



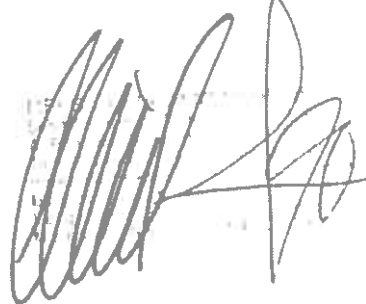
DERLÜKS DERİ SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ
FİYAT TESPİT RAPORU

07 Haziran 2019



İÇİNDEKİLER

1. YÖNETİCİ ÖZETİ	4
2. DERLÜKS HAKKINDA BİLGİ	6
3. PAZAR HAKKINDA BİLGİ	19
4. BÜYÜMEYİ DESTEKLEMESİ BEKLENEN UNSURLAR.....	22
5. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	25
6. SONUÇ	38



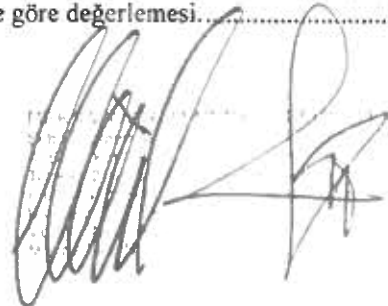
Handwritten signature in black ink, appearing to be a stylized 'A' or 'B' followed by a long horizontal stroke and a vertical stroke.

ŞEKİLLER

Şekil 1. Satışların ürün ve nitelik dağılımı.....	10
Şekil 2. İçecek bölümünün satışlarının yıllar içindeki gelişimi.....	11
Şekil 3. Satışların yurt içi-yurt dışı oranları	12
Şekil 4. Boran Meşrubat'ın dağıtım bölgeleri.....	13
Şekil 5. Yurt içi satışların bölgesel dağılımı.....	13
Şekil 6. Şirket 2016-2017-2018 yılları kapasite kullanım oranları.....	15
Şekil 7. Şirket 2016-2017-2018 kar marjı rasyoları.....	18
Şekil 8. Türkiye'nin deri ve ürünleri ihracatı.....	20
Şekil 9. Deri ve ürünleri ihracatının bölgesel dağılımı.....	20
Şekil 10. Deri ve türevleri ihracatının ürün bazında dağılımı.....	21
Şekil 11. 2013-2018 arası Derlüks Deri solo satışlar	22
Şekil 12. 2014-2018 arası Boran Meşrubat solo satışlar	23
Şekil 13. İçecek Bölümü Satışlarının Ürün Bazlı Dağılımı.....	23

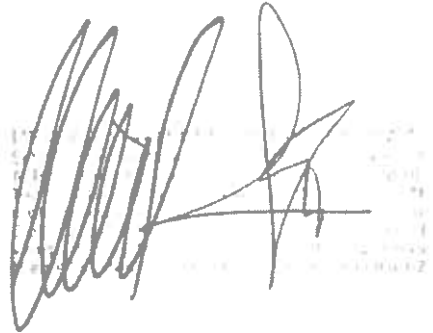
TABLolar

Tablo 1: Şirket mevcut ve halka arz sonrası ortaklık yapısı.....	7
Tablo 2:Dönemler itibarıyla personel dağılımı.....	7
Tablo 3:Satışların ürün ve nitelik dağılımı.....	10
Tablo 4: İçecek bölümünün satışlarının ürün dağılımı.....	11
Tablo 5: Satışların yurt içi-yurt dışı oranları. Yurt dışı satışlar ihracatlar, özel faturalar, dış ticaret firmaları üzerinden ihraç kayıtlı satışları kapsamaktadır.....	12
Tablo 7: Kapasite Kullanım Tablosu.....	14
Tablo 8: Şirket toplam net kapasitesi	14
Tablo 10: Şirket'in Sahip Olduğu Markalar	15
Tablo 11: Şirket 2016-2017-2018 karşılaştırmalı mali tabloları.....	16
Tablo 12: Şirket 2016-2017-2018 karşılaştırmalı gelir tabloları	17
Tablo 13:Sermaye Artırımında Elde Edilecek Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri	Error! Bookmark not defined.
Tablo 14: 2019-2023 arası Şirket satış projeksiyonu.....	26
Tablo 15: 2019-2023 arası satışların maliyeti.....	26
Tablo 16: 2019-2023 arası ayrılabilir tahmini amortisman.....	26
Tablo 17: 2019-2013 arası tahmini faaliyet giderleri.....	26
Tablo 18: 2019-2023 arası tahmini işletme sermayesi ihtiyacı	27
Tablo 19: 2019-2023 arası tahmini yatırım ihtiyacı.....	27
Tablo 20: 2019-2023 arası indirgenmiş nakit akımları	29
Tablo 21: Faiz, amortisman, vergi, öncesi kar hesaplaması.....	31
Tablo 22: Kısımlar arası FAVÖK'ün ağırlığı	31
Tablo 25: Kısımlar arası Net Kâr Hesaplaması	32
Tablo 26: Piyasa çarpanları baz alınan şirketler.....	32
Tablo 27: Piyasa çarpanları baz alınan şirketlerin karlılık marjları.....	33
Tablo 28: Piyasa çarpanları baz alınan şirketlerin çarpanları.....	33
Tablo 29: BİST Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü için baz alınan piyasa çarpanları.....	34
Tablo 30:Piyasa çarpanları baz alınan şirketler.....	35
Tablo 31:Piyasa çarpanları baz alınan şirketlerin karlılık marjları.....	35
Tablo 32:Piyasa çarpanları baz alınan şirketlerin çarpanları.....	36
Tablo 33: Baz alınan şirketlere göre içecek kısmının piyasa çarpanları değerlemesi.....	37
Tablo 34: Baz alınan piyasa çarpanlarına göre Derlüks Deri'nin değerlemesi.....	37
Tablo 35:Piyasa Çarpanlarına Göre Şirket Değeri	37
Tablo 36: Derlüks Deri'nin İNA ve piyasa çarpanları analizine göre değerlemesi.....	38



KISALTMALAR ve TANIMLAR

A.Ş.	Anonim Şirket
a.d.	Anlamalı Değil
AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
Bşk.	Başkan
Cad.	Caddesi
FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar
FMCG	Fast-Moving Consumer Goods-Hızlı Tüketim Ürünleri
IMF	International Monetary Fund-Uluslararası Para Fonu
İDMİB	İstanbul Deri ve Deri Mamülleri İhracatçıları Birliği
İSO	İstanbul Sanayi Odası
Ltd.	Limited
Mah.	Mahallesi
Sok.	Sokağı
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Şti.	Şirketi
T.C.	Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TOBB	Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TPE	Türk Patent Enstitüsü
USD	United States Dollars-Amerika Birleşik Devletleri Doları
Vb.	Ve benzerleri
BAVUL TİCARETİ	Dış ülkelerden dönerken yolcu beraberinde taşınan ve gümrüksüz ülkeye sokulan, eşyaların ticareti..
İÇLİKLİ	Kışlık mont, kaban, parka, ceket gibi giyim eşyalarının iç kısmında astar niyetine kullanılan kürk, yaban hayvanı gibi materyallerden yapılan bölüm.
KÜRK DERİ	Tüyleri uzun bırakılmış konfeksiyona hazır deri.
POS Cihazı	Point of Sale – Satış noktası cihazı
SARACİYE	Deriyapılan bavul, çanta cüzdan, kemer vb. ürünler ve bu ürünleri yapma işi.
TABİ DERİ	Tamamen doğal konfeksiyona hazır deri.
ZİG DERİ	Konfeksiyona hazır, işlenmiş bitmiş mamül.



1. YÖNETİCİ ÖZETİ

1.1 Raporun Amacı

Bu rapor, Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Derlüks Deri", "Şirket" veya "İhraççı") ile Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Meksa") arasında 03.04.2019 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerin belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Rapor, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı ve SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ hükümleri çerçevesinde elde edilen ve sağlanan bilgiler doğrultusunda hazırlanmış olup, Meksa Yatırım işbu Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlamak için ilgili Kurul Kararı'nda belirtilen gerekli şartlara ve yeterliliğe sahip olup, ilgili Kurul Kararı'nda belirtilen bağımsızlık ilkelerine uyulmuştur.

Derlüks Deri, çoğunlukla Rusya ve Ukranya gibi soğuk iklim koşullarının hakim olduğu bölgelere üst segment erkek deri ve kürk ceketler üretmektedir. Şirket'in faaliyetleri, üst segment müşterilere hitap eden ürünler üretilmesi nedeniyle özgün tasarım ve yüksek kaliteyi kullanıma bağlıdır. Şirket bu doğrultuda geçmişte Avrupa'nın önde gelen tasarımcıları ile çalışarak önemli Know-How birikimine sahip olmuştur. Ülke ve bölgelere göre farklılık gösteren pazarlama yöntemleri kullanarak özgün bir müşteri deneyimi geliştirmiştir.

Derlüks Deri, ağırlıklı olarak ihracat yapan bir firmadır. Satışlarının %70 kadarını yurt dışına ihraç ederken, yurt içi satışlarının da %95 kadarını dolaylı olarak kuzey ülkelerden gelen turistlere yapmaktadır.

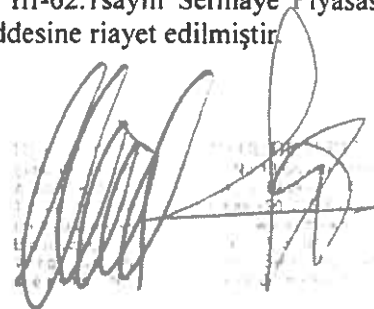
Derlüks Deri'nin perakende faaliyeti olmayıp, sipariş usulü çalışmaktadır. Ürettiği ürünleri kendi ticari markası olan Emiliano Zapata etiketiyle satmaktadır. Aynı zamanda dünyaca ünlü top designer markalarla da iş birliği bulunan Şirket, bu markalara fason üretim yapmaktadır.

