

TGS DIŞ TİCARET A.Ş.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

11 Mayıs 2012

1. Şirket Hakkında Bilgiler

1.1. Kuruluş

TGS Dış Ticaret A.Ş. ("TGS" ya da "Şirket"), ilk olarak 26.05.1999 tarih ve 4798 Sayılı Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan edilerek Trakya Tekstil ve Giyim Sanayicileri ve Dış Tic. A.Ş. unvanı ile faaliyetlerine başlamıştır. Şirket, aynı yıl "96/39 Sayılı Sektörel Dış Ticaret Şirketleri Statüsüne İlişkin Tebliğ" çerçevesinde "Sektörel Dış Ticaret Sermaye Şirketi" statüsü kazanmış, daha sonra aracılık etmiş olduğu ihracat hacminin ve portföyündeki imalatçı müşterilerinin sayısının artmasıyla 08.04.2003 tarih ve 25073 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan karar ile "Dış Ticaret Sermaye Şirketi" haline gelmiştir. 12.04.2007 tarihinde yapılan olağanüstü genel kurul kararı ile "Tanrıverdi Yatırım Holding A.Ş." ve grup Şirketleri, Şirket'in çoğunluk ortağı haline gelmiştir. 15.07.2011 tarih ve 7859 Sayılı Ticaret Sicili Gazetesi'nde yayımlanan karar ile Şirket'in, "Trakya Tekstil ve Giyim Sanayicileri ve Dış Ticaret A.Ş." olan ünvanı "TGS Dış Ticaret A.Ş." olarak değiştirilmiştir.

1.2. Faaliyetler

TGS, tekstil, konfeksiyon ve deri sektörlerinde faaliyet gösteren firmalara hizmet veren bir dış ticaret sermaye şirkettir. Portföyündeki ihracatçıların %99'unu anılan sektörlerde faaliyet gösteren imalatçılar oluşturmaktadır.

TGS, T.C. Ekonomi Bakanlığı İhracat Genel Müdürlüğü'ne bildirmiş olduğu 2011 yılsonu verilerine göre, FOB bedeli üzerinden 743,14 milyon ABD Doları'na ulaşan ihracat tutarına aracılık ederek, 206 ihracatçı müşterisine hizmet vermiştir. Aynı verilere göre, TGS 2010 ve 2009 yıllarında FOB bedelleri üzerinden sırasıyla 688,07 ve 479,05 milyon ABD Doları ihracat tutarına aracılık etmiştir. Türkiye İhracatçıları Meclisi (TİM) tarafından hazırlanan "İhracatta İlk 1.000 Firma" raporuna göre; TGS, 2010 yılında, Türkiye'deki tekstil ve konfeksiyon odaklı dış ticaret şirketleri arasında ikinci ve tüm sektörler arasında on beşinci sırada yer almıştır.

TGS'nin Türkiye İhracatçıları İçerisindeki Sıralaması

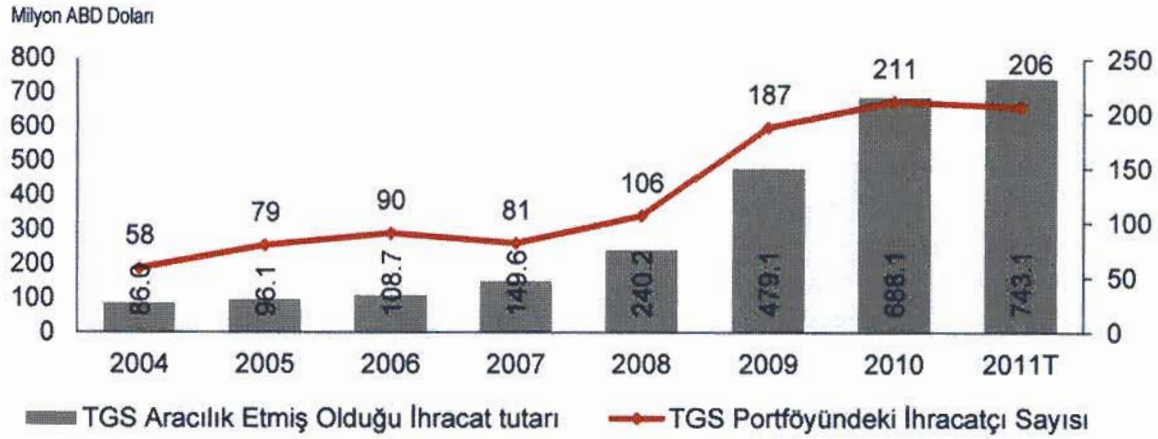
Yıl	Sektör Sırası	Türkiye Sırası
2005	8	80
2006	8	77
2007	7	64
2008	7	58
2009	3	19
2010	2	15
2011*	m/d	m/d

