



**Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara İlişkin  
Denetimden Sorumlu Komite Tarafından Hazırlanan Gerçekleşme ve  
Değerlendirme Raporu (2022 yılı 12 Aylık Mali Tablolara İlişkin)**

**RUBENİS TEKSTİL SANAYİ TİCARET ANONİM ŞİRKETİ  
TARAFINDAN SERMAYE PİYASASI KURULU’NUN VII-128.1 SAYILI  
PAY TEBLİĞİ’NİN 29/5 MADDESİ UYARINCA HAZIRLANMIŞTIR.**

**01.03.2023**

## 1. RAPORUN AMACI

Bu raporun amacı, Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Pay Tebliği’nin 29/5 Maddesi uyarınca Şirket’in halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmedi ise nedeninin açıklanmasıdır.

## 2. AÇIKLAMALAR

Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 5. Fıkrasında yer alan “Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP’ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir.” hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak Kamu ile paylaşılmaktadır.

## 3. FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN YÖNTEMLER

Şirketin paylarının halka arzına aracılık eden Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından düzenlenen fiyat tespit raporu 24.06.2022 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda yayımlanmıştır. Fiyat Tespit Raporu’nda Şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki şekilde tespit edilmiştir.

Fiyat tespit raporunda değerlemede baz alınan finansal veriler Rubenis Tekstil Sanayi Ticaret A.Ş.’nin özel bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.03.2022 tarihli bilanço ve gelir tabloları verilerinden yararlanılarak yapılmıştır. Değerlemede kullanılan veriler, bağımsız denetimden geçmiş mali tablolar, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Rubenis Tekstil Sanayi Ticaret A.Ş. yönetimi tahminleri ve Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin bulguları ve tahminlerinden oluşturulmuştur.

Rubenis Tekstil Sanayi Ticaret A.Ş.’nin pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi
- Çarpan Analizi

Yöntemleri kullanılmıştır.

## İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

İNA (İndirgenmiş Nakit Akımı) Analizi, bir şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemidir. Bu yöntemde serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve nakit pozisyonun da eklenmesi ile oluşan değer, şirketin özsermaye değeri olarak kabul edilir.

Nakit akımları projeksiyonları, genellikle 5 ile 10 yıllık zaman dilimi için yapılmakta ve projeksiyon döneminin son senesindeki nakit akımı baz alınarak nihai değer (uç değer) hesaplanmaktadır. Bu yöntemde göre; şirketin gelecekte elde edeceği tahmin edilen nakit akımlarının, ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ile bugüne indirgenip nihai olarak da net finansal borç düşülerek şirket değeri tespit edilir.

Fiyat tespit raporunda Rubenis Tekstil'in gelir tablosu projeksiyonu aşağıdaki gibi yapılmıştır

### Özet Kalemler

| ÖZET (TL)               | 31.12.2019   | 31.12.2020   | 31.12.2021   | 31.12.2022T   | 31.12.2023T    | 31.12.2024T    | 31.12.2025T    | 31.12.2026T    |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Net Satışlar            | 165.477.709  | 211.663.935  | 355.104.493  | 1.044.871.232 | 1.417.181.314  | 2.087.734.159  | 2.531.439.596  | 3.215.471.098  |
| Satışların Maliyeti (-) | -150.966.365 | -163.550.786 | -259.677.678 | -791.928.342  | -1.152.573.327 | -1.710.518.130 | -2.033.919.542 | -2.594.748.985 |
| BRÜT KAR                | 14.511.344   | 48.113.149   | 95.426.815   | 252.942.890   | 264.607.986    | 377.216.029    | 497.520.054    | 620.722.114    |
| Yıllık Değişim (%)      | 13,54%       | 231,56%      | 98,34%       | 165,06%       | 4,61%          | 42,56%         | 31,89%         | 24,76%         |
| Faaliyet Giderleri      | -755.455     | -1.386.071   | -4.170.604   | -10.250.517   | -13.902.997    | -20.177.706    | -24.834.223    | -31.388.910    |
| FAALİYET KARI (FVÖK)    | 13.755.889   | 46.727.078   | 91.256.211   | 242.692.372   | 250.704.989    | 357.038.323    | 472.685.831    | 589.333.204    |
| Yıllık Değişim (%)      | 15,71%       | 239,69%      | 95,30%       | 165,95%       | 3,30%          | 42,41%         | 32,39%         | 24,68%         |
| FAVÖK                   | 16.337.849   | 54.866.360   | 100.018.598  | 268.475.107   | 285.142.319    | 408.162.120    | 534.437.224    | 667.921.697    |
| Amortisman              | 2.581.960    | 8.139.283    | 8.762.386    | 25.782.735    | 34.437.330     | 51.123.797     | 61.751.394     | 78.588.493     |
| Yıllık Değişim (%)      | -            | 205,57%      | 100,34%      | 168,43%       | 6,21%          | 43,14%         | 30,94%         | 24,98%         |
| FAVÖK MARJİ             | 9,87%        | 25,92%       | 28,17%       | 28,6%         | 21,1%          | 19,7%          | 21,2%          | 20,6%          |