Üretim olarak yalnızca erkek deri konfeksiyonu üzerine yoğunlaşan Derlüks Deri, sipariş alması durumunda belirlenmiş kalite şartlarında tedarikçilerine fason üretim yaptırmaktadır.

Derlüks Deri'nin bağlı ortaklığı Boran Meşrubat; Bağcılar, Bayrampaşa, Esenler, Güngören ve Bahçelievler İlçeleri'nde içecek dağıtımını yapmaktadır. Tedarikçi firmalarla bir yıllık yapılan sözleşmeler doğrultusunda, sözleşmede belirlenmiş bölgeler haricinde satış yapmamaktadır.

1.2 Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik İlkeler

- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Değerleme işi bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- İşbu Fiyat Tespit Raporu hazırlanırken SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'in 3. maddesine riayet edilmiştir.



1.3 Sınırlayıcı Koşullar

- Raporda kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerleme çalışmaları genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre denetimi veya inceleme çalışmasını içermemiştir.
- Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Meksa'ya sunulan bilgilerin güvenilir ve doğru olduğu varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu denetlenmemiştir.
- Şirket pay sahiplerinin basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- Meksa, Şirket ve ilgili personellerden elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.

1.4 Değerlemede Kullanılan Yaklaşımlar

Derlüks Deri'ye ilişkin Fiyat Tespit Raporu, SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ'in 3. Maddesi gereği Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak hazırlanmıştır. Değerleme çalışmasında; Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri kullanılmıştır. Bu yöntemler;

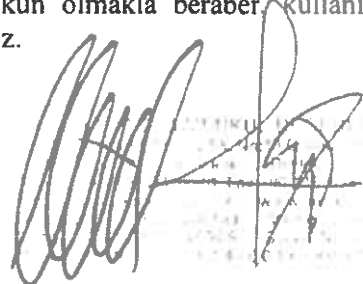
- Gelir Yaklaşımı Yöntemi
 - İNA (İndirgenmiş Nakit Akımları),
- Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları) Yöntemi
 - F/K (Fiyat / Kazanç Oranı),
 - PD/DD (Piyasa Değeri / Defter Değeri)
 - FD/FAVÖK (Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr)
 - PD/NS (Piyasa Değeri / Net Satışlar)

çarpanları kullanılmıştır.

Yukarıda bahsedilen her iki yöntem ile hesaplanan nihai Şirket Değeri aşağıdaki gibidir.

	Şirket Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
Gelir Yaklaşımı Yöntemine Göre	43.628.000	50,0%	21.814.000
Pazar Yaklaşımı Yöntemine Göre	64.717.349	50,0%	32.358.675
Toplam Şirket Değeri		100%	54.172.675
Şirket Pay Başına Değeri			3,61
Halka Arz İskontosu			%26,25
Halka Arz İskontosu Sonrası Şirket Değeri			39.952.348
Halka Arz Fiyatı			2,66

Derlüks Deri için yapılan değerlendirme çalışmasında kullanılan yöntemler eşit ağırlıklandırılmış ve nihai Şirket Değeri 54.172.675-TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi 15.000.000-TL olup, hesaplanan birim pay değeri 3,61-TL'ye karşılık gelmektedir. Şirket'in halka arz fiyatı, bulunan şirket değerine uygulanan %26,25'lik halka arz iskontosu ile 2,66-TL olarak belirlenmiştir. Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkün olmakla beraber kullanılan yöntemler ile hesaplanan değer makul olduğu görüşündeyiz.



2. DERLÜKS HAKKINDA BİLGİ

Derlüks Deri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Şirket", "Ana ortaklık", "Derlüks Deri", "İhraççı") 26 Şubat 2002 tarih ve 5493 sayılı TTSG'de ilan edildiği üzere, 5.000 TL ödenmiş sermaye ile kurulmuş ve Türkiye'de tescil edilmiştir. Şirket, 15 Ekim 2018 tarihi itibarıyla ödenmiş sermayesini 15.000.000 TL'ye çıkarmıştır. 11 Şubat 2019 tarih ve 606 sayılı TTSG'de ilan edildiği üzere Şirket nevi değişikliği ile anonim şirket olarak tescil olmuştur. Şirket, SPK'nın 14 Mart 2019 tarih ve 17/355 sayılı kararı ile kayıtlı sermaye sistemine geçmiş olup 01 Nisan 2019 tarihli genel kurulda kayıtlı sermaye sistemine geçiş ve şirket esas sözleşmesinin SPKn ve TTK'na uygun hale getirilmesine ilişkin gerekli madde değişiklikleri gerçekleştirilmiştir. Söz konusu değişiklikler 08.04.2019 tarih ve 9804 sayılı TTSG'nde ilan edilmiştir.

Esas Sözleşme'nin 3. Maddesi uyarınca, Şirket'in amaç ve konusu başlıca şunlardır:

1-Her türlü doğal deriden bay, bayan ve çocuk giyim eşyaları, giyim aksesuarları ve kullanım ürünlerinin imalatı, alım satımı ithalat ve ihracatını yapmak.

2-Her türlü tekstil ürünleri, triko ürünleri, dokuma ürünleri, giyim eşyaları ve aksesuarlarını almak, satmak, üretmek, ithalat ve ihracatını yapmak.

3-Her türlü deri ve tekstil hammaddeleri, deri ve tekstil kimyasalları, kumaş, doğal deri, suni deri, iplik ve konfeksiyon malzemelerinin alım satımı, ithalat ve ihracatını yapmak.

Şirket yukarıda esas sözleşmesinde yer alan amaç ve kapsamı içinde, özellikle lüks erkek deri giyim eşyaları üretmeye fokuslanmıştır. Şirket'in merkezi ve üretim tesisleri, Kazlıçeşme Mah., Demirhane Cad., Hacı Reşit Bey Sok. No:11 34020 Zeytinburnu-İstanbul'dadır.

Derlüks Deri, Zeytinburnu, Sümer Mahallesi, Adnan Kahveci Cad. No:8 adresinde bulunan 500 m2 kapalı alanlı bir atölye, 5 makine ve yaklaşık 30 personelle başladığı üretime,bugün 3100 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. Şirket, 2016 yılında tüm deri ürünleri grubunda (giysi, saraciye, çanta ve ayakkabı dahil olmak üzere) Türkiye'nin en fazla ihracat yapan 36.'ı şirketi olmuştur. 2017 ve 2018 yıllarında ise grubunda en fazla ihracat yapan 10 firma arasına girerek "İhracat altın ödülü" almaya hak kazanmıştır(Kaynak: İDMİB). Şirket kendi markasının yanı sıra, Balmain, YvesSalomon, Tara Jarmon, Tiglla, SiesMarjan, Barbara Bui, Humanoid gibi dünyaca tanınmış firmalarına fason üretim yapmaktadır.

Şirket, özellikle Rusya'da bilinirliğini artırabilmek için ciddi medya kampanyaları yapmıştır. Bu amaçla 2014 yılında dünyaca ünlü aktör AdrienBrody marka yüzü olarak seçilmiştir. 25 kişilik profesyonel bir ekiple yapılan çekimler, Rusya ve Ukrayna'da havalimanlarında, televizyonlarda, dergilerde kullanılmıştır. Ayrıca, İstanbul Atatürk Havalimanı Dış Hatlar Terminali'nde billboardlarda, dış hat uçuşlarında yolcu TV ekran açılışlarında kullanılmıştır.

İhraççı, tek sektör riskinin olası etkilerini azaltabilmek amacıyla, Eylül 2014'de FMCG (hızlı tüketim maddeleri) sektöründe faaliyet gösteren Boran Meşrubat Dağıtım Sanayi ve Ticaret

Lti.Şti. ("Boran Meşrubat", "Bağlı Ortaklık") satın almıştır. %100 bağlı ortaklık konumunda bulunan Boran Meşrubat,Erikli&NestleWaters. Tuborg, Dimes, Freşa başta olmak üzere bir çok içecek markasının distribütörlüğünü yapmaktadır.

Bahçelievler Yenibosna Merkez Mah. Arif Ağa Sok. No:29'da bulunan 2750 m2 kapalı, 1200 m2 açık alana sahip modern bir depoda faaliyetlerini sürdüren Boran Meşrubat, 2016 yılının Ocak ayında 315.000 koli satış rakamı ile, aynı alanda faaliyet gösteren diğer bayiler içinde bir rekora imza atarakErikli&NestleWaters'ın Türkiye'deki "En Yüksek Hacme Sahip Bayisi" olma ünvanını kazanmıştır.Derlüks bünyesine katıldıktan sonra Boran Meşrubat'ın araç sayıyı 31'e, çalışan sayısı 47'ye çıkmıştır. 2018 yılında Boran Meşrubat Erikli&NestleWaters'ın Türkiye'deki 3., Tuborg'un 5. en çok satış yapan bayisi olmuştur (Kaynak: Erikli ve Tuborg).

Üretim sürecini ISO9001 (Kalite Güvencesi) ile yöneten Derlüks Deri, ISO18001 (İş Güvenliği), ISO10002 (Müşteri Memnuniyeti), ISO14001 (Çevre Güvenliği) sertifikalarına sahiptir.

Şirket ve Bağlı Ortaklığı'nın üretim ve ticari faaliyet sürecini etkileyebilecek ciddi bir hukuksal uyumsuzluğu ve dava konusu yoktur (Kaynak: Tercan Ildır Hukuk Bürosu-Bağımsız Hukukçu Raporu).

2.1 Ortaklık Yapısı

Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 75.000.000 TL olup, çıkarılmış sermayesi 15.000.000 TL'dir.

Tablo 1: Şirket mevcut ve halka arz sonrası ortaklık yapısı.

