai büyüme oranı olarak %5 kullanılırken, beta katsayısı olarak 1 referans alınarak kaldıraçlı beta hesabı yapılarak 1,51 sayısına ulaşılmıştır. Şirketin finansal borcu için ortalama borçlanma maliyeti %21,49, finansal borçların ağırlığı %65,56 ve kurumlar vergisi %22 alınmıştır. Bu varsayımlar sonucunda hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) %22,17 olarak hesaplanmıştır.

Yapılan hesaplamaların sonucunda İNA analizinden halka arz öncesi şirket değeri olarak 43,63 milyon TL değere ulaşılmıştır.

İkinci yöntem olarak kullanılan Piyasa çarpanları analizinde önce, konsolide finansal veriler sektör bazında ayrılmış ve deri ile içecek sektörlerinden elde edilen veriler ayrı ayrı hesaplamaya tabii tutulmuştur. Daha sonra ana ortaklık şirket değerinin hesabında benzer şirketler olarak BİST deri konfeksiyon sektörü, bağlı ortaklık kısmı için de BİST içecek sektörü çarpanlarının aritmetik ortalamaları hesaplamalarda kullanılmıştır.

Hazırlanan fiyat tespit raporunda şirketin değerlemesinde kullanılmak üzere benzer şirket karşılaştırmasına dayalı piyasa çarpanları analizi yöntemi kullanılırken yalnızca yurtiçi benzer şirketlere bakılmış, hesaplamalara yurtdışından şirket ilavesi yapılmamıştır. Buna göre piyasa çarpanları analizi yönteminde, Firma Değeri/Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (FD/FVAÖK), Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Fiyat Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Net Satışlar (PD/NS) çarpanları kullanılmıştır.

Çarpan ortalamaları bulunurken, hem yurtiçi şirketler hem de Derlüks Deri için 2019 yılı ilk çeyrek finansal verileri yıllıklandırılarak kullanılmıştır. Ayrıca FD/FVAÖK çarpanı için 1-17, F/K'da 1-25 aralığı dışında kalanlar ile yine PD/DD ve PD/NS tarafında 0,50-3 arasında kalan değerler dışında kalan değerler uç değer olarak kabul edilerek ortalama hesaplarının dışında tutulmuştur.

Raporda 4 analiz yönteminden de bulunan değerlere eşit ağırlık verildiği ve bunun sonucunda da bulunan nihai değer 64,72 milyon TL olduğu belirtilmiştir.

Sonuç olarak çarpan analizi ve İNA analizinden çıkan 43,63 milyon TL ile 64,72 milyon TL değere eşit ağırlık verilerek 54,17 milyon TL halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşılmıştır. Çoğunluğu sermaye artırımını yöntemiyle yapılacak halka arzda uygulanan %26,25'lük halka arz iskontosu sonrasında halka arz birim pay değeri olarak 2,66 TL değere ulaşılmıştır.

Değerleme Sonucu			
Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Özsermaye Değeri	Pay Başına Değer
İNA	50,0%	43.628.000	2,91
Çarpan	50,0%	64.717.349	4,31
Sonuç		54.172.675	3,61

Kaynak: Meksa Yatırım Fiyat Tespit Raporu

%26,25 Halka arz iskontosu ile (TL)	
Halka arz öncesi değer	54.172.675
Halka arz iskontosu	26,25%
Halka arz iskontolu değer	39.952.348
Halka Arz Fiyatı	2,66
Halka arz büyüklüğü	29.298.389
Halka açıklık oranı	44,00%

Kaynak: Meksa Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Meksa Yatırım Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

Meksa Yatırım tarafından Derlüks Deri fiyat tespit raporunu incelemiş bulunuyoruz. Halka arz fiyatının bulunmasında kullanılan yöntemlerin, şirketin gerçek değerini yansıtması açısından genel olarak uygun olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca kullanılan yöntemlere ilişkin yapılan detaylı açıklamaların, yöntemlerin anlaşılması açısından makul ve yeterli olduğu kanısındayız. InvestAZ Yatırım olarak raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz. Raporda yer alan değerlendirme yöntemlerinde;

- Uygulanan çarpan analizi ve İNA yöntemlerinin şirket değerini yansıtmakta yeterli olduğu görüşündeyiz.
- Çarpan analizi yönteminde ihtiyatlı olmak açısından uç değerlerin değerlendirilmesinde tutulmasını olumlu buluyoruz.
- Çarpan analizinde şirketin özellikle distribütörlük tarafındaki kar marjlarının ana iş kolundan farklı olması sebebiyle ayrı ayrı sektör ve çarpanlar ile karşılaştırılarak hesaplanmış olmasını olumlu bulurken, PD/NS çarpanının hem ihtiyatlı olmak açısından, hem de alınan örnekteki farklı kar marjları sebebiyle tam olarak karşılaştırmada kullanılmasının doğru olmadığını düşündüğümüzden dolayı kullanılmamasının daha uygun olacağı düşüncesindeyiz.
- Çarpan analizinde yurtiçi için seçilen şirketlerde, sektör olarak temsil gücü yüksek olmakla beraber, gelişmekte olan ülkelerden seçilebilecek benzer şirketler ile yurtdışından da bir örneklem grubu ile karşılaştırmanın çeşitliliği artırması açısından daha iyi bir yaklaşım olabileceği kanaatindeyiz.
- İNA analizinde genel olarak yer alan açıklamaların yeterli olduğu düşüncesinde olmakla birlikte, AOSM hesabında kullanılan risksiz faiz oranı için 10 yıllık tahvil yerine, projeksiyon dönemi ile daha uyumlu olması açısından 5 yıllık tahvil getirisi incelenerek bir değer verilmesinin daha makul olabileceği görüşündeyiz.
- Piyasa Betasının 1 olarak hesaplamaya dahil edilmesi yerine, karşılaştırılan şirketlerin ortalama betaları üzerinden bir hesaplama oluşturulacak beta oranının da hesaplamalarda kullanılabilmesi düşüncesindeyiz.
- Uygulanan %26,25 halka arz iskontosunun makul ve yeterli olduğu görüşündeyiz.