Şirket'in İndirgenmiş Nakit Akımları analizine göre değerlemesinin yapılabilmesi için ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve daha sonra söz konusu serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek (Serbest Nakit Akımları x İskonto Oranı) bugünkü değerine indirgenmiştir. Projeksiyon dönemi 2022-2026 yılları arasında 5 yıllık dönemi kapsamaktadır.

| <b>İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIŞI</b>                 | <b>31.12.2019</b> | <b>31.12.2020</b> | <b>31.12.2021</b>  | <b>31.12.2022T</b>  | <b>31.12.2023T</b> | <b>31.12.2024T</b> | <b>31.12.2025T</b> | <b>31.12.2026T</b> |
|------------------------------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Net Satışlar                                   | 165.477.709       | 211.663.935       | 355.104.494        | 1.044.871.232       | 1.417.181.314      | 2.087.734.159      | 2.531.439.596      | 3.215.471.098      |
| <i>Yıllık Büyüme</i>                           | 17%               | 28%               | 68%                | 194%                | 36%                | 47%                | 21%                | 27%                |
| <b>FAALİYET KARI (FVÖK)</b>                    | <b>13.755.889</b> | <b>46.727.078</b> | <b>91.256.212</b>  | <b>242.692.372</b>  | <b>250.704.989</b> | <b>357.038.323</b> | <b>472.685.831</b> | <b>589.333.204</b> |
| <i>Net Satışlara Oranı</i>                     | 8,3%              | 22,1%             | 25,7%              | 23,2%               | 17,7%              | 17,1%              | 18,7%              | 18,3%              |
| Vergi Oranı                                    | -1,2%             | -2,7%             | 0,6%               | 1,5%                | 1,5%               | 1,5%               | 1,7%               | 1,5%               |
| Vergi                                          | -167.797          | -1.266.796        | 510.061            | 3.700.184           | 3.751.142          | 5.273.374          | 7.929.161          | 8.843.720          |
| <b>VSNEK (Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı)</b> | <b>13.923.686</b> | <b>47.993.874</b> | <b>90.746.151</b>  | <b>238.992.189</b>  | <b>246.953.848</b> | <b>351.764.949</b> | <b>464.756.669</b> | <b>580.489.484</b> |
| Yatırım Harcamaları                            | 0                 | 0                 | -20.913.799        | -286.232.629        | 0                  | 0                  | 0                  | 0                  |
| <i>Net Satışlara Oranı</i>                     | 0,0%              | 0,0%              | 5,9%               | 27,4%               | 0,0%               | 0,0%               | 0,0%               | 0,0%               |
| Amortisman                                     | 2.581.960         | 8.139.283         | 8.762.386          | 25.782.735          | 34.437.330         | 51.123.797         | 61.751.394         | 78.588.493         |
| <i>Net Satışlara Oranı</i>                     | 1,6%              | 3,8%              | 2,5%               | 2,5%                | 2,4%               | 2,4%               | 2,4%               | 2,4%               |
| Net İşletme Sermayesi Değişimi                 | -13.813.752       | -33.528.029       | -120.454.881       | -92.979.693         | -112.093.274       | -188.677.052       | -118.244.106       | -191.268.249       |
| <i>Net Satışlara Oranı</i>                     | -8,3%             | -15,8%            | -33,9%             | -8,9%               | -7,9%              | -9,0%              | -4,7%              | -5,9%              |
| <b>Serbest Nakit Akışı (SNA)</b>               | <b>2.691.894</b>  | <b>22.605.128</b> | <b>-41.860.143</b> | <b>-114.437.398</b> | <b>169.297.903</b> | <b>214.211.694</b> | <b>408.263.957</b> | <b>467.809.728</b> |
| Baz Yıl                                        | -                 | -                 | -                  | 0,86                | 1,86               | 2,86               | 3,86               | 4,86               |
| İndirgeme Faktörü                              | -                 | -                 | -                  | 0,80                | 0,61               | 0,47               | 0,36               | 0,28               |
| <b>SNA Bugünkü Değeri</b>                      | <b>-</b>          | <b>-</b>          | <b>-</b>           | <b>-91.091.363</b>  | <b>103.344.942</b> | <b>100.278.827</b> | <b>146.566.775</b> | <b>128.792.972</b> |

## Çarpan Analizi

Piyasa çarpanları yöntemi, benzer şirketlerin uygun piyasa çarpanlarının kullanılarak analiz edilmesine dayanmaktadır. Bu metot etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

Çarpan analizlerinde, Rubenis Tekstil Sanayi Ticaret A.Ş. ile faaliyet konusunun yakınlığı açısından Borsa İstanbul Tekstil Endeksi (XTEKS) içerisinden seçim yapılarak iplik ve kumaş üretimi faaliyeti olan benzer şirket çarpanlarının kullanılmasına karar verilmiştir. Bununla birlikte benzer şirket sayısının artırılması amacıyla Rubenis Tekstil ile benzer faaliyetlere sahip yurtdışı benzer şirketleri de değerlemeye dahil edilmiştir. Şirketin BİST-Sınai endeks içerisinde yer alacak olmasından hareketle Borsa İstanbul Sınai Endeks'ten de uygun şirketler seçilmiştir. Uygun şirketlerin seçiminde İNA yöntemine göre hesaplanan Şirket değerinin  $\pm 25\%$ 'i hesaplanarak bu aralığa giren şirketler filtrelenerek bulunan şirketler çarpan analizinde dikkate alınmıştır.

Çarpanları yukarı yönlü etkilemesi doğrultusunda uç çarpan değerine sahip şirketler hesaplama dışı tutulmuştur. Bununla birlikte negatif sonuç veren değerler de hesaplama dışı edilmemiştir. Ayrıca, önemli ölçüde farklı iş kollarında faaliyet gösteren şirketler de çarpan analizinin dışında bırakılmıştır.

Benzer şirket çarpanları hesaplamasında, Şirket değerinin objektif tespit edilmesi adına Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranları tercih edilmiştir. Piyasa çarpanları analizleri kapsamında veriler Finnet Analiz Expert Veri Platformu'ndan elde edilmiş olup 06.06.2022 tarihli veriler ve çarpan değerleri kullanılmıştır. Çalışmada BİST-Tekstil, BİST-Sınai Endeksine dahil şirketler ve yurtdışı benzer şirketler için medyan değerler kullanılmıştır.

#### 4. DEĞERLEME SONUCU

| DEĞERLEME SONUCU HALKA ARZ ÖNCESİ- TL |               |         |                                  |
|---------------------------------------|---------------|---------|----------------------------------|
| Değerleme Yöntemi                     | Piyasa Değeri | Ağırlık | Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri |
| İNA                                   | 792.445.892   | 50%     | 396.222.946                      |
| Benzer Şirket Çarpanları              | 770.480.939   | 50%     | 385.240.469                      |

|                               |             |
|-------------------------------|-------------|
| Ödenmiş Sermaye               | 50.000.000  |
| Hisse Başı Değer              | 15,63       |
| Şirket Piyasa Değeri          | 781.500.000 |
| Halka Arz İskontosu           | 20%         |
| İskonto Sonrası Şirket Değeri | 625.200.000 |
| Halka Arz Pay Başına Fiyat    | 12,50       |

Rubenis Tekstil Sanayi Ticaret A.Ş.'nin değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Çarpan Analizleri 50% - 50% olarak ağırlıklandırılmış olup, 781.500.000 TL sermaye değerine ulaşmıştır. 20% halka arz iskontosu uygulandıktan sonra özsermaye değeri 625.200.000 TL olarak hesaplanmıştır. Buna göre, halka arz pay başına değer **12,50 TL** olarak hesaplanmıştır. Değerli paylar ile halka arz büyüklüğü 306.250.000 TL olan Şirket için halka açıklık Sermaye artırımı yoluyla halka arz edilecek 24.500.000 TL nominal oranı ise %32,89'dir. Şirket'in halka arz sonrası piyasa değeri ise 931.250.000 TL'dir.