No	Ortağın Adı,Soyadı/Unvanı	Halka Arz Öncesi(TL)	(%)	Halka Arz Sonrası (TL)	(%)
1	Cemal GÜZELCİ	15.000.000	100	14.000.000	56
	Halka Açık	-	-	11.000.000	44
	TOPLAM	15.000.000	100	25.000.000	100

Kaynak: 25.04.2019 Genel Kurul Tutanağı

Şirket Esas Sözleşmesi'nin 6.Maddesi'nde belirtildiği gibi imtiyazlı pay grubu bulunmayıp, tüm paylar eşit oy hakkına sahiptir.

2.2 Personel Hakkında Bilgiler

Personelin tamamı Marmara Bölgesi-İstanbul'da isdiham edilmektedir. Üst kademe yönetim, orta kademe yönetim (maliişler, insan kaynakları vb.) ve destek birimlerinde (ulaşım, temizlik, idariişler vb.) dönemsel olarak sayısal değişim dikkat çekici değildir. Grup'un büyümesi nedeniyle 2017 ve 2018'de üretim-satış kadrosu da paralel olarak büyümüştür.

Tablo 2:Dönemler itibariyle personel dağılımı.

Personel Sayısı (Dönem Sonu)	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.03.2019
Yönetim	3	3	3	3
Mali işler	4	4	4	4
Üretim-satış	72	105	122	122
Destek	5	5	5	5
Toplam	84	117	134	134

Kaynak: Şirket

2.3 Şirketin Ana Faaliyet Alanları:

İhraççının ana iş konusu, her türlü doğal deri, tekstil, triko, dokuma ürünlerinden bay, bayan ve çocuk giyim eşyaları, giyim aksesuarları ve kullanım ürünlerinin imalatı, alım - satımı ithalat ve ihracatını yapmak, bunun yanı sıra her türlü deri vetekstil hammaddeleri, deri ve tekstil kimyasalları, kumaş, doğal deri, suni deri, iplik ve konfeksiyon malzemelerinin alım satımı, ithalat ve ihracatını yapmaktır.

Bağlı ortaklığın ana faaliyet konusu ise; su, meşrubat, alkollü ve alkolsüz içecekler ve gıda ürünlerinin toptan alım, satım, pazarlama ve dağıtımını yapmaktır. FMCG (Fastmovingconsumergoods-hızlı tüketim maddeleri) sektöründe faaliyet gösteren başlıca firmaların dağıtım bayiliğini İstanbul'un 5 ilçesinde (Bahçelievler, Güngören, Esenler, Bayrampaşa ve Bağcılar) üstlenmiş durumdadır.

Ana başlık olarak İhraççının; Bağlı Ortaklığı ile birlikte üretim ve ticari ürünleri aşağıdaki gibidir.

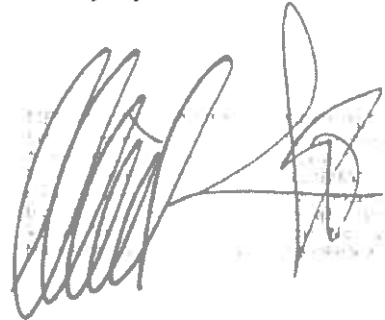
1. Üretimi Yapılan Ürünler

- Kürk süet mont.
- Kürk içlikli kumaş kaban.
- Kürk kaban.
- Tabii deri ceket.
- Tabii deri kaban.
- Tabii deri gömlek.
- Tabii deri pantolon.
- Tabii deri elbise.
- Tabii deri yelek.

İhraççı söz konusu bu ürünlerin çok büyük oranını Emiliano Zapata, Zapata Sport Bluster markası altında, bir kısmını fason olarak Avrupa ve Amerika firmalarına yapmaktadır. Ürettiği ürünlerin tamamı A segmenti müşteriye hitap eden, kendi tasarımı tabii deri, kürk, av hayvanı ve kumaş kombinasyonu ürünlerdir. Üretimini, Şirket merkezinde 86 personel ve 43 makine ile yapmaktadır. Ancak, yoğun sezonda kendisi de erkek konfeksiyon ürünlerini ve cüzdan, ayakkabı, kemer gibi tamamlayıcı aksesuarları fason olarak imal ettirebilmektedir.

Ürettiği ürünlerin %70-75'i dış ticaret şirketleri yoluyla, direkt ihracat olarak veya ihraç kayıtlı satış olarak yurt dışına satılmaktadır. Satışının geri kalanı Antalya gibi turistik bölgelerdedir. Müşteri kitlesi ağırlıklı olarak kuzey komşularımızdır. Rusya ve Ukrayna'da marka bilinirliği üst seviyededir. 2014-2017 arası ciddi tanıtım ve reklam çalışması yapılmıştır.

Üretim süreci şöyle işlemektedir: Tasarımcılar iki sezon için yılda yaklaşık 500'e yakın özgün model üretmektedir. Bu modeller Şirket merkezinde showroomda ve büyük fuarlarda görücüye çıkmaktadır. Müşteri taleplerinden sonra hızlı bir şekilde üretim aşamasına geçilmektedir. Müşteri terminleri genellikle kısadır. Bu yüzden hammadde stoklu çalışılmaktadır. Üretilen mal sevk edilmekte ve aynı zamanda faturalandırılmaktadır.



2. Ticari Ürünler

- Kürk kaban.
- Tabii deri ceket.
- Tabii deri kaban
- Deri çanta.
- Deri ayakkabı.
- Deri cüzdan.
- Deri kemer.
- Ham zig deri
- Ham kürk deri.

Şirket kendi segmenti ve odaklandığı alan dışında kalan, kadın, B-C segmenti erkek, büyük beden erkek ürünlerini ve ihtiyaç fazlası, norm dışı olan hammaddeyi de ticari mal olarak alıp satmaktadır. Bu ürünlerin satışı daha çok çapraz pazarlama şeklinde gerçekleştirilmektedir. Üretimi yapılan A segmenti erkek ürünleri alan müşterilere, ticari ürünler de sunulmaktadır. Ya da tam tersi üretim yapılan ürünü alan müşterilerin talepleri doğrultusunda satış yapılmaktadır. Bu ürünlerde yüksek kar marjı olmamakla birlikte finansman giderleri göz önünde bulundurulmaktadır.

3. Bağlı Ortaklık Ticari Ürünler

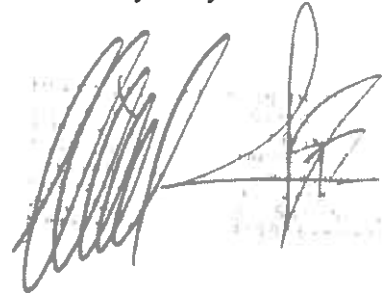
- Hafif alkollü içecek dağıtımı
- Pet şişe su dağıtımı
- Maden suyu dağıtımı
- Meyve suyu dağıtımı
- Meşrubat dağıtımı
- Çay ve türevleri dağıtımı

Boran Meşrubat hızlı tüketim ürünleri sektöründe, özellikle içecek dağıtımı alanında faaliyet göstermektedir.

Bir üretimi yoktur. Satışının tamamı distribütörlüğünü yaptığı firmaların ürünleridir. Tuborg, Erikli&NestleWaters, Dimes, Freşa gibi çok bilinen ve segmentlerinde lider olan firmaların dağıtımını yapmaktadır. Ayrıca, enerji içecekleri, çay mamülleri, diğer gazoz, soda ve kutu içecekleri de müşteri talepleri doğrultusunda satmaktadır.

Satış bölgesi, İstanbul'un Bağcılar, Bayrampaşa, Esenler, Güngören ve Bahçelievler İlçeleri'ni kapsamaktadır.

Satış süreci şöyle işlemektedir: Distribütörlük anlaşmaları sağlanmaktadır. Akabinde ürün stoğu yapılmaktadır. Satış temsilcileri, bölgelerindeki hedef market (ulusal marketler hariç), bakkal, tekeli bayi, büfe, kafe, restoran, otel vb. işletmeleri güzergah planı çerçevesinde ziyaret ederek sipariş oluşturmaktadırlar. Ürünler, ertesi gün siparişler servis araçlarıyla müşterilere teslim edilmektedir. Bu aşamada faturalandırma yapılmaktadır. Geleneksel kanal olarak nitelenen market, bakkal, tekeli bayi vb.'nin satışlar içindeki payı %67, yerinde tüketim noktaları olarak nitelenen restoran, cafe vb. noktaların satışlar içindeki payı %22, toptan satışların ise %5'dir. Bu nedenle stoklu çalışılmaktadır. Özellikle yaz aylarında stok artabilmektedir.



Ürünlerin satışı, POS cihazı üzerinden kredi kartıyla ya da bir miktar peşin ödeme ve maksimum 14 gün vade ile yapılmaktadır.

İhraççının satışlarının ürün dağılımı:

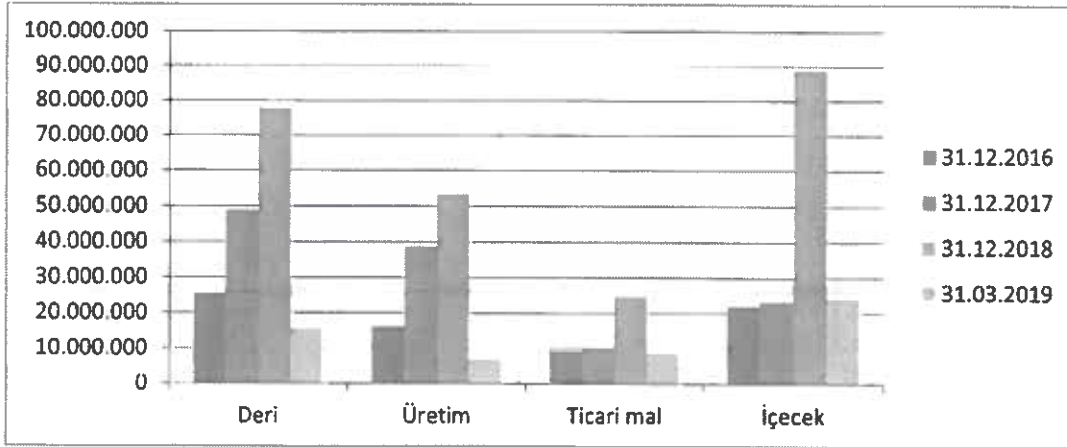
İhraççının, 2016 yılı net satışlarının %53,53'ü deri bölümünün, %46,47'si ise içecek bölümün gelirlerinden oluşmaktadır. Yine deri bölümün üretimden satışları %33,89'iken, ticari mal olarak yapılan satışların toplam içinde aldığı pay %19,63'dür. 2017 yılında içecek bölümünün toplam satışlar içindeki hacmi %32,31'e gerilemiştir. Deri bölümü toplama satışlardan %67,69 pay alırken, bu bölümün ticari mal satışları %13,95'e düşmüştür. 2018 yılına gelindiğinde hafif alkollü ürünlerin, içecek bölümü ürün gamına katılmasıyla birlikte, bu bölümün payı tekrar yükselmiş ve toplam satışlar içinde %53,36'ya çıkmıştır. Deri bölümünün ticari mal satış oranı da %14,69'a yükselmiştir.

Tablo 3: Satışların ürün ve nitelik dağılımı.

	31.12.2016		31.12.2017		31.12.2018		31.03.2019	
	Satış Tutarı (TL)	Hasılat İçerisin deki Ağırlık (%)	Satış Tutarı (TL)	Hasılat İçerisin deki Ağırlık (%)	Satış Tutarı (TL)	Hasılat İçerisin deki Ağırlık (%)	Satış Tutarı (TL)	Hasılat İçerisin deki Ağırlık (%)
Deri	25.223.518	53.53	48.771.371	67.70	77.660.245	46.64	15.638.243	39,21
Üretim	15.971.152	33,89	38.719.217	34,96	53.198.184	31,95	6.890.101	17,27
Ticari mal	9.252.367	19,63	10.052.153	13,95	24.462.061	14,69	8.748.142	21,93
İçecek	21.896.583	46.47	23.270.34	32.30	88.831.962	53.36	24.248.178	60,79
TOPLAM	47.120.371	100	72.041.405	100	166.492.207	100	39.886.421	100

Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu

Şekil 1. Satışların ürün ve nitelik dağılımı.



Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu

İhraççının içecek bölümünün satışları içinde en yüksek kısmı 2018 yılına kadar su bölümü oluşturmaktadır. 2016 yılında içecek bölümün satışlarının %65,44'ü iki marka aracılığıyla yaptığı pet su satışlarından meydana gelmektedir. 2017 yılında bu oran %65,61'e olmuştur. Ancak, Tuborg'un ürün gamına katılmasıyla birlikte 2018 yılında, pet su satışlarının toplam

(Handwritten signature)

satışlara oranı %16.68'e kadar gerilemiştir. 2019'da ise bu oran %12.91'e düşmüştür. Bu orandaki gerilemenin sebebi su satışlarının azalması değil hafif alkollü içki satışlarında meydana gelen büyük artıştır.

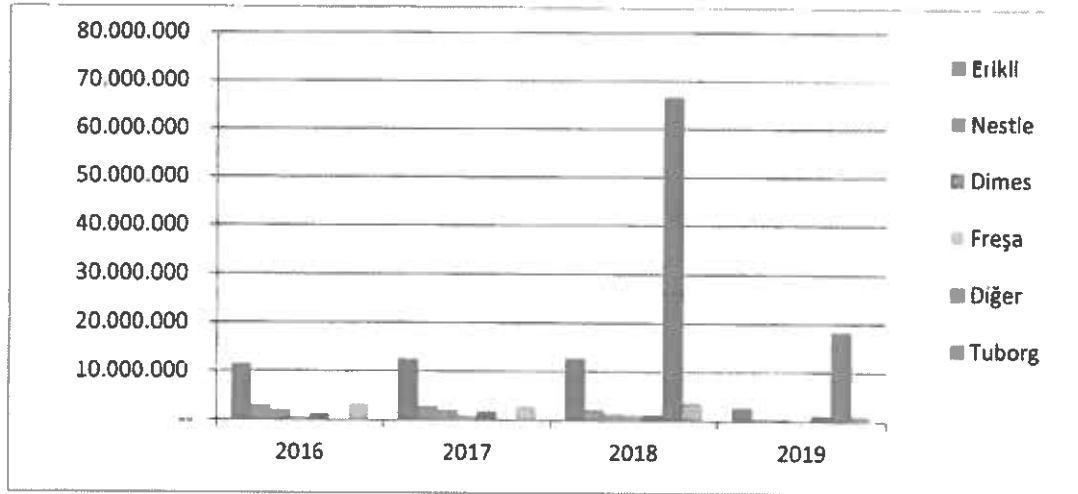
Öye yandan Dimes satışlarının toplam içindeki payı 2016 yılında %9.57'iken 2018 yılında bu oran %1.85'e gerilemiştir. Freşa satışları hacimsel olarak istikrarını korumakla birlikte oransal olarak azalmıştır.

Tablo 4: İçecek bölümünün satışlarının ürün dağılımı.

	31.12.2016		31.12.2017		31.12.2018		31.03.2019	
	Satış Tutarı (TL)	Hasılat İçerisinin deki Ağırlık (%)	Satış Tutarı (TL)	Hasılat İçerisinin deki Ağırlık (%)	Satış Tutarı (TL)	Hasılat İçerisinin deki Ağırlık (%)	Satış Tutarı (TL)	Hasılat İçerisinin deki Ağırlık (%)
Erikli	11.401.837	52,07	12.455.217	53,52	12.637.785	14,23	2.725.526	11,24
Nestle	2.928.455	13,37	2.813.444	12,09	2.179.839	2,45	404.047	1,67
Dimes	2.096.310	9,57	2.056.055	8,84	1.264.287	1,42	449.102	1,85
Freşa	943.964	4,31	1.250.870	5,38	1.327.551	1,49	213.109	0,88
Diğer	1.234.517	5,64	1.806.257	7,76	1.081.875	1,22	1.119.999	4,62
Tuborg	----	0	-----	0	66.728.595	75,12	18.289.116	75,42
Hizmet Gelirleri	3.291.769	15,03	2.888.187	12,41	3.612.031	4,07	1.047.279	4,32
TOPLAM	21.896.583	100	23.270.034	100	88.831.962	100	24.248.178	100

Kaynak: Şirket

Şekil 2. İçecek bölümünün satışlarının yıllar içindeki gelişimi.



Kaynak: Şirket

İhraççının satışlarının yurt içi-yurt dışı dağılımı:

İhraççının net satışları 31.12.2016 tarihinde 47.120.371 TL olarak gerçekleşirken, bunun toplam satışlar baz alındığında % 43.09'una, sadece deri konfeksiyon bölümü baz alındığında

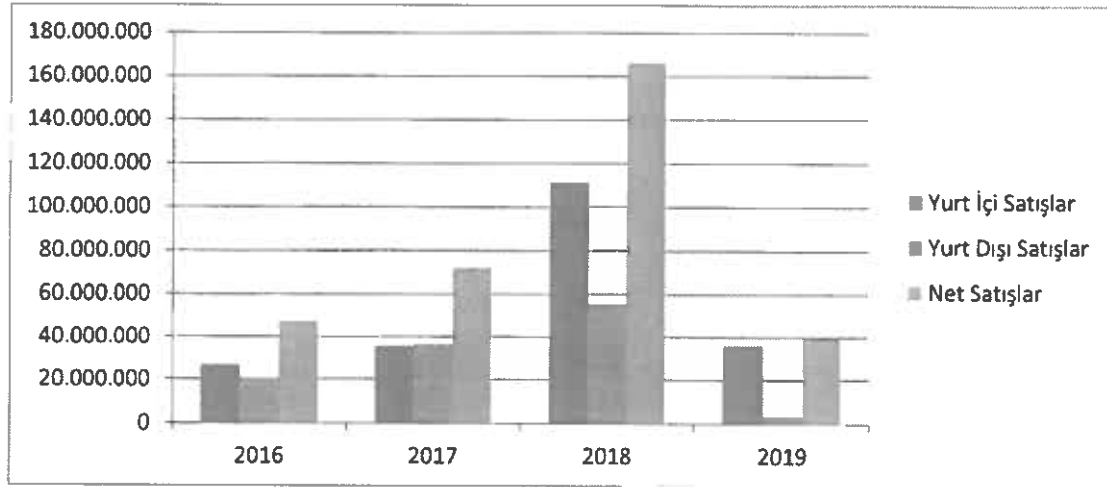
%80'49'una denk gelen kısmının yurt dışına yapıldığı görülmektedir. 31.12.2017 tarihi itibarıyla 72.041.405 TL toplam satış gerçekleşmiştir. Bu satışın %50.50'si yurt dışından elde edilmiştir. Sadece deri konfeksiyon kısmı baz alındığında ise satışların %74.59'u yurt dışı satışlardan oluşmaktadır. 2018 yılında ise toplam cironun yurt dışı hasıladan oluşan kısmı %33'19'dur. Sadece deri konfeksiyon bölümü baz alındığında yurt dışı hasılanın oranı %71.15 olmaktadır.

Tablo 5: Satışların yurt içi-yurt dışı oranları. Yurt dışı satışlar ihracatlar, özel faturalar, dış ticaret firmaları üzerinden ihraç kayıtlı satışları kapsamaktadır.

Tüm Satışların Yurt İçi-Yurt Dışı Oranı								
Satışlar (TL)	31.12.2016	%	31.12.2017	%	31.12.2018	%	31.03.2019	%
Yurt İçi Satışlar	26.816.820	56.91	35.661.682	49.50	111.231.517	66.81	36.122.814	90,56
Yurt Dışı Satışlar*	20.303.551	43.09	36.379.723	50.50	55.260.690	33.19	3.763.607	9,44
Net Satışlar	47.120.371	100	72.041.405	100	166.492.207	100	39.886.421	100

Kaynak: Şirket ve İDMİB

Şekil 3. Satışların yurt içi-yurt dışı oranları



Kaynak: Şirket ve İDMİB

İhraççının satışlarının bölgesel dağılımı:

İhraççının bağlı ortaklığı Boran Meşrubat; Bağcılar, Bayrampaşa, Esenler, Güngören ve Bahçelievler İlçeleri'nde içecek dağıtımını yapmaktadır. Boran tedarikçi firmalarla yapılan sözleşmeler gereğince yalnızca kendi bölgesinde dağıtım faaliyetlerinde bulunabilmektedir ve bu nedenle satışlarının tamamı Marmara Bölgesine gerçekleştirmektedir.

Şekil 4. Boran Meşrubat'ın dağıtım bölgeleri.

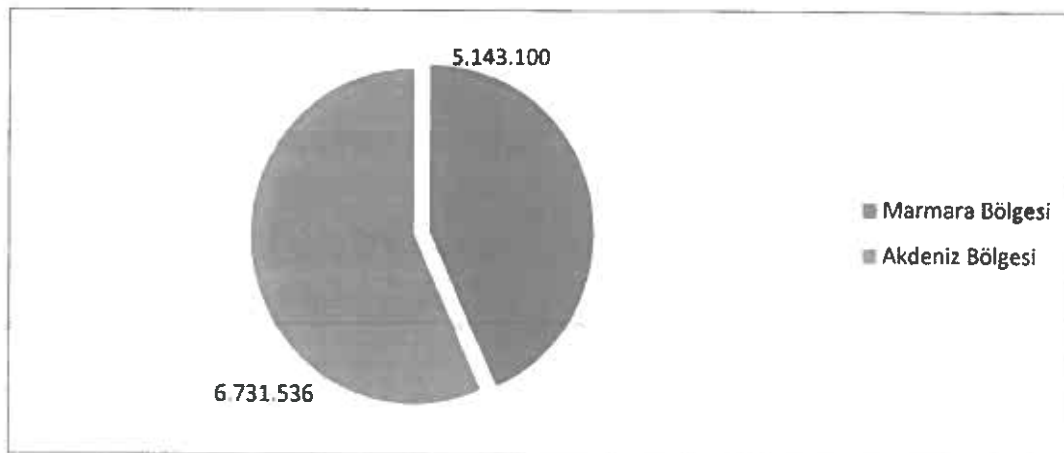


Kaynak: Şirket

Deri kısmının yurt içi satışları içinde en önemli payı 2018 yılı itibariyle %74,86 ile Marmara Bölgesi almaktadır. 2018'de AkadenizBaölgesi'nin payı %24,45 olmuştur. Ege Bölgesi'nin payı ise %1,89 oranında kalmaktadır. Son dönemde ise Akdeniz Bölgesi'nin satışlardaki payı giderek artmaktadır. 2019 yılı itibariyle Marmara Bölgesi'nin satışlardan aldığı pay %43,31'e düşerken, Akdeniz Bölgesi'nin aldığı pay %56,69'a çıkmıştır. Şirket'in satışları bu bölgelerde ağırlıklı olarak İstanbul, Bursa, Antalya, Muğla ve İzmir şehirlerine olmaktadır.

Şekil 5. Yurt içi satışların bölgesel dağılımı.

Kaynak: Şirket



2.4 Yıllık Üretim Kapasitesi

İhraççının ana ürün bazında yıllık kapasite bilgileri, sektör ortalamaları, 2018 yılı içindeki makine ve işçi alımları, mesailer göz önüne alınarak tespit edilmiştir.

Tablo 6: Kapasite Kullanım Tablosu.

Üretim Kapasitesi							
Yıl		Makine Sayısı*	Ortalama Makine Başına Ürün Dikimi	Gün Sayısı	Toplam	Mesai	Genel Toplam
Üretim adedi	2018	30	8	300	72.000	8.640	80.640
	2017	25	8	300	60.000	7.200	67.200
	2016	25	8	300	60.000	7.200	67.200

Kaynak: TOBB, Şirket demirbaş ve bordro listesi.

*: Üretim merkezinde 43 adet düz, deri, overlok, astar, zig-zag ve punto dikiş makinesi bulunmakta olup, 30 adet dikiş makinesinin aktif olarak kullanıldığı değerlendirilmiştir.

Bu miktarlar, üretimde 1 düz dikiş makinesi, 3 işçinin, günde 8 saat, yılda 300 gün çalıştığı ve günde 8 ürün ürettiği, Şirket dikim bölümünün 30 düz dikiş makinesi ve 59 işçi ile üretim yaptığı varsayımıyla yapılmıştır.

Genel temaüller günlük ortalama üretimin ceketle 10, mont ve kabanda 8 adet olduğunu göstermektedir.<http://www.tobb.org.tr/SanayiMudurlugu/Documents/KapasiteKriterleri/HazirGiyim.pdf>Şirket merkezinde bulunan 43 dikiş makinesinin ortalama 30 adetinin üretime katkı yaptığını ve ortalama 8 ürün üretildiğini düşünürsek (30 makine*8 ürün*300 gün) 72.000 adet kapasiteye ulaşılmaktadır.

Öte yandan, mesailer (aylık ortalama 24 saat her işçinin mesaisi vardır) ile üretime ortalama 8.640 adet katkı sağlanmaktadır.

Bu bağlamda Şirket ortalama kapasitesinin 30 adet dikiş makinesi ve 59 dikim işçisiyle, günde 8 adet ortalama üretim ve ayda 24 saat mesaiyle ortalama 80.840 adet olduğu tespit edilmektedir. Bu rakamlar ortalama rakamları yansıtmaktadır. Bir miktar negatif veya pozitif sapma olabilir.

Tablo 7: Şirket toplam net kapasitesi

Kapasite Kullanım Oranları					
Ürün	Yıl	Üretim Kapasitesi	Toplam Üretim	Fason Üretim	Kapasite Kullanma Oranı*
Deri Konfeksiyon	2018	80.840	84.838	5.707	97,89
	2017	67.200	73.810	4.300	103,23
	2016	67.200	33.236		49,45

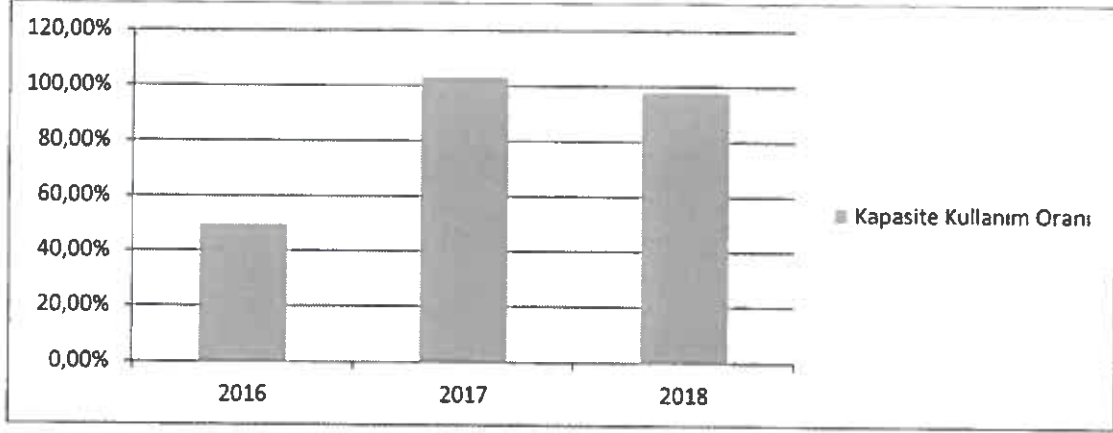
Kaynak: TOBB, Şirket demirbaş ve bordro listesi.

* Yoğun dönemlerde ek fazla mesai yapılarak üretim artırılmaktadır.

Şirket'in deri kısmı tam kapasite çalışmaktadır. Öte yandan firma ortalama yılda 5.000 adet fason üretim yaptırmaktadır. (2017-4300 adet, 2018-5.707, 2019 1.Çeyrek 2084 adettir). Son tahlilde Şirket'in yıllık üretim kapasitesine fason üretim eklendiğinde 85.840 adet olduğu söylenebilir.

Şirket 2016 yılında %49,45 kapasiteyle çalışırken, 2018 yılında bu oran %97,89'a çıkmıştır. Şirket, tam kapasiteye yakın çalışmaktadır. Ancak, ihracçının kapasite artırması yüksek bir maliyet getirmemektedir. Bir dikiş makinesinin ortalama maliyeti 1.800 TL civarındadır. 3 dikiş makinesi ve 9 dikimhane işçisi alınması kapasitenin %10 artması için yeterli olmaktadır. İşçi başına ortalama 3 bin TL brüt ücret baz alındığında, söz konusu kapasite artırımının maliyeti, yıllık 330.000 TL civarında olmaktadır.

Şekil 6. Şirket 2016-2017-2018 yılları kapasite kullanım oranları



Kaynak: Şirket

2.5 Mevcut Markalara Ait Bilgiler

Tablo 8: Şirket'in Sahip Olduğu Markalar

Marka	Marka No	Tescil Tarihi	Geçerlilik Tarihi	Emtia Sınıfı
Emiliano Zapata*	1.426.217	03.07.2018	03.07.2028	Tüm deri giysiler, aksesuarlar
Alessandro Mancini*	1.160.283	21.03.2013	21.03.2023	
Emiliano Zapata**	2017-29335	31.03.2017	31.03.2027	
Alessandro Mancini**	2012-51832	05.06.2012	05.06.2022	
Rick Jarmon**	2011-29235	08.04.2011	08.04.2021	Her türlü malzemeden yapılmış iç-dış-ayak-baş giysileri
Derlüks**	2017-29329	31.03.2017	31.03.2027	
Boran Meşrubat***	2018-12784	03.07.2018	08.02.2028	Biralar, maden suları, kaynak suları, sodalar, meşrubatlar
Zapata**	2012-51836	06.06.2012	06.06.2022	Tüm deri giysiler, aksesuarlar
Derlüks Emiliano Zapata**	2013-15481	20.02.2013	20.02.2023	
E.Z Logo**	2015-20691	11.03.2015	11.03.2025	
Arı Kuşu Logo**	2012-65927	24.07.2012	24.07.2022	

Kaynak: Şirket, TPE.*Uluslararası WIPO-Madrid certificate of registration. **T.C. Türk Patent Enstitüsü marka tescil belgesi. ***T.C. Türk Patent Enstitüsü marka tescil belgesi bağlı ortaklığın markası.

2.6 Finansal Durum

Tablo 9: Şirket 2016-2017-2018 yılları ve 2019/03 tarihine ilişkin karşılaştırmalı mali tabloları.

Finansal Durum Tablosu (TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş			
	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.03.2019
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 Taraflardan Ticari Alacaklar	--	--	3.334.789	2.848.376
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	10.210.469	13.017.035	18.283.207	33.742.559
Diğer Alacaklar	562.298	262.546	815.567	1.227.721
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	362.298	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
TOPLAM VARLIKLAR	34.905.685	49.938.009	75.565.462	100.642.687
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 Taraflara 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 Taraflara Diğer Borçlar	11.559	1.242.960	--	37.160
- İlişkili Olmayan Taraflara 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	634.471	808.660
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	278.675	427.668	634.471	808.660
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	--	-	776.175	701.356
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 Kazançları (Kayıpları)	8.453	(29.243)	(92.104)	(231.161)
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	10.274	208.393	208.393	208.393
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	2.043.519	1.056.124	3.728.996	7.118.869
Net Dönem Karı veya 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

Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu.

Tablo 10: Şirket 2016-2017-2018 yılları ve 2018/03- 2019/03 tarihine ilişkin karşılaştırmalı gelir tabloları

Gelir Tablosu (TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş				
	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.03.2018	31.03.2019
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
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 Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.785.922	3.029.807	13.779.331	2.167.379	3.363.738
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(2.283.134)	(1.823.306)	(10.820.765)	(787.035)	(2.706.186)
Esas Faaliyet Karı / Zararı	3.528.620	4.537.410	16.938.106	3.437.753	3.835.641
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)	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 Faaliyetlerden Vergi Öncesi Karı (Zararı)	2.617.278	2.997.180	5.045.357	1.173.484	1.143.858
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	-118.645	-324.308	-1.432.633	(598.227)	(224.000)
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-269.140	-353.163	-536.398	(86.989)	(196.742)
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	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
Dönem Karının (Zararının) Dağılımı					
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	--	--	--	--	--
Ana Ortaklık Payları	2.498.633	2.672.872	3.612.724	575.257	919.858

Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu

Toplam varlıklar içerisinde 2018 itibariyle dönen varlıkların ve duran varlıkların oranı sırasıyla %73 ve %27'dir. Aktiflerin %11 nakit ve nakit benzerlerinden oluşmaktadır. Öte yandan stoklar aktiflerin %28'ini oluşturmaktadır. Yine aktifler içinde duran varlıkların oranı %27'dir. Bu varlıkların büyük kısmı çeşitlilik arz eden bir yatırım amaçlı gayrimenkul portföyüdür. Şirket özvarlıklarını desteklemektedir. Toplam kaynakların %70'i yükümlülüklerden, %30 özvarlıklardan oluşmaktadır. Bu oranlar 2019 yılının ilk çeyreğinde şöyle olmuştur. Dönen varlıkların toplam aktiflerin içindeki oranı %77'dir. Duran varlıklarda ise buran %23'dür. Toplam varlıkların %36'sı ticari alacaklardan, %26'sı stoklardan oluşmaktadır.

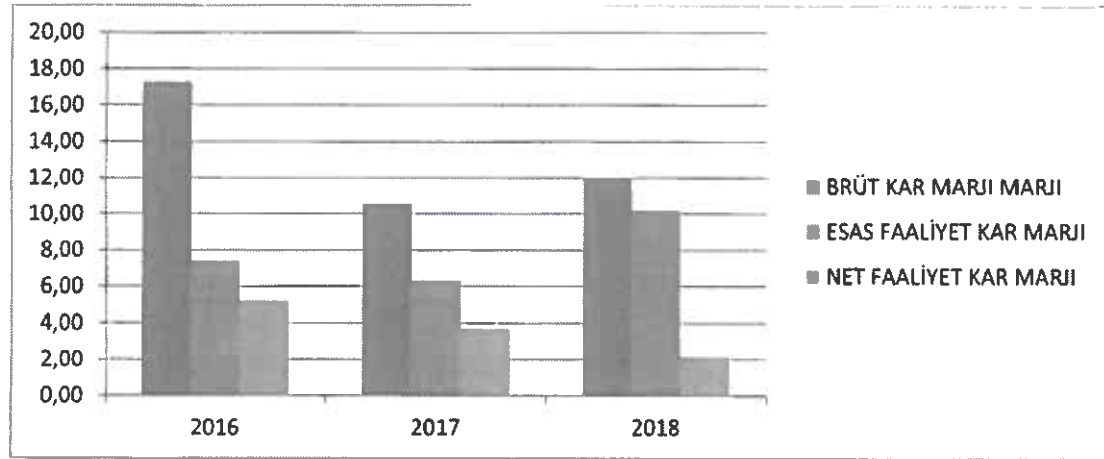
2019 1. çeyrek itibariyle kaynakların %77'si dış yükümlülüklerden, %23'ü özkaynaklardan oluşmaktadır.

2018 yılında brüt faaliyet karı bir önceki yıla göre %161,47, 2016'ya göre %141,05 artarak 19.882.000 TL olmuştur. Şirket sermayesinden fazla esas faaliyet karı elde etmiştir. Esas faaliyet karı 2018'de 2016 yılına göre %380,10, 2017 yılına göre ise %273,33 artmıştır. Bu artışta özellikle yılın son yarısında kur sıçramalarından sonra yapılan ürün satışlarının etkisi olmuştur. 2019 yılının ilk çeyreğinde Şirket döviz bazlı kredilerinin oranı %77,92'ye çıkmıştır. Şirket'in bu dönemde kur farkından ayrıştırılmış finansman gideri bir önceki yılın aynı dönemine göre %174,66 artarak 1.201.905 TL olmuştur.

Öte yandan 2019 yılı 1.Çeyreğinde satışlar 2018 yılının aynı dönemine göre % 16,15 artmıştır. Satışların maliyetinde ise bu artış %13,61 olmuştur. Brüt kar %39.55 artmasına rağmen, yatırım faaliyetlerinden elde edilen kar atışlarıyla birlikte net esas faaliyet karı 2018 yılının 1. çeyreğine göre % 59,9 artmıştır.

Şirket'in yatırım faaliyetlerinden gelirlerini yatırım amaçlı gayrimenkullerin değer artışı ve kira gelirleri oluşturmaktadır. Bu rakamlar 2019 ilk çeyrek için sırasıyla 344.785 TL değer artışı ve 181.090 TL kira gelirleri olmuştur.

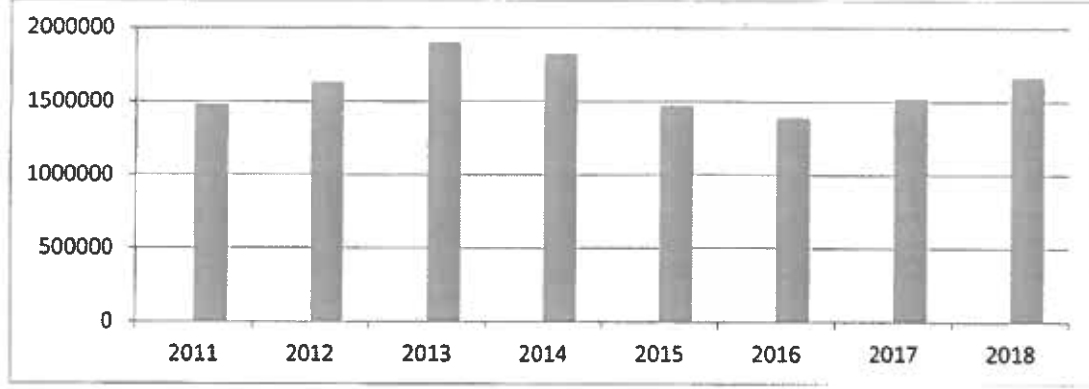
Şekil 7. Şirket 2016-2017-2018 kar marjırsyoları.



Kaynak:Özel Bağımsız Denetim Raporu Mali Tabloları ve Şirket

İhraççının net satışları deri konfeksiyon giysiler ve içeceklerden oluşmaktadır. 2017 yılında deri kısmının satışları Rusya-Türkiye gerginliğinin azalması ve Rusya-Ukrayna krizinin hafiflemesi sonucunda artan ihracat rakamlarıyla, %93,35 yükselerek 48.771.371 TL'ye çıkmıştır (Aynı dönem Türkiye'den Rusya'ya yapılan toplam deri konfeksiyon ihracatı %72 artmıştır – Kaynak: İDMİB ihracat kayıt rakamları). 2018 yılına gelindiğinde deri kısmının satış rakamları yine Rusya etkisiyle ve yükselen ABD Doları/TL paritesiyle %59,23 artmıştır (Aynı dönem Türkiye'den Rusya'ya yapılan toplam deri konfeksiyon ihracatı %28 artmıştır – Kaynak: İDMİB ihracat kayıt rakamları. ABD Doları TL karşısında %39,66 değer kazanmıştır. Şirket'in deri bölümünün satışlarının hemen hemen tamamı döviz bazlıdır). Buna mukabil içecek bölümü satışlarına, yılın başından itibaren yapılan Tuborg distribütörlük anlaşmasının oldukça olumlu etkisi olmuştur. Su ve diğer meşrubat kalemlerinde ciddi bir artış olmamasına rağmen Tuborg gelirlerinden eklenen 64.583.311 TL net satış rakamı, içecek bölümünün konsolide cirodaki payını %53,35'e çıkartmıştır..

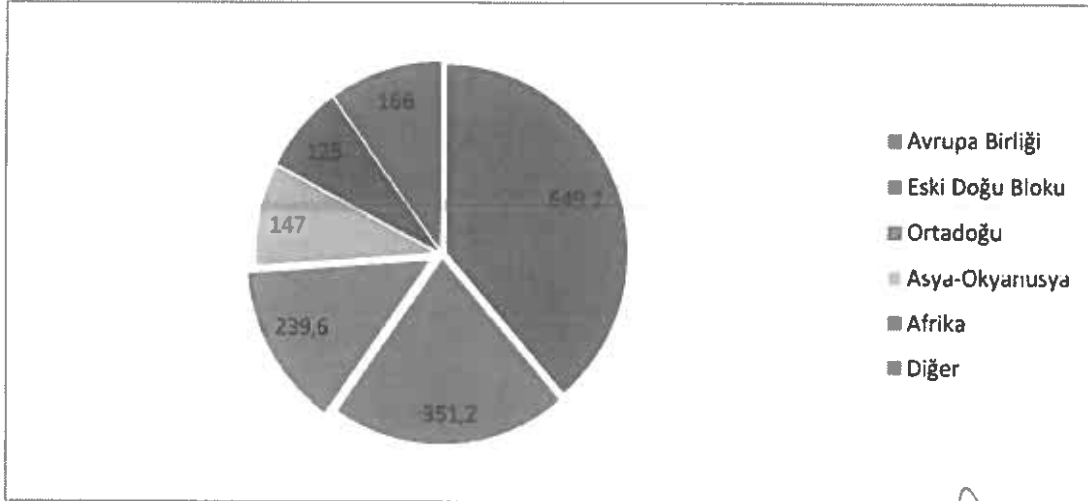
Şekil 8. Türkiye'nin deri ve ürünleri ihracatı.



Kaynak:İDMİB

Gelişmeler ülke grupları açısından değerlendirildiğinde, % 38,9'luk payıyla en önemli ihracat pazarı konumunda olan Avrupa Birliği'ne yapılan ihracat, 2018 yılı Ocak-Aralık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine oranla % 4,2 artış göstererek 649,2 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde Eski Doğu Bloku Ülkelerine yapılan ihracatda %20,1 oranında artış kaydedilmiş, sektörün toplam ihracatından %21,1 oranında pay alarak 351,2 milyon dolar değerinde gerçekleşmiştir. Aynı dönemde Ortadoğu ülkelerine yönelik deri ve deri mamulleri ihracatında %1,3 düşüş ile 239,6 milyon dolar olarak kaydedilmiştir. Bu ülkelere yapılan deri ve deri ürünleri ihracatı, toplam deri ve deri ürünleri ihracatının % 14,4'ünü oluşturmaktadır. Deri ve deri ürünleri ihracatında diğer önemli pazarlardan olan Asya ve Okyanusya Ülkeleri grubuna yapılan ihracat, bu dönemde bir önceki yılın aynı dönemine oranla % 5,1 artış yaşayarak 147,0 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu ülke grubunun Türkiye toplam deri ve deri ürünleri ihracatındaki payı ise % 8,8olarak kaydedilmiştir. 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde Afrika ülkelerine yönelik ihracat ise %40,7 oranında artarak yaklaşık 125 milyon dolar olarak gerçekleşmiş, bu ülkelerin toplam ihracat içerisindeki payı ise %7,5 olmuştur.

Şekil 9. Deri ve ürünleri ihracatının bölgesel dağılımı.



Kaynak:İDMİB

Şekil 10. Deri ve türevleri ihracatının ürün bazında dağılımı.



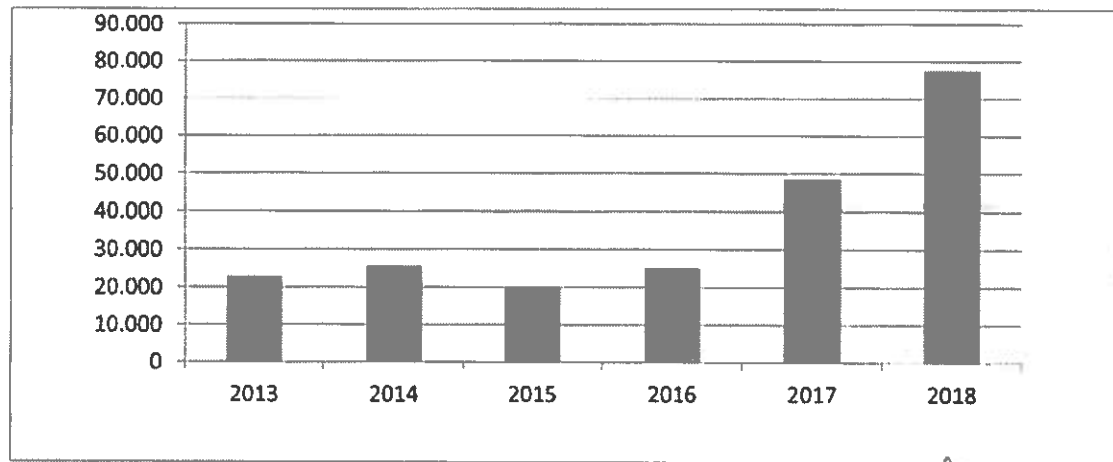
21

ve bu değer ile %29,0 pay almıştır. Deri giyim ürün grubu ihracatında 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %6,4 oranında düşüş yaşanmış, ihracat 153 milyon dolara gerilemiştir. 2018 yılı Ocak-Aralık döneminde deri giyim ürün grubunda Türkiye'nin en büyük ihracat pazarı, 2017 yılı aynı dönemine kıyasla ihracatın % 1,7 oranında yükselerek 50,5 milyon dolar olarak gerçekleştiği Rusya olmuştur. Fransa, %3,7 düşüş ile Ocak-Kasım döneminde ikinci önemli pazarı olmuştur. İhracatdan % 11,5 oranında pay alan Fransa'ya 17,6 milyon dolar değerinde ihracat gerçekleştirilmiştir. 2018 yılı Ocak-Aralık döneminde, deri giyim ürün grubunda ihracat yapılan ilk on ülke içerisinde; ABD'ye %3,4, Hollanda'ya %20,8 ve Avusturya'ya %3,0 oranında ihracat artışları kaydetmiştir. Kürk giyim ürün grubunda, 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %6,6 oranında artış yaşanmış, ihracat 135 milyon dolardan 144 milyon dolara yükselmiştir. 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde kürk giyim ihracatında en büyük pazarın Rusya olduğu görülmektedir. Rusya'ya yönelik ihracatda 58 milyon dolarlık bir ihracat hacmi yakalanmış ve bu değerle kürk giyim ihracatından %40,1 pay almıştır. Kürk giyim ihracatında ikinci sırada, %14,5 oranında artış yaşanmış olan Fransa yer almaktadır. Bu ülkeye Ocak-Aralık döneminde 18,7 milyon dolarlık ihracat gerçekleştirilmiştir. Fransa'nın kürk giyim ihracatı içerisindeki payı %13,0 olarak kaydedilmiştir. Saraciye ürün grubunda, 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre % 12,9 oranında artış yaşanmış, ihracat 189 milyon dolar değerinde gerçekleşmiştir. Saraciye ürünleri ihracatının en önemli pazarı olan İtalya'ya yapılan ihracat, 2018 yılının Ocak-Aralık döneminde % 84,3 oranında artarak 37,2 milyon dolara yükselmiştir. İtalya'nın Türkiye saraciye ihracatı içerisindeki payı ise bu dönemde % 17,4 olarak kaydedilmiştir. Saraciye ihracatının 2018 yılı Ocak-Aralık döneminde bir diğer önemli pazarı olan Almanya'ya ihracat ise %31,5 oranında düşerek 19,2 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.

4. BÜYÜMEYİ DESTEKLEMESİ BEKLENEN UNSURLAR

Şirket kurulduğundan 2016 yılına kadar yükselen bir büyüme eğrisi göstermiştir. Ancak, özellikle söz konusu yıldan sonra, Şirket'in dövizle satış yapması sebebiyle, yükselen Amerikan Doları, kurumsallaşma çalışmaları ve en önemlisi özgün kreasyonlar nedeniyle büyüme ivmesi artmıştır.

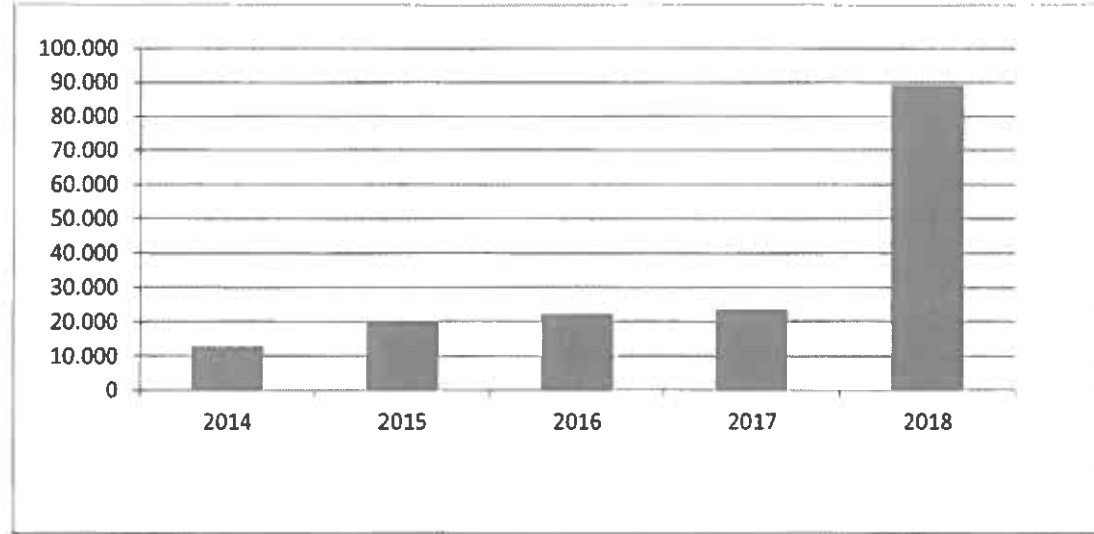
Şekil 11. 2013-2018 arası Derlüks Deri solo satışlar .



Kaynak: Şirket

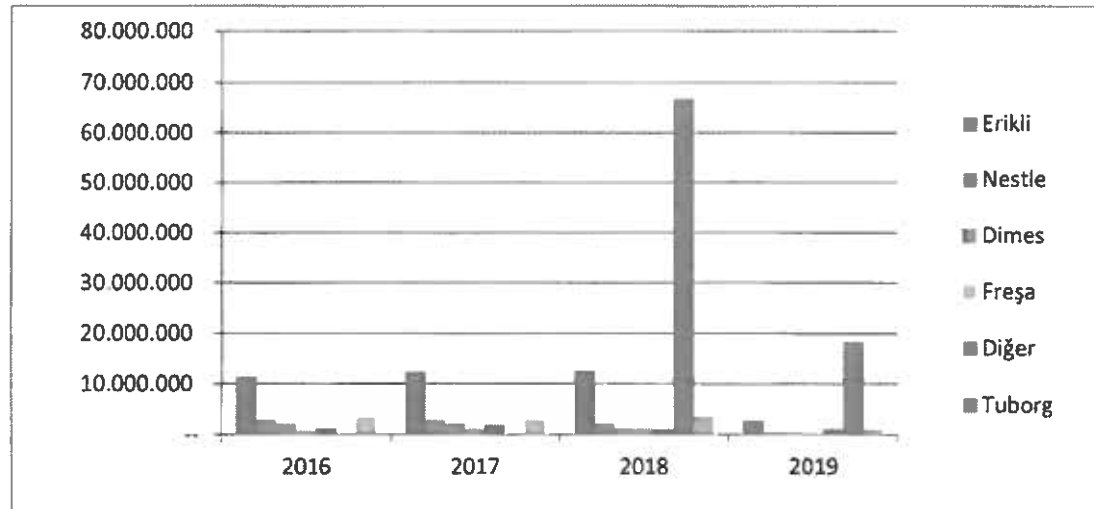
Bağlı Ortaklığı, Derlüks Deri bünyesine katıldıktan sonra ciddi yatırımlar yapmış ve büyüme ivmesinde ana şirkete katılmıştır. Özellikle ürün gamına Tuborg'un katılmasının önemli etkisi olmuştur.

Şekil 12. 2014-2018 arası Boran Meşrubat solo satışlar



Kaynak: Şirket

Şekil 13. İçecek Bölümü Satışlarının Ürün Bazlı Dağılımı



Kaynak: Şirket

- Üretimi yapılan ürünler,
- Ticari ürünler
- Bağlı ortaklık ticari ürünler

• Şirket'in net satışları, 2016 ile 2018 yılları arası, deri konfeksiyon sektöründe faaliyet gösteren Derlüks için %75,5 ve içecek sektöründe faaliyet gösteren bağlı ortaklık Boran Meşrubat için %101,4 oranında büyümüştür. Yıllık bileşik büyüme oranı konsolide olarak %88'dir. Konsolide projeksiyonlarda yer alan 5 yıl için yıllık bileşik büyüme oranı % 12,1 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in satış gelirlerine ilişkin projeksiyonu aşağıdaki gibidir.

Tablo 11: 2019-2023 arası Şirket satış projeksiyonu.

Net Satışlar (Bin TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Deri Konfeksiyon	77.660	79.213	88.719	99.365	109.302	120.232
İçecek Dağıtım	88.835	102.161	117.485	135.107	155.373	174.018
TOPLAM SATIŞLAR	166.492	181.374	206.204	234.473	264.675	294.250
Satış Artış Oranı	131,11%	8,94%	13,69%	13,71%	12,88%	11,17%

Kaynak: Şirket

• Şirket'in satış maliyetleri, deri konfeksiyon mamülleri ve bağlı ortaklık tarafından gerçekleştirilen ticari malın maliyetlerinden oluşmaktadır. Şirket'in satılan malın maliyetine ilişkin projeksiyonu aşağıdaki gibidir.

Tablo 12: 2019-2023 arası satışların maliyeti.

Satışların Maliyeti (Bin TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Deri	64.572	66.143	74.080	82.970	91.267	100.394
İçecek	82.101	93.988	108.086	124.299	142.943	160.097
TOPLAM MALİYET	146.673	160.131	182.166	207.269	234.211	260.490
SMM/ Net Satışlar	88,1%	88,3%	88,3%	88,4%	88,5%	88,5%

Kaynak: Şirket

• Amortisman tablosu hazırlanırken Şirket'in mevcut filo yatırımlarının amortismanı ve gelecekteki filo yenileme yatırımlarından oluşacak amortismanlar dikkate alınmıştır.

Tablo 13: 2019-2023 arası ayrılabilir tahmini amortisman.

Amortismanlar (Bin TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Amortisman	423	461	524	596	673	748
TOPLAM	423	461	524	596	673	748

Kaynak: Şirket

• Şirket faaliyet giderlerini satış projeksiyonları ile paralel gerçekleşmesini beklemekte olup, Şirket'in gelecek yıllara ilişkin faaliyet giderleri aşağıdaki gibidir

Tablo 14: 2019-2023 arası tahmini faaliyet giderleri.

Faaliyet Giderleri (Bin TL)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
TOPLAM	5.843	6.181	7.061	8.067	9.178	10.235
Satışlara Oranı	3,5%	3,4%	3,4%	3,4%	3,5%	3,5%

Kaynak: Şirket

Kaynak: Özel Bağımsız Denetim Raporu

Tablo 20: Kısımlar arası Net Kâr Hesaplaması

Deri Konfeksiyon & İçecek Net Kâr Hesaplaması (TL)		
Derlüks Net Kâr		3.957.325
-Deri Net Kar	%61,68	2.440.893
-İçecek Net Kar	%38,32	1.516.432
Toplam	%100,00	3.957.325

5.2.1 Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü Çarpanlarına Göre Şirket Değeri

Ana ortaklık Derlüks Deri'nin şirket değeri tespit edilirken, Halka Arzın gerçekleşmesi halinde Şirket'in dahil olması muhtemel Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Sektörü'nde yer alan aşağıdaki şirketlerin 03/06/2019 tarihli çarpanları kullanılmıştır. Söz konusu çarpan değerleri Finnet Veri Programı'ndan temin edilmiştir.

03/06/2019 tarihli sektör verileri aşağıdaki gibidir.

Tablo 21: Piyasa çarpanları baz alınan şirketler.

03.06.2019	Piyasa Değeri (TL)	Firma Değeri (TL)	Net Borç (TL)	Özkaynaklar (TL)	Net Satışlar (TL)	FAVÖK (TL)
ATEKS	210.924.000	246.812.873	35.888.873	455.155.940	102.302.813	5.676.377
ARSAN	149.054.400	252.176.743	103.122.343	327.171.993	62.225.483	1.090.131
BLCYT	72.000.000	147.984.641	75.984.641	125.206.106	52.426.790	17.007.982
BRKO	28.800.000	57.879.860	29.079.860	88.205.040	3.880.028	-761.487
BRMEN	10.355.450	10.413.174	57.724	30.271.427	942.124	-93.231
BOSSA	217.000.000	705.957.040	488.957.040	150.013.893	149.807.816	29.290.664
DAGI	67.115.000	144.010.333	76.895.333	96.181.753	28.467.077	5.243.975
DERIM	44.550.000	138.172.682	93.622.682	41.410.405	56.253.286	475.900
DESA	126.992.682	278.413.901	151.421.219	79.412.583	92.410.317	20.125.699
DIRIT	7.881.000	20.399.126	12.518.126	4.141.093	1.043.831	-543.357
HATEK	87.360.000	139.337.091	51.977.091	217.245.153	39.851.452	-874.625
KRTEK	43.875.623	218.539.035	174.663.412	57.952.379	76.810.917	7.752.511
KORDS	2.379.090.599	3.759.010.076	1.379.919.477	1.949.815.590	1.265.140.511	197.633.911
LUKSK	40.600.000	81.852.994	41.252.994	80.853.126	23.180.151	4.902.797
MNDRS	160.000.000	1.041.201.941	881.201.941	239.081.410	247.895.281	32.255.136
MEMSA	30.780.000	88.514.904	57.734.904	27.825.931	0	-495.326
RODRG	16.366.350	20.547.377	4.181.027	8.910.322	14.366.918	70.771
ROYAL	49.200.000	399.689.453	350.489.453	56.928.789	263.083.790	6.876.502

Net Kar	3.957.325
Favök	17.775.154
Halka Arz Sonrası Firma Değeri	100.743.910

Şirket'in halka arz fiyatına göre halka arz sonrası oluşacak piyasa çarpanları ise aşağıda gösterilmiştir.

Halka Arz Sonrası Şirket Çarpanları	
F/K	16,80
PD/DD	1,41
FD/FAVÖK	5,67
PD/NS	0,37

Kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi/değiştirilmesi, farklı değerlendirme yöntemleri ile farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür.

07.06.2019

Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
 M. Kemal Atatürk Bulvarı No: 13 Çarşı Sokak Kat: 3
 A Blok Kat: 3.4 Kavacık Beşiktaş / İstanbul
 Tel: +90 212 651 34 00-01 Fax: +90 212 651 34 02
 www.meksa.com.tr
 Ticaret Sicil No: 276553
 Vergi No: 3140016484
 Mersis No: 314001648400000001

R. Kaan FERHATOĞLU

Yönetim Kurulu Başkan Vekili /
Genel Koordinatör

VesileŞARLIOĞLU

Yönetim Kurulu Üyesi/
Genel Müdür