(*) Fiyat tespiti rapor dönemi itibarıyla 2011 TİM İhracatta İlk 1000 Firma Raporu henüz yayınlanmamıştır.

Kaynak: TGS, TİM


HALK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

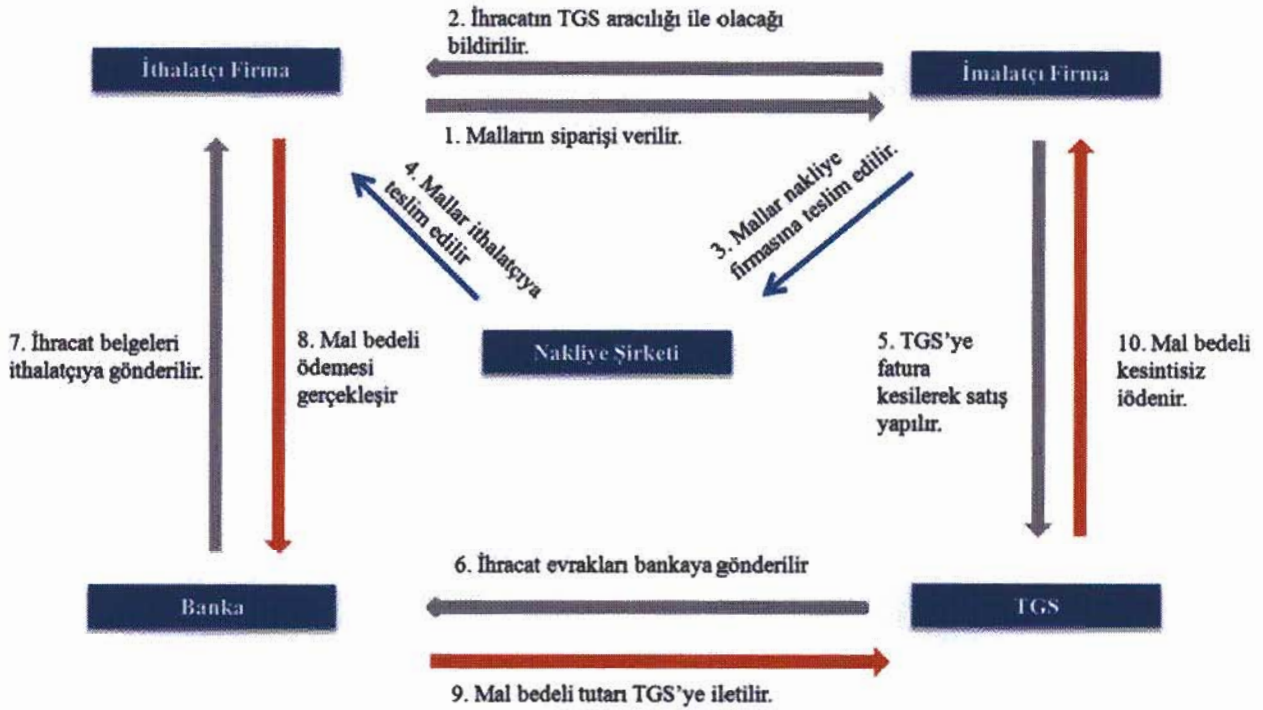
TGS'nin İhracat Tutarı ve Müşteri Sayısı