#### 5. TAHMİN VE GERÇEKLEŞME VERİLERİ

Yukarıda açıklandığı üzere; fiyat tespit raporunda yer alan gelir ve nakit akımı projeksiyonları yıllık dönemler itibarıyla yapılmış, ara dönemler için bir tahmin yapılmamıştır. Aşağıda yıllık olarak karşılaştırmalar yer almaktadır.

|                        | 2021 Tüm Yıl Gerçekleşen | 2022 Tüm Yıl Tahmini | 2022 Tüm Yıl Gerçekleşen | Gerçekleşme oranı |
|------------------------|--------------------------|----------------------|--------------------------|-------------------|
| Net Satışlar           | 355.104.493              | 1.044.871.232        | 742.489.969              | 71,06%            |
| BRÜT KAR               | 95.426.815               | 252.942.890          | 174.245.438              | 68,89%            |
| BRÜT KAR Marjı (%)     | 26,87%                   | 24,20%               | 23,46%                   | 96,94%            |
| FAALİYET KARI          | 91.256.212               | 242.692.372          | 167.307.400              | 68,94%            |
| Faaliyet Kar Marjı (%) | 25,70%                   | 23,22%               | 22,53%                   | 97,02%            |
| FAVÖK                  | 100.018.598              | 268.475.107          | 182.988.111              | 68,16%            |
| FAVÖK MARJİ            | 28,17%                   | 25,70%               | 24,65%                   | 95,91%            |

\*Esas Faal. Diğer Gelir/Giderler hariç bırakılmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'nda da belirtildiği üzere Şirketimizin ilettiği tahminler doğrultusunda oluşturulmuş projeksiyonlarla oluşturduğumuz 2022/12 gerçekleştirmeleri karşılaştırıldığında, tablomuzda da gösterdiğimiz üzere; şirketimizin 2022 yılı 12 aylık satışlar ve favök ile kar marjı tahminlerinin gerçekleşme oranı

- Satışların gerçekleşme oranı %71,06 olarak gerçekleşmiştir.
- Brüt Karın %68,89 ve Brüt Kar Marjının %96,94 düzeyinde gerçekleştiği görülmektedir.
- Faaliyet Karı gerçekleşmesi projeksiyondan yaklaşık olarak %68,94 oranında gerçekleşmiştir.
- Faaliyet Kar Marjı gerçekleşme oranı ise %97,02 seviyesindedir.
- FAVÖK gerçekleşmesi projeksiyondan yaklaşık olarak %68,16 oranında gerçekleşmiştir.
- FAVÖK kar marjı %95,91 seviyesinde gerçekleşmiştir.

2022 takvim yılı tahminleriyle 2022/12 gerçekleşme oranları incelendiğinde ürettiğimiz ürüne yüksek miktarda talep olmuştur. 3.çeyrekte pamuk fiyatlarındaki ani sert düşüşlerin etkisiyle kar rakamları 9 aylık süreçte beklentilerin altında gerçekleşmiştir. 4. eyrekte hammadde fiyatları yeniden toparlama aşamasına girmiş ve ana faaliyet konusu olan ürünlerde esas faaliyet kar rakamları toparlamıştır. 2022 yılı sonunda net satışlara yüksek oranda etkisi olması beklenen Ataköy Prestij Konaklarından 15 daire 31.12.2022 tarihine kadar sözleşme ile satılmıştır. Fakat proje devam ettiği için daireler teslim edilemediğinden dolayı faturası kesilmiş olan daireler kısa vadeli ertelenmiş gelirler kaleminin altında gelecek aylara ait gelirler kısmında yer almıştır. Ödemesi tamamlanmış fakat faturası kesilmemiş kısım ise alınan sipariş avanslarında gösterilmiştir. Bu nedenlerle 31.12.2022 yılına ait mali tablolar da daire satışları net satışlara yansımamıştır. Proje bitip teslimlerin tamamlanmasıyla birlikte gelecek aylara ait gelirler net satışlar kalemine yansıyacaktır. Fiyat tespit raporunda kullanılmış olan projeksiyonlara yakın ve brüt kar marjı, faaliyet kar marjı, favök marjlarının beklentiler doğrultusunda bir performans sergilendiği görölmektedir.

Saygılarımızla,

Rubenis Tekstil A.Ş.

Denetimden Sorumlu Komite