



**KOZA POLYESTER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN
HAZIRLANAN ANALİST RAPORU**

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

5 NİSAN 2023



İçindekiler

1. AMAÇ	2
2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	2
3. HALKA ARZ BİLGİLERİ	3
4. FİNANSAL TABLOLAR	3
5. DEĞERLEME HAKKINDA	4
6. GÖRÜŞ	9

KOZA POLYESTER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

[KOPOL]

1. AMAÇ

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29'uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından Halka arz aracılığıyla eden Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin ("Garanti Yatırım") Koza Polyester Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Koza Polyester" veya "Şirket") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

Bu raporda yer alan Şirket verilerinin gerçeği yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

KOZA POLYESTER SANAYİ VE TİCARET A.Ş. Halka Arzı Hakkında Bilgilendirme Raporu

2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Şirket'in merkezi Başpınar (Organize) OSB Mah. O.S.B. 4. Bölge 83414 No'lu Cadde No: 30 Şehitkâmil/Gaziantep olup aynı adreste bulunan toplam 72.607 m² açık ve 52.746 m² kapalı alana sahip fabrikada üretimlerini gerçekleştirmektedir. Şirket'in fabrika binasında bulunan merkez ofisine ek olarak Adana'da bir adet şubesi, Gaziantep ve İstanbul'da iki adet irtibat bürosu bulunmaktadır. Şirket'in başlıca faaliyet alanı polyester elyaf, polyester cips ve plastifiyan üretimi ve satışının yapılmasıdır. Ürünlerin üretimi için başta PTA (Purified Terephthalic Acid) olmak üzere MEG (Mono Etilen Glikol), DEG (Di Etilen Glikol), 2EH (2-Ethylhexanol), Titandioksit ve Spinfinish hammaddeleri kullanılmaktadır. Üretilen ürünler hem yurt içinde satılmakta hem de yurt dışına ihraç edilmektedir. Şirket'in 2022 yılı için ortalama personel sayısı 288'dir.

Şirket, Koza Polyester Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanıyla 03.11.2011 yılında kurulmuş olup 3 elyaf hattı, 1 plastifiyan hattı ve polimer tesisinin yatırımı ve montajının tamamlanmasını takiben Nisan 2014'te Gaziantep 4. Organize Sanayi Bölgesi'nde faaliyete geçmiştir.

Koza Polyester mevcut ürünlerinin çeşitliliği ile birçok farklı endüstride faaliyet gösteren müşterilere satış yapmaktadır. Şirket'in üretimini gerçekleştirdiği polyester elyaf ürünü; giyim, ev tekstili, geniş yelpazeli nonwoven kumaş ürünleri ve dolgu malzemeleri üretimi yapan şirketlere satılmaktadır.

KOZA POLYESTER HALKA ARZ ÖZETİ

Halka Arz Şekli	PAY - Adet
Halka Arz Öncesi Sermaye	193.000.000
Halka Arz Sonrası Sermaye	216.160.000
Sermaye Artırımı	23.160.000
Ortak Satışı	21.230.000
Toplam	44.390.000
Halka Arz Büyüklüğü	
Halka Arz Fiyatı	24,50 TL
Brüt Halka Arz Geliri (Şirket)	567.420.000
Brüt Halka Arz Geliri (Ortaklar)	520.135.000
Halka Arz Büyüklüğü	1.087.555.000
Kotasyon	
Halka Arz Tarihi	05-06-07 Nisan 2023
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka arz Taahhütleri	
Bedelli Sermaye Artırımı Yapmama	1 Yıl
Ortak Satışı Yapmama	1 Yıl
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Lider Aracı Kuruluş	Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım Yöntemi
Halka Arzda Satış Yöntemi	Sabit Fiyat İle Talep Toplama

3. HALKA ARZ BİLGİLERİ

Şirket 193.000.000 TL olan ödenmiş sermayesini 900.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde kalmak kaydıyla 23.160.000 TL artırarak 216.160.000 TL'ye çıkaracaktır. Şirket tarafından sermaye artırımını kapsamındaki 23.160.000 pay ve ortak satışı kapsamındaki 21.230.000 pay olmak üzere toplam 44.390.000 pay Halka arz edilecektir.

Halka arz edilecek 44.390.000 adet payın halka arz sonrası 216.160.000 TL'ye ulaşılacak çıkarılmış sermayesine oranı %20,54'tür.

Şirket paylarının halka arzı Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından Sabit Fiyat ile talep toplama ve "En İyi Gayret" aracılığı yöntemleri kullanılmak suretiyle gerçekleştirilecektir.

Sabit fiyat ile talep toplama süresi 3 iş günü olup, 05-06-07 Nisan 2023 tarihlerinde gerçekleşecektir.

Halka arz edilecek 44.390.000 TL nominal değerli Şirket paylarının halka arzında tahsisat aşağıdaki gibi olacaktır;

- 33.292.500 TL nominal değerli %75 oranındaki kısmı Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara,
- 11.097.500 TL nominal değerli %25 oranındaki kısmı Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara tahsis edilmiştir.

Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 20 gün fiyat istikrarı işlemleri sağlanacaktır.

HALKA ARZ		
	(TL)	%
Sermaye Artırımı	23.160.000	
Ortak Satışı	21.230.000	
TOPLAM	44.390.000	
Halka Arz ile Ulaşılabilecek Sermaye	216.160.000	20,54

4. FİNANSAL TABLOLAR

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 ile biten mali yıl dönemlerine ait finansal tabloları aşağıda yer almaktadır:

Bilanço Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Dönen Varlıklar	221.078.667	668.171.088	1.485.483.673
Duran Varlıklar	687.778.806	1.184.350.800	1.938.950.734
TOPLAM VARLIKLAR	908.857.473	1.852.521.888	3.424.434.407
Kısa Vadeli Yükümlülükler	317.951.997	604.417.322	1.158.518.104
Uzun Vadeli Yükümlülükler	324.811.546	540.437.877	545.304.245
Özkaynaklar	266.093.930	707.666.689	1.720.612.058
TOPLAM KAYNAKLAR	908.857.473	1.852.521.888	3.424.434.407

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Hâsılat	616.101.236	1.330.751.915	2.907.258.063
Satışların Maliyeti	(558.496.714)	(1.082.694.327)	(2.343.408.555)
Brüt Kâr	57.604.522	248.057.588	563.849.508
Genel Yönetim Giderleri	(3.379.476)	(4.910.882)	(13.425.622)
Pazarlama Giderleri	(3.020.895)	(6.505.826)	(16.058.576)
Esas Faaliyetlerden Diğ. Gel.	5.753.699	2.742.037	9.612.886
Esas Faaliyetlerden Diğ. Gid.	(19.715.951)	(13.297.193)	(23.621.406)
Esas Faaliyet Kârı	37.241.899	226.085.724	520.356.790
Yatırım Faaliyetlerinden Gel.	22.971	44.564	3.078.271
Yatırım Faaliyetlerinden Gid.	(498.103)	(1.674.803)	(3.924.781)
Finansman Gel/Gid Öncesi Kâr	36.766.767	224.455.485	519.510.280
Finansman Gelirleri	122.195	165.264	865.774
Finansman Giderleri	(26.069.120)	(31.972.954)	(93.750.710)
Vergi Öncesi Kâr/Zarar	10.819.842	192.647.795	426.625.344
Vergi Gelir/Gideri	(1.070.974)	(43.072.021)	18.512.829
Net Dönem Kârı/Zararı	9.748.868	149.575.774	445.138.173

5. DEĞERLEME HAKKINDA

Fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında ‘Maliyet, Gelir ve Pazar’ değerlendirme yaklaşımlarının tamamı dikkate alınmıştır.

• Maliyet Yaklaşımı

Şirket’in kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması nedeniyle eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması ve faaliyetlerinin sürekli olduğu düşünüldüğü için maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında dikkate alınmış fakat kullanılmamıştır.

• Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi, şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratacağı varsayılan nakit akımlarının bugünkü değerlerine indirgenmeleri esasına dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin uzun vadeli potansiyelini de yansıtarak özgün değerini bulmaya odaklanır. Bunu yaparken de şirket özelindeki riskleri belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin en önemli dezavantajı, varsayımlara çok duyarlı olması dolayısıyla objektif bir değerlendirme yapmanın zorluğudur. Bu değerlendirme raporunda yer alan İNA değerlemesi kapsamında, Şirket’in stratejik hedefleri ve geçmiş yıllardaki performansı dikkate alınmış ve hem tonaj hem de hâsılat bazında rakamlar gözden geçirilmiştir.

• Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması ve işbir paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceği olması nedeni ile değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

A) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

Şirket'in mal alımları USD cinsinden olup 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 dönemlerini içeren bağımsız denetim raporları fonksiyonel para birimi USD olarak hazırlanmıştır. Bu kapsamda Şirket'in İNA değerlemesinde kullanılan değerlendirme para birimi USD'dir. Tahmini nakit akışlarını indirgemek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtmaları gerekli görülmektedir. Dolayısıyla değerlendirme kapsamında işletme değerlemelerinde yaygın olarak kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır. Şirket'in projeksiyon dönemi için hesaplanan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aşağıda verilmektedir.

AOSM	2023	2024	2025	2026	2027
Risksiz Getiri Oranı	%9,02	%9,02	%9,02	%9,02	%9,02
Hisse Senedi Risk Primi	%5,50	%5,50	%5,50	%5,50	%5,50
Borçlanma Risk Primi	%1,00	%1,00	%1,00	%1,00	%1,00
Borç/Özkaynaklar	%116,34	%116,34	%116,34	%116,34	%116,34
Borç/(Borç+Özkaynaklar)	%53,78	%53,78	%53,78	%53,78	%53,78
Kaldıraçsız Beta	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
Kaldıraçlı Beta	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17
Efektif Vergi Oranı	%18	%18	%18	%18	%18
Sermaye Maliyeti	%15,46	%15,46	%15,46	%15,46	%15,46
Borç Maliyeti (Vergi Öncesi)	%10,02	%10,02	%10,02	%10,02	%10,02
Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)	%8,21	%8,21	%8,21	%8,21	%8,21
AOSM	%11,56	%11,56	%11,56	%11,56	%11,56

İNA Sonucunda Bulunan Değer

Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Genel olarak;

- Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişiklik yaşanmayacağı
- Karşılaşılabilecek olası risklerin Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği varsayılmıştır.

İNA yöntemi Şirket'in öngörülerini baz alınarak, birçok varsayımsal parametreye bağlı olarak yapıldığından, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyon ve varsayımların farklılaşması hâlinde özsermaye değeri ve pay başına değer değişebilir. Aşağıdaki tabloda firmanın serbest nakit akımları projekte edilmektedir.

İNA (Bin USD)	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Net Satışlar	175.663	187.523	197.395	205.493	213.950	220.711
Yıllık Büyüme	%16,74	%6,75	%5,26	%4,10	%4,12	%3,16
FVÖK	31.458	35.190	37.073	38.615	40.221	41.499
FVÖK Marjı	%17,91	%18,77	%18,78	%18,79	%18,80	%18,80
Vergi Oranı	%23	%18	%18	%18	%18	%18
Vergi Sonrası Faaliyet Kârı	24.222	28.856	30.400	31.664	32.981	34.029

Amortisman	3.099	3.718	4.131	4.336	4.550	4.771
NIS Değişimi		(14.740)	2.344	1.923	2.008	1.605
Yatırım Harcamaları		3.093	987	1.027	1.070	1.104
Serbest Nakit Akımı (SNA)		44.221	31.200	33.050	34.453	36.091
İndirgeme Oranı (AOSM)		%11,56	%11,56	%11,56	%11,56	%11,56
İndirgeme Faktörü		0,95	0,85	0,76	0,68	0,61
İndirgenmiş SNA Değerleri		41.867	26.477	25.140	23.492	22.058
SNA İndirgenmiş Değer Toplamı		139.034				
Terminal Büyüme Oranı		%3,00				
İndirgenmiş Terminal Değer		232.282				
Çatı GES'ten Yaratılan Değer-İndirgenmiş		10.380				
Firma Değeri		381.696				
Net Borç Tutarı		60.198				
Özsermaye Değeri - 31.12.2022 İtibariyle		321.497				
Değerleme Tarihi İtibariyle Özkaynak Değerleme Faktörü		1,02957				
Özsermaye Değeri – 15.03.2023 İtibariyle		331.005				
1 TL Nominal Değerli Pay Adedi		193.000	Bin adet			
1 TL Nominal Değerli Pay Başına Değer		1,72	USD			
1 TL Nominal Değerli Pay Başına Değer		32,50	TL			

Projeksiyon dönemi boyunca değişen AOSM ile indirgenmiş nakit akımları üzerinden Şirket'in 31.12.2022 tarihindeki işletme değeri bulunmuş ve işletme değerinden yine aynı tarihteki net finansal borç tutarı çıkartılarak firmanın 31.12.2022 tarihindeki özsermaye değeri 321.497.252 USD olarak hesaplanmıştır. 31.12.2022 itibariyle özsermaye değeri üzerinden %15,46 yıllık büyüme oranı (2023 yılı için hesaplanan özsermaye maliyeti) ile hesaplanan değerlendirme tarihindeki özsermaye değeri 331.004.584 USD'dir. Bulunan özsermaye değeri 14 Mart 2023 için USD/TRY TCMB alış paritesi olan 18,95 üzerinden TL'ye dönülmüş ve Şirket'in TL cinsinden özsermaye değeri 6.273.000.266 TL olarak hesaplanmıştır.

Halka arz satış fiyatı olarak belirlenen 24,50 TL, İNA değerlemesi sonucu hesaplanan pay başına fiyat olan 32,50 TL'ye göre %24,62 iskontoludur.

B) Çarpan Analizi Yöntemi

İD/FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kâr performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (halka açık şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu için seçilmiştir. Çarpanlar hesaplanırken şirketlerin 14 Mart 2023 piyasa kapanışı işletme ve piyasa değerleri ile 15 Mart 2023 itibariyle açıklanmış olan en güncel finansal tablolar üzerinden son 12 aylık finansal veriler kullanılmıştır.

Yurt içi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında Borsa İstanbul'da işlem gören tekstil şirketleri ile elyaf ve polyester üreticisi şirketler incelenmiş ve bu şirketler arasından operasyonları Koza Polyester'e en çok benzeyen şirketler yurt içi benzer şirketler olarak seçilmiştir.

Seçilen Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları	Piyasa Değeri (Milyon USD)	İşletme Değeri (Milyon USD)	FAVÖK (Milyon USD)	İD/FAVÖK
Arsan Tekstil Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi	87,0	87,3	6,6	13,15
Lüks Kadife Ticaret ve Sanayi A.Ş.	42,7	48,0	3,6	13,31
Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş.	1.409,4	1.447,1	237,6	6,09
Ortalama				10,85

Yurt içi seçilen benzer şirketlere ilişkin yukarıda verilen analiz yurt dışı seçilen benzer şirketler için de yapılmıştır.

Seçilen Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları	Piyasa Değeri (Milyon USD)	İşletme Değeri (Milyon USD)	FAVÖK (Milyon USD)	İD/FAVÖK
Indian Acrylics Limited	17,09	40,32	2,9	13,97
Indo Rama Synthetics (India) Limited	135,88	185,45	36,4	5,09
PT Tifico Fiber Indonesia Tbk	206,62	187,75	20,2	9,30
Shinkong Synthetic Fibers Corporation	952,56	2.681,65	268,7	9,98
Unitika Ltd.	91,56	723,67	63,6	11,38
Aquafil S.p.A.	283,65	535,17	78,4	6,83
Ganesha Ecosphere Limited	221,19	271,16	16,7	16,26
Jiangsu Sanfame Polyester Material Co., Ltd.	1.698,41	1.694,23	285,3	5,94
Vardhman Acrylics Limited	46,10	32,16	3,2	10,09
China Man-Made Fiber Corporation	372,95	2.076,36	331,2	6,27
Elite Color Environmental Resources Science & Technology Co., Ltd.	321,30	333,31	25,5	13,07
Ortalama				9,83

Çarpan Analizi Sonucunda Bulunan Değer

Şirket'in piyasa değerinin tespit edilebilmesi için Türkiye'de faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan İD/FAVÖK çarpanı analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir.

Yöntem	31.12.2022 FAVÖK (Milyon USD)	Çarpan	İşletme Değeri (Milyon USD)	Net Borç (Milyon USD)	İskonto Öncesi Piyasa Değeri (Milyon USD)	Pay Başına Değer (Milyon USD)
İD/FAVÖK	34,5	10,85	374,7	60,2	315	1,63

Şirket'in piyasa değerinin tespit edilebilmesi için yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan çarpan analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir.

Yöntem	31.12.2022 FAVÖK (Milyon USD)	Çarpan	İşletme Değeri (Milyon USD)	Net Borç (Milyon USD)	İskonto Öncesi Piyasa Değeri (Milyon USD)	Pay Başına Değer (Milyon USD)
İD/FAVÖK	34,5	9,83	339,6	60,2	279	1,45

Yurt içi benzer şirketler çarpanının %50 ve yurt dışı benzer şirketler çarpanının %50 ağırlıklandırılması sonucu şirketin pay başına değeri 1,54 USD hesaplanmaktadır. Bu fiyat, değerlendirme tarihindeki USD/TRY paritesi olan 18,95 üzerinden TL'ye dönüldüğünde pay başına fiyat 29,16 TL hesaplanmaktadır. Halka arz fiyatı olan 24,50 TL, bu değere kıyasla %16 iskontoludur.

Değerleme Sonucu

Bu raporun değerlendirme yöntemleri başlığı altında açıklandığı üzere, Şirket değerlemesinde İD/FAVÖK Çarpanı Analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Çarpan Analizi Yönteminde Yurt İçi Benzer Şirketlere %50, Yurt Dışı Benzer Şirketlere de %50 ağırlık verilmiştir. Ayrıca, hem Çarpan Analizi yöntemi hem de Nakit Akımları yöntemi nihai Şirket Değeri hesaplanırken %50-%50 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Bu bağlamda Şirket'in piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

Yurt İçi Çarpanlar (Ağırlık %50)	
Yurt İçi Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı	10,85
31.12.2022 FAVÖK (Bin USD)	34.540
İşletme Değeri (Bin USD)	374.710
Yurt Dışı Çarpanlar (Ağırlık %50)	
Yurt Dışı Benzerler Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı	9,83
31.12.2022 FAVÖK (Bin USD)	34.540
İşletme Değeri (Bin USD)	339.643
Ağırlıklı İşletme Değeri – Çarpanlar (Ağırlık %50)	357.176
İşletme Değeri – İNA (Ağırlık %50)	391.203
Ağırlıklı Ortalama İşletme Değeri – Çarpan ve İNA	374.190
Net Borç (Bin USD)	60.198
%50 Çarpan %50 İNA Ağırlıklı Piyasa Değeri	313.991
Pay Adedi	193.000.000
Pay Başına Fiyat (USD)	1,627
14.03.2023 tarihli TCMB Alış Kuru	18,95
Pay Başına Fiyat (TL)	30,83
Halka Arz Fiyatı (TL)	24,50
İskonto Oranı	%20,54

Halka arz satış fiyatı olarak belirlenen 24,50 TL hesaplanan pay başına fiyat olan 30,83 TL'ye göre %20,54 iskontoludur.

6. GÖRÜŞ

Garanti BBVA Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olduğu görüşündeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin detaylı ve yeterli açıklamalar yapılmıştır.

Koza Polyester fiyat tespitinde piyasa çarpanları ile indirgenmiş nakit akımları yöntemine eşit ağırlık verilmiştir.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, Garanti BBVA Yatırım tarafından konu alınan BİST'te işlem gören Arsan Tekstil, Lüks Kadife ile Aksa Akrilik benzer şirketler çarpanları yönteminden elde edilen değere %25, yurt dışı benzer şirketler çarpanları yönteminden elde edilen değere %25 ve indirgenmiş nakit akımları yöntemine %50 ağırlık verilmiştir. Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

6.1 Pazar Yaklaşımı

- Makro varsayımlara göre; TL enflasyon 2023-2027 döneminde %51 ile başlamış ve %15 ile tamamlanmıştır. Yine bahsi geçen dönemde USD/TRY ortalama paritesinin 21,86 olacağı ve 2027 ortalamasında ise 40,66 olacağı öngörülmüştür. USD/TRY kurunun TL enflasyon artışının gerisinde kalacağı öngörüldüğünü hatırlatmak isteriz. Bu öngörünün genel seçim sonrasında ortodoks politikalara dönülebileceğine yönelik kamuoyuna yansıyan açıklamaları hatırladığımızda bahsi geçen varsayımlarda ciddi sapmalara yol açabileceğini düşünmekteyiz.
- Şirket hisseleri BİST Yıldız Pazar'da işlem görecektir. Bu sebeple, Yıldız Pazar çarpanlarının da değerlemeye dâhil edilmesinin makul olacağı görüşündeyiz.
- F/K ve PD/DD çarpanlarının neden kullanılmadığına ilişkin açıklama görememekteyiz. Kullanılmasa dahi, F/K ve PD/DD tablolarının paylaşılmasının yerinde olabileceğini düşünmekteyiz.

6.2 Gelir Yaklaşımı

- İNA değerlemesinde Şirket'in fonksiyonel para birimi ABD doları cinsinden hazırlanmıştır ve değerlendirme kapsamında Şirket'in 2023-2027 yılları arasında yaratacağı nakit akımları ve 2027 sonrası için nihai dönem dikkate alınmıştır. Terminal büyüme oranı (uç büyüme) %3 olarak kabul edilmiştir ve firma değerinin kabaca %62'si uç büyümeden gelmektedir.
- Şirket'in betası hesaplanırken çarpan analizi kısmında seçilmiş olan yurt dışı benzer şirketlerin kaldıraçsız beta hesaplamasına dâhil edilmemesinin daha uygun olacağı görüşündeyiz.
- 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla TL cinsinden banka kredilerinin ağırlıklı ortalama etkin faiz oranı %16,60, EURO kredilerinin %8,19 ve USD kredilerinin %13,01'dir. AOSM hesaplamasında en azından projeksiyonun ilk yıllarında cari borçlanma oranına yer verilmesinin uygun olacağı kanaatindeyiz. Söz konusu etkinin iskonto içinde telafi edildiği görülmektedir.
- Koşullu yükümlülükler kısmında Şirket'in 5,8 milyar TL teminat, rehin, ipotek, kefalet (TRİK) pozisyonu bulunmaktadır.
- 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla Akınal Sentetik'in GKS'ler kapsamında 4.680.076.292 TL (47.972.298 USD, 180.252.052 EURO ve 189.769.241 TL) açık riskine karşılık olarak, Koza Polyester'in Akınal Sentetik lehine 8.332.381.369 TL (248.800.000 USD, 88.211.846 EURO ve 1.921.750.000 TL) tutarında kefalet ve garantörlüğü bulunmaktadır. Bilanço döneminden

sonra yapılan işlemler ile bu tutarlarda azalma gerçekleşmiş olsa da ilişkili taraf yükümlülükleri dikkat çekmektedir.

- Şirketin öz kaynakları 2020 yılı 266 milyon TL; 2021 yılı 708 milyon TL ve 2022 yılı için de 1.7 milyar TL'dir. Bunun önemli kısmı yabancı para çevrim farklarından kaynaklanmıştır. Şirket makine parkuru için yapmış olduğu USD bazlı değerlemeyi cari kur ile değerleyip çevrim farkı olarak özkaynaklarına yansıtmıştır. Döviz kuruna bu derece duyarlı bir aktif pasif yapısı finansal öngörülebilirlik üzerinde baskı oluşturmaktadır.

Sonuç olarak, Garanti BBVA Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, yukarıdaki çekincelerimiz saklı kalmak kaydıyla belirlenen %20,54 halka arz iskontosu ile 24,50 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.

Bu rapor, Piramit Menkul Kıymetler tarafından sadece raporun ilk kısmında yer verilen amaç doğrultusunda hazırlanmıştır. Hiç bir şekilde bir yatırım önerisi veya halka arza katılmasına dair bir teklif veya referans olarak alınmamalıdır. Yatırımcılar, yatırım kararlarını, Şirket izahnamesini inceleyerek vermelidirler.