Kaynak: TGS, TIM

1.3. Faaliyet Gelirleri:

Genel İhracat – İş Akışı



- TGS'nin müşterileri olan imalatçı firmalar, ihracatlarını TGS aracılığıyla gerçekleştirerek, dış ticaret sermaye şirketlerine tanınmış finansman ve vergi avantajlarından yararlanmaktadırlar.
- İmalatçı firmalar ihraç mallarını doğrudan ithalatçı firmaya gönderirken, faturalar TGS üzerinden geçmekte ve bu şekilde KDV iadesi ve gümrük danışmanlığı süreci Şirket'çe takip edilmektedir. Süreç içerisinde malların ithalatçı firmaya ulaştırılması konusunda TGS'nin her hangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.
- Şirket, kuruluş amacı gereğince, imalatçı firmalar, finans kurumları ve devlet arasında köprü görevi görmektedir. Gerek imalatçı firmaların yapmakta olduğu ihracatlarına karşılık

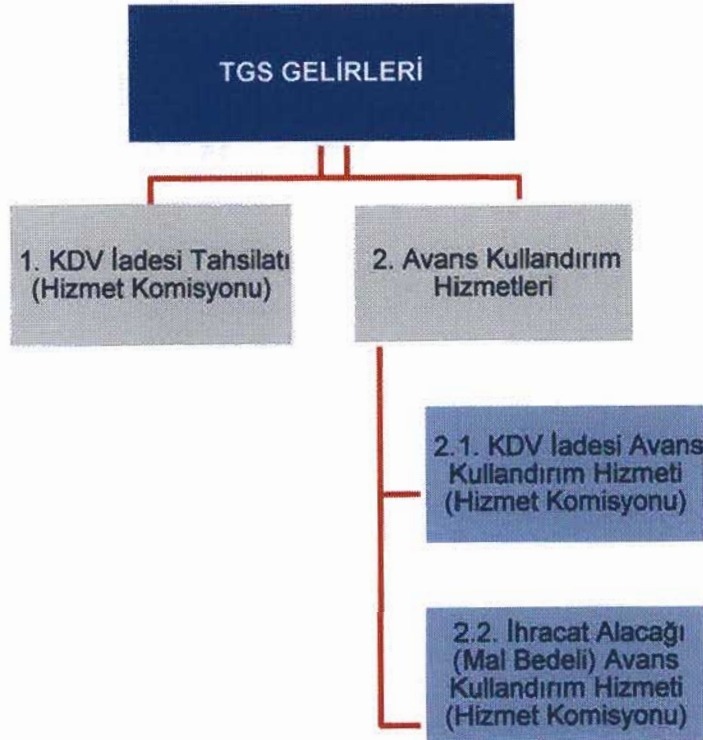
İHLKİYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

devletten alacak oldukları KDV iade tutarları, gerekse de TGS üzerinden geçirilen alacak-borç ilişkileri teminat olarak gösterilerek finans kurumlarından kaynak temin edilebilmekte ve bu kaynak belli faiz oranları ve komisyon bedelleri karşılığında imalatçı firmalara avans olarak kullanılabilir.

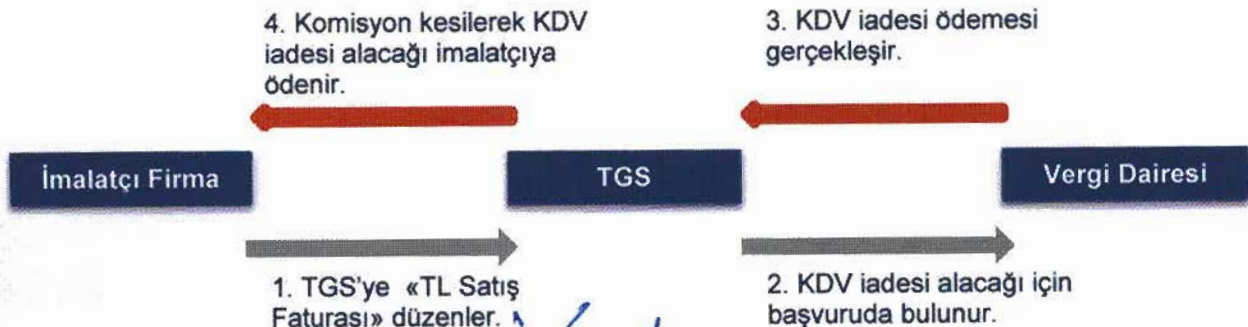
- