

Koton Mağazacılık Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analist Raporu**1- Amaç**

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan bu rapor, Koton Mağazacılık Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Koton Mağazacılık" veya "Şirket") için İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") tarafından hazırlanarak 26.04.2024 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ilan edilmiş olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nun değerlendirmesi niteliğindedir.

Bu Rapor; Koton Mağazacılık'ın halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

2- Halka Arz Bilgileri**HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİLER**

Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)	- Ödenmiş Sermaye : 795.500.000 TL															
	- Halka Arz Şekli : Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı															
	- Halka Arz Miktarı - Sermaye Artırımı : 34.150.000 TL															
	- Halka Arz Miktarı - Ortak Satışı : 102.450.000 TL															
	- Halka Arz Miktarı - Toplam : 136.600.000 TL															
	- Halka Arz Oranı (Halka Açıklık) : 16,46%															
Şirket Değeri ve Halka Arz Büyüklüğü	- Halka Arz Fiyatı : 30,50 TL															
	- Halka Arz Öncesi Şirket Değeri : 24,26 Milyar TL															
	- Halka Arz Büyüklüğü : 4,17 Milyar TL															
	- Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri : 25,30 Milyar TL															
Yatırımcı Grupları ve Tahsisatlar	<table><thead><tr><th>Yatırımcı Grubu</th><th>Satış Payı</th><th>Satış Miktarı</th></tr></thead><tbody><tr><td>- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar</td><td>84,50%</td><td>115.427.000</td></tr><tr><td>- Grup Çalışanları</td><td>0,50%</td><td>683.000</td></tr><tr><td>- Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar</td><td>15,00%</td><td>20.490.000</td></tr><tr><td>- Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar</td><td>0,00%</td><td>0</td></tr></tbody></table>	Yatırımcı Grubu	Satış Payı	Satış Miktarı	- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar	84,50%	115.427.000	- Grup Çalışanları	0,50%	683.000	- Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar	15,00%	20.490.000	- Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar	0,00%	0
Yatırımcı Grubu	Satış Payı	Satış Miktarı														
- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar	84,50%	115.427.000														
- Grup Çalışanları	0,50%	683.000														
- Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar	15,00%	20.490.000														
- Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar	0,00%	0														
Talep Toplama Yöntemi	- Sabit Fiyat ile Talep Toplama															
Dağıtım Yöntemi	- Bireysele Eşit Dağıtım															
Aracılık Yöntemi	- En İyi Gayret Aracılığı															
Konsorsiyum Lideri	- İş Yatırım ve Ak Yatırım liderliğinde oluşturulan toplam 43 üyeli konsorsiyum															
Fiyat İstikrarı	- 833,3 milyon TL kaynak ile 15 gün süreyle planlanmaktadır.															
Lock-up (Satmama Taahhüdü)	- Şirket tarafından 1 yıl bedelli / bedelsiz sermaye artırımı yapılmayacağı, şirket ortakları tarafından ise 1 yıl boyunca pay satışı yapılmayacağı taahhüt edilmiştir.															
BİST İşlem Kodu	- KOTON															
Talep Toplama Tarihleri	- 30 Nisan - 2 Mayıs - 3 Mayıs															

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. İfo Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirebilir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. İfo Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

3- Şirkete İlişkin Bilgiler

Koton, merkezi İstanbul'da bulunan ve yurt içi ve yurt dışında yaygın kitlelere erişen bir moda şirkettir ve 35 yıllık geçmişiyle, dört kıtada Koton markalı ürünleri tasarlayan ve satan bir perakende hazır giyim şirkettir. Şirket, 70 ülkeyi kapsayan çok kanallı bir satış ağı üzerinden satışlarını gerçekleştirmektedir.

Koton, 2012'den 2023'e kadar geçen on bir yılın onunda "En Beğenilen Kadın Markası" seçilmiş; 2022'de "Anchor Mağaza" (alışveriş merkezlerinde en çok aranan marka) ödülleri dâhil olmak üzere birden fazla ödül kategorisinde birçok kez ödül kazanmış ve uzun süredir bir aşk markası (love brand) olarak değerlendirilmiştir (2021 yılında araştırma yapılmamıştır ve 2024 yılında henüz araştırma yapılmamıştır). (Kaynak: Alışveriş Merkezleri ve Alışveriş Merkezi Yatırımcıları Derneği)

Hem doğrudan hem de Franchise olarak işletilen mağazaları dâhil olmak üzere monobrand mağazaları, e-ticaret, çevrimiçi (online) pazaryerleri ve toptan satış ile çok kanallı yürüttüğü operasyonları sayesinde Koton, 2023'te 300 milyondan fazla ziyaretçiye ulaşmış ve 60 milyon adedin üzerinde ürün satmıştır. 31 Aralık 2023 itibarıyla, Koton Grubu'nun çok kanallı satış ağı (i) dünya çapında toplam alanı 507.351 metrekare olan 437 mağaza (perakende satış), (ii) koton.com ve Koton mobil uygulamasının yanı sıra 57 ülkede 29 çevrimiçi (online) pazaryeri ve (iii) satış kanalları yapısını tamamlayıcı bir kol olarak değerlendirilen toptan satış kanallarını içermektedir.

Koton, Türkiye'deki perakende satış alanını 2012 yılında yaklaşık 117 bin metrekareden 2023 yılında yaklaşık 225 bin metrekareye artırırken, yurt dışındaki perakende alanını aynı dönemde yaklaşık 47 bin metrekareden yaklaşık 166 bin metrekareye artırmıştır.

Grup, yurt dışındaki mağaza sayısını 2012'de 96'dan 31 Aralık 2023 itibarıyla 196'ya yükseltmiştir. Ayrıca Grup'un çevrimiçi (online) altyapısı, 31 Aralık 2023 itibarıyla 57 ülkeye ulaşmıştır.

Koton, kadın, erkek ve çocuk kategorilerinde yılda 30 binden fazla SKU ile giyim ve aksesuar ürünleri tasarlamakta, geliştirmekte ve satmaktadır. Bu kapsamda Koton müşterilerine, üst giyim, alt giyim, elbise, denim, dış giyim ve triko ürünleri sunmaktadır. Şirket'in ürün yelpazesi aynı zamanda iç giyim, plaj giysileri ve mayolar, abiye ve davet giysileri ve spor giyimin yanı sıra tekstil aksesuarları, deri görünümlü ürünler, takılar ve kozmetik gibi aksesuarları da içermektedir. Koton'un tüm yaş ve cinsiyetler için her ihtiyaca yönelik ürün seçenekleri bulunmaktadır. Sunulan ürünler arasında Fahriye Evcen, Benu Soral, Aslıhan Malbora, Rachel Araz, Ayşegül Afacan Köksal, Tuba Ünsal ve Melis Ağazat gibi önde gelen Türk ünlüler ve sosyal medya fenomenleriyle ortaklaşa geliştirilen özel koleksiyonlar da yer almaktadır.

31 Aralık 2023 itibarıyla, Grup'un monobrand mağaza ağı 437 mağazaya ulaşmıştır. Bunlar, 212'si Türkiye'de, 115'i yurt dışında olmak üzere 327 adet doğrudan işletilen mağazayı ve 29'u Türkiye'de, 81'i yurt dışında olmak üzere 110 Franchise mağazasını içermektedir. Monobrand mağazalar, Koton adını taşımakta ve bu mağazalarda sadece Koton ürünleri satılmaktadır. 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla, mağazaların toplam satış alanı (mağaza ve mağazaların depolama alanları dâhil) 507.351 metrekaredir. Doğrudan işletilen mağazalar, 2023 yılında gelirin %78'ini (%51'si Türkiye'deki, %27'si yurt dışındaki doğrudan işletilen mağazalara aittir) oluşturmuştur. Franchise mağazaları 2023 yılında gelirin %7'sini oluşturmuştur (%2'si Türkiye'deki Franchise mağazalarına ve %5'i yurt dışındaki Franchise mağazalara aittir).

Koton'un ürün yelpazesinin yaklaşık %80'i Grup'un ürünlerini sunduğu ülke ve bölgelerde benzerlik göstermektedir. Bununla birlikte, Şirket, yerel kültür ve iklimleri göz önünde bulundurarak belirli yerel demografik özelliklere uygun ürünler de geliştirmektedir. Şirket, ülkeye özgü ürün sunabilmek için tasarımlarını MENA bölgesindeki pazarlara cazip gelecek şekilde değiştirmektedir. Bu kapsamda, bir yandan ilgili pazardaki yerel unsurlara adapte olmak için esnekliği ve uyarlanabilirliği korurken bir yandan da tüm pazarlarda tutarlı ürünler sunmayı hedeflemektedir.

31 Aralık 2023'te sona eren finansal dönemde Şirket'in adet bazında tedariklerinin %88'i, maliyet bazında ise %80'i yurt içinden temin edilerek, ağırlıklı olarak Türkiye'de üretilen ürünlerle geniş bir kaynak tabanı oluşturulmuştur. Aynı dönemlerde Çin, kaynak kullanımının %2,2'sini oluştururken, diğer ülkeler %9,9'unu oluşturmuştur. Koton'un yerli kaynak kullanımı, Türkiye sezon koleksiyonları için kıyafet özelinde yaklaşık dört ila sekiz haftalık kısa teslimat sürelerini mümkün kılmaktadır. Grup'un halihazırda Bangladeş'te bir tedarik ofisi mevcuttur. İlerleyen dönemlerde Şirket, Hindistan ve Endonezya bölgelerinden tedarik edilmeye uygun ürün gruplarında, bölgedeki müşterilerine daha verimli hizmet verebilmek amacıyla, Hindistan'da tedarik üssü kurmayı planladığı Fiyat Tespit Raporunda yer almaktadır.

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASI ORTAKLIK YAPISI					
Ortağın Adı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
Yılmaz Yılmaz	A	99.437.500	12,50%	99.437.500	11,99%
	B	99.437.500	12,50%	95.387.500	11,50%
Şükriye Gülden Yılmaz	A	99.437.500	12,50%	99.437.500	11,99%
	B	99.437.500	12,50%	95.387.500	11,50%
Nemo Apparel B.V.	B	397.750.000	50,00%	303.400.000	36,57%
Halka Açık Kısım	B	-	-	136.600.000	16,46%
Toplam		795.500.000	100%	829.650.000	100%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4- Finansal Tablolar

Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Dönen Varlıklar	5.887.465.694	7.435.824.000	7.340.366.470
Nakit ve Nakit Benzerleri	678.476.632	871.812.936	359.081.065
Ticari Alacaklar	606.855.041	816.971.206	1.146.324.902
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	606.855.041	816.971.206	1.146.324.902
Diğer Alacaklar	33.686.032	17.801.140	3.512.782
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	33.686.032	17.801.140	3.512.782
Stoklar	3.801.667.677	4.972.577.438	5.114.545.833
Peşin Ödenmiş Giderler	533.370.067	410.165.771	429.743.794
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0	0	15.765.159
Diğer Dönen Varlıklar	233.410.245	346.495.509	271.392.935
Duran Varlıklar	7.099.518.153	5.504.314.875	4.947.468.773
Finansal Yatırımlar	0	3.954.550	2.825.000
Diğer Alacaklar	112.681.939	107.612.069	90.440.976
- İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	112.681.939	107.612.069	90.440.976
Peşin Ödenmiş Giderler	6.879.768	6.170.131	3.658.934
Kullanım Hakkı Varlıkları	4.346.028.294	3.148.416.211	2.786.828.367
Maddi Duran Varlıklar	1.937.132.204	1.535.863.527	1.423.477.852
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	361.722.429	368.186.607	383.776.305
Ertelenmiş Vergi Varlığı	312.155.731	317.318.784	239.280.294
Diğer Duran Varlıklar	22.917.788	16.792.996	17181045

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

TOPLAM VARLIKLAR	12.986.983.847	12.940.138.875	12.287.835.243
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.892.557.404	7.940.414.706	6.234.067.050
Kısa Vadeli Borçlanmalar	3.277.067.590	3.034.122.322	2.238.204.736
- Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.197.404.799	930.303.415	1.091.519.875
- Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	933.847.495	1.125.625.870	305.361.037
- Kiralama İşlemlerinden Borçlar	1.145.815.296	978.193.037	841.323.824
Ticari Borçlar	3.225.674.944	4.206.852.656	3.334.568.685
- İlişkili Tarafalara Ticari Borçlar	896.768	1.245.225	0
- İlişkili Olmayan Tarafalara Ticari Borçlar	3.224.778.176	4.205.607.431	3.334.568.685
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	120.305.207	178.752.011	206.353.883
Diğer Borçlar	522.887	307.035	17.971.688
- İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar	522.887	307.035	17.971.688
Ertelenmiş Gelirler	103.345.507	130.914.437	80.442.567
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	23.589.174	26.764.282
Kısa Vadeli Karşılıklar	92.242.417	302.254.330	221.195.324
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	70.730.623	232.493.464	190.122.961
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	21.511.794	69.760.866	31.072.363
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	73.398.852	63.622.741	108.565.885
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.907.409.156	1.979.735.036	2.018.316.452
Uzun Vadeli Borçlanmalar	3.820.539.107	1.577.320.434	1.478.049.515
- Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.436.795.853	52.878.498	107.889.096
- Kiralama İşlemlerinden Borçlar	2.383.743.254	1.524.441.936	1.370.160.419
Diğer Borçlar	7.566.603	9.288.857	24.383.344
- İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar	7.566.603	9.288.857	24.383.344
Ertelenmiş Gelirler	12.000.787	8.819.866	6.645.972
Uzun vadeli karşılıklar	67.302.659	91.218.233	88.891.550
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	67.302.659	91.218.233	88.891.550
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	293.087.646	420.346.071
ÖZKAYNAKLAR	2.187.017.287	3.019.989.133	4.035.451.741
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	2.187.017.287	3.019.989.133	4.035.451.741
Ödenmiş Sermaye	795.500.000	795.500.000	795.500.000
Sermaye Düzeltme Farkları	3.221.705.883	3.221.705.883	3.221.705.883
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Giderler	-24.060.672	-69.901.464	-93.017.731
- Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları	-24.060.672	-69.901.464	-93.017.731
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler	206.509.512	-662.515.671	-1.428.511.592
- Yabancı Para Çevrim Farkları	384.298.897	-563.177.039	-1.360.777.487
- Riskten Korunma Kayıpları	-177.789.385	-99.338.632	-67.734.105
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	121.054.676	121.054.676	121.054.676
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-2.941.691.677	-2.133.692.112	-385.854.291
Net Dönem Karı/Zararı	807.999.565	1.747.837.821	1.804.574.796
TOPLAM KAYNAKLAR	12.986.983.847	12.940.138.875	12.287.835.243

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Hasılat	14.383.701.922	16.017.173.874	17.193.804.801
<i>Değişim</i>		11,36%	7,35%
Satışların Maliyeti (-)	-8.153.024.200	-7.604.560.678	-8.246.145.978
Brüt Kar (Zarar)	6.230.677.722	8.412.613.196	8.947.658.823
<i>Değişim</i>		35,02%	6,36%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	43,32%	52,52%	52,04%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-977.853.185	-1.252.230.651	-1.404.421.820
Pazarlama Giderleri (-)	-4.932.101.013	-5.326.410.393	-5.644.027.823
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-137.266.247	-201.749.967	-215.688.848
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.483.670.432	1.162.747.302	1.281.281.131
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-868.360.044	-1.376.224.409	-1.377.998.662
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	798.767.665	1.418.745.079	1.586.802.802
<i>Değişim</i>		77,62%	11,85%
<i>E. Faaliyet Kar Marjı</i>	5,55%	8,86%	9,23%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	18.153.828	4.128.570	3.441.134
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-40.558.950	-27.461.659	-10.252.904
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	776.362.543	1.395.411.990	1.579.991.032
Finansman Gelirleri	236.892.799	113.661.884	90.004.427
Finansman Giderleri (-)	-1.797.737.941	-1.188.567.890	-1.257.083.692
Net Parasal Pozisyon Kazançları	1.414.701.584	1.852.290.154	1.826.942.804
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	630.218.985	2.172.796.138	2.239.854.571
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	177.780.580	-424.958.316	-435.279.774
- Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-14.713.121	-61.268.195	-282.175.908
- Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	192.493.701	-363.690.121	-153.103.866
DÖNEM KARI/ZARARI	807.999.565	1.747.837.822	1.804.574.797
<i>Değişim</i>		116,32%	3,25%
<i>Net Kar Marjı</i>	5,62%	10,91%	10,50%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

5- Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı	
Fon Kullanım Yeri	Planlanan Fon Kullanım Oranı
Yurt içi veya yurt dışı mağaza açılışları ve yenilemeleri, depo otomasyon yatırımları ile bilgi teknolojileri yatırımları	30% - 40%
İşletme sermayesi	60% – 70%

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Kaynak: İzahname

6- Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 19.03.2024 tarihli fiyat tespit raporunda, Şirket'in pazar değerinin belirlenmesinde Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımı) yöntemlerinin uygulanmasına karar verilmiştir.

Değerleme çalışmasında Piyasa Çarpanlarına %50 ve İNA'ya %50 ağırlık verilmiş olup tarafımızca makuldür.

a. Piyasa Yaklaşımı – Piyasa Çarpanları Analizi

İş Yatırım, Çarpan analizi çalışması için hem Türkiye hem de yurt dışında faaliyet gösteren şirketleri incelemiş ve her iki kategoride de FD/FAVÖK ve F/K çarpanları hesaplanmıştır. Çarpanlar 19.03.2024 tarihli veriler kullanılarak hesaplanmıştır.

Şirket'in FAVÖK hesaplamasında, faaliyetlerden kaynaklanan ve ağırlıklı olarak Şirket'in yurt dışındaki iştirakleriyle olan ticaretle ilgili oluşan kur farkı geliri ve gideri yer almaktadır. Şirket'in FAVÖK'ü ile çarpan yönteminde kullanılan FD/FAVÖK çarpanlarının uyumlu olması adına, yerli benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları, bu şirketlere ait yıl sonu dönemi için açıklanan faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı geliri ve giderleri dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Yurt içi ve yurt dışı şirketlerden gelen özkaynak değerleri eşit ağırlıklandırılarak çarpanlardan gelen değer hesaplanmıştır. Yurt içi ve yurt dışı çarpan analizinde FD/FAVÖK ve F/K çarpanları eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

Değerlemede Kullanılan Finansallar (mTL)	31.12.2023 Yıllıklandırılmış
FAVÖK	4.366,7
Net Kar	1.804,6
Net Borç	3.357,2

Yabancı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı, mn USD	FD/FAVÖK
Medyan Çarpan	9,1x
FAVÖK	148,3
Firma Değeri	1.355,5
Net Finansal Borç	-114
Özkaynak Değeri	1.241,5

Yabancı Şirketler F/K Çarpanı, mn USD	F/K
Medyan Çarpan	15,5x
FAVÖK	61,3
Özkaynak Değeri	951,4

	Ağırlık	Değer
Yabancı Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı, mn USD	50%	1.241,5
Yabancı Şirketler F/K Çarpanı, mn USD	50%	951,4
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri, mn USD		1.096,4
Dolar/TL (19.03.2024)		32,28

Bu raporda yer alan bilgi ve fikirler Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Info Yatırım bu bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü konusunda garanti veremez. Raporda yer alan bilgiler, analizler, yorumlar, tahminler ve tavsiyeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir ve analistlerin kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler yatırımcıların mali durum ve risk getiri tercihlerine uygun olmayabilir. Bu nedenle burada yapılan öngörülerin gerçekleşmeme olasılığının bulunduğu dikkate alınmalıdır. Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkında sahiptir. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Info Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.

Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri, mn TL

35.391,8

Yerli Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı, mn TL	FD/FAVÖK
Medyan Çarpan	7,8x
FAVÖK	4.366,7
Firma Değeri	33.872,1
Net Finansal Borç	-3.357,2
Özkaynak Değeri	30.515,0

Yerli Şirketler F/K Çarpanı, mn TL	F/K
Medyan Çarpan	15,5x
FAVÖK	1.804,6
Özkaynak Değeri	26.129,7

	Ağırlık	Değer
Yerli Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı, mn USD	50%	30.515,0
Yerli Şirketler F/K Çarpanı, mn USD	50%	26.129,7
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri, mn USD		31.857,1

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı

İNA metodunda projeksiyon 2024 – 2032 yılları için hazırlanmıştır.

- İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi, 2024-2032 yılları esas alınarak hesaplanmıştır.
- Projeksiyon dönemi boyunca Şirket'in yurt içi operasyonlar için TL bazında reel değişim oranları tahmin edilmiştir. Bu sebeple projeksiyon döneminde geçerli olacak TL bazlı enflasyon dikkate alınmıştır. Yurt dışındaki operasyonlar reel değişim oranları tahminleri çerçevesinde USD bazında hesaplanmış ve tüm projeksiyon dönemi boyunca 31.12.2023 itibarıyla geçerli olan 29.12.2023 tarihli TCMB ABD Doları/Türk Lirası döviz alış kuru (29,44) ile TL'ye çevrilerek projeksiyona dahil edilmiştir.
- İşletme sermayesi analizinde ticari alacaklar için ortalama tahsilat günleri, projeksiyon dönemi boyunca 2023 gerçekleşen gün olan 21 gün olarak varsayılmıştır. Stok gün süresi, 2023 yıl sonu ve geçmiş veriler dikkate alınarak tahmin edilmiştir. Stok gün sayısının projeksiyon döneminde, mevcut seviyesinden her yıl 1 gün azalacağı öngörülmekte olup 214-222 gün arasında olacağı tahmin edilmiştir. Ticari borçlar, projeksiyon döneminde kademeli olarak her yıl bir gün artış öngörülmüş ve 168-176 gün arasında olacağı tahmin edilmiştir. İşletme sermayesinde kullanılan varsayımlar tarafımızca makuldür.
- AOSM'nin projeksiyon dönemi boyunca değişken olacağı varsayılmış ve tarafımızca makuldür.
- Fiyat Tespit Raporu için Şirket, reel bazda iş planı hazırlamış olduğundan herhangi bir enflasyon etkisi iş planında yer almadığı belirtilmiştir. Bu sebeple İş Yatırım, risksiz getiri oranı hesabında enflasyon etkisinin arındırılması amaçlanmıştır. Türkiye'de gelecek yıllara ilişkin beklenen enflasyon oranlarında kaynaklar arasında bir tutarlılık olmaması, diğer yandan ABD enflasyon tahminlerinde ise farklı kaynakların tahminlerinin tutarlı olduğu görülmesi sebebiyle, devlet iç borçlanma senedinin getiri oranı yerine, Eurobond devlet borçlanma senedinin getiri oranı kullanılmıştır. Risksiz getiri oranı hesabında 10 yıl vadeli ABD Doları cinsindeki Eurobond devlet borçlanma senedi baz alınmıştır. Hesaplama 19 Mart 2023 itibarıyla son bir aylık getiri oranının ortalaması kullanılmıştır. Bu verideki ABD enflasyon etkisini arındırmak amacıyla IMF'nin ABD enflasyon tahminleri kullanılmış, bu tahminin aynı zamanda Bloomberg'de yer alan çok sayıda uzmanın görüşüne göre oluşan

tahminlerle tutarlı olduğu teyit edilmiş; ve enflasyonun etkisinden arındırılan oran risksiz getiri oranı olarak kabul edilmiştir. Risksiz getiri oranı projeksiyon dönemi boyunca sabit kabul edilmiş, %5,32 olarak baz alınmıştır. Tarafımızca makuldür.

- Borç/(Borç+Özkaynak) oranı Şirket'in geçmiş gerçekleşen oranları ve sektör dinamikleri uyarınca projeksiyon dönemi boyunca %20 olarak sabit varsayılmıştır.
- Piyasa risk primi %6 olarak baz alınmıştır; tarafımızca makuldür.
- Beta değeri 1 alınmıştır.
- Borçlanma maliyeti hesabında Şirket'in 31.12.2023 itibarıyla farklı para birimlerindeki etkin faiz oranları vadeleri ve vadelere karşılık gelen tahmini kur değerleri kullanılarak USD'ye çevrilmiştir. Farklı para birimlerindeki kredilerin ağırlıklı ortalamasına karşılık gelen nominal faiz oranı enflasyon ile reel faiz oranı haline getirilmiş ve hesaplanan bu faiz oranı projeksiyon dönemi boyunca, vergi etkisi hariç %9,45 olarak sabit alınmış olup tarafımızca makuldür.
- Kurumlar Vergisi oranı %25 olarak baz alınmıştır.
- Şirket'in ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (AOSM), projeksiyon dönemi boyunca %10,49 civarında olacağı hesaplanmış olup tarafımızca makuldür.
- Uç değer hesaplaması için hasılat büyüme oranı %1 olarak varsayılmıştır ve tarafımızca makuldür.

İNA sonucunda 34.533.949.676 TL Şirket değeri hesaplanmıştır.

b. Sonuç

Şirket için İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket'in piyasa değeri tespit edilirken Piyasa Çarpanları Analizine %50 ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine %50 ağırlık verilerek iskonto öncesi 34.668.649.576 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Değerleme Özeti (TL)		
Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Özkaynak Değeri
İNA	50%	31.857.064.572
Piyasa Çarpanları	50%	37.480.234.581
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri		34.668.649.576
Halka Arz İskontosu		30,00%
İskonto Sonrası Özkaynak Değeri		24.268.054.703
Sermaye		795.500.000
Halka Arz Fiyatı		30,50

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Bu değere %30 halka arz iskontosu uygulandıktan sonra piyasa değeri 24.268.054.703 TL ve **halka arz fiyatı 30,50 TL** olarak hesaplanmıştır.

8 Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Değerleme çalışmasında Piyasa Çarpanları Analizine %50 ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine %50 ağırlık verilmiş olup tarafımızca makuldür.
- Piyasa çarpanları analizinde Şirket'in iştigal ettiği sektöre yönelik seçilen benzer şirketleri ve baz alınan sektörleri makul buluyoruz.

- Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı şirketlerden gelen özkaynak değerleri eşit ağırlıklandırılarak çarpanlardan gelen değer hesaplanmıştır. Yurt içi ve yurt dışı çarpan analizinde FD/FAVÖK ve F/K çarpanları eşit olarak ağırlıklandırılmış olup tarafımızca makuldür.
- İNA analizinde projeksiyon dönemi boyunca Şirket'in yurt içi operasyonlar için TL bazında reel değişim oranları tahmin edilmiştir. Bu sebeple projeksiyon döneminde geçerli olacak TL bazlı enflasyon dikkate alınmıştır. Yurt dışındaki operasyonlar reel değişim oranları tahminleri çerçevesinde USD bazında hesaplanmış ve tüm projeksiyon dönemi boyunca 31.12.2023 itibarıyla geçerli olan 29.12.2023 tarihli TCMB ABD Doları/Türk Lirası döviz alış kuru (29,44) ile TL'ye çevrilerek projeksiyona dahil edilmiştir.
- İşletme sermayesi analizinde ticari alacaklar için ortalama tahsilat günleri, projeksiyon dönemi boyunca 2023 gerçekleşen gün olan 21 gün olarak varsayılmıştır. Stok gün süresi, 2023 yıl sonu ve geçmiş veriler dikkate alınarak tahmin edilmiştir. Stok gün sayısının projeksiyon döneminde, mevcut seviyesinden her yıl 1 gün azalacağı öngörülmekte olup 214-222 gün arasında olacağı tahmin edilmiştir. Ticari borçlar, projeksiyon döneminde kademeli olarak her yıl bir gün artış öngörülmüş ve 168-176 gün arasında olacağı tahmin edilmiştir. İşletme sermayesinde kullanılan varsayımlar tarafımızca makuldür.
- AOSM'nin projeksiyon dönemi boyunca değişken olacağı varsayılmış ve tarafımızca makuldür.
- Fiyat Tespit Raporu için Şirket, reel bazda iş planı hazırlamış olduğundan herhangi bir enflasyon etkisi iş planında yer almadığı belirtilmiştir. Bu sebeple İş Yatırım, risksiz getiri oranı hesabında enflasyon etkisinin arındırılması amaçlanmıştır. Türkiye'de gelecek yıllara ilişkin beklenen enflasyon oranlarında kaynaklar arasında bir tutarlılık olmaması, diğer yandan ABD enflasyon tahminlerinde ise farklı kaynakların tahminlerinin tutarlı olduğu görülmesi sebebiyle, devlet iç borçlanma senedinin getiri oranı yerine, Eurobond devlet borçlanma senedinin getiri oranı kullanılmıştır. Risksiz getiri oranı hesabında 10 yıl vadeli ABD Doları cinsindeki Eurobond devlet borçlanma senedi baz alınmıştır. Hesaplama 19 Mart 2023 itibarıyla son bir aylık getiri oranının ortalaması kullanılmıştır. Bu verideki ABD enflasyon etkisini arındırmak amacıyla IMF'nin ABD enflasyon tahminleri kullanılmış, bu tahminin aynı zamanda Bloomberg'de yer alan çok sayıda uzmanın görüşüne göre oluşan tahminlerle tutarlı olduğu teyit edilmiş; ve enflasyonun etkisinden arındırılan oran risksiz getiri oranı olarak kabul edilmiştir. Risksiz getiri oranı projeksiyon dönemi boyunca sabit kabul edilmiş, %5,32 olarak baz alınmıştır. Tarafımızca makuldür.
- Borç/(Borç+Özkaynak) oranı Şirket'in geçmiş gerçekleşen oranları ve sektör dinamikleri uyarınca projeksiyon dönemi boyunca %20 olarak sabit varsayılmıştır. Piyasa risk primi %6 olarak baz alınmıştır; tarafımızca makuldür.
- Borçlanma maliyeti hesabında Şirket'in 31.12.2023 itibarıyla farklı para birimlerindeki etkin faiz oranları vadeleri ve vadelere karşılık gelen tahmini kur değerleri kullanılarak USD'ye çevrilmiştir. Farklı para birimlerindeki kredilerin ağırlıklı ortalamasına karşılık gelen nominal faiz oranı enflasyon ile reel faiz oranı haline getirilmiş ve hesaplanan bu faiz oranı projeksiyon dönemi boyunca, vergi etkisi hariç %9,45 olarak sabit alınmış olup tarafımızca makuldür.
- Şirket'in ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (AOSM), projeksiyon dönemi boyunca %10,49 civarında olacağı hesaplanmış olup tarafımızca makuldür.
- Uç değer hesaplaması için hasılat büyüme oranı %1 olarak varsayılmıştır ve tarafımızca makuldür.
- İNA ve Piyasa Çarpanları analizi sonucunda hesaplanan şirket değerine %30 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatı 30,50 TL olarak bulunmuştur. Fiyat Tespit Raporundaki projeksiyonda majör sapmalar olmayacağı varsayımıyla halka arz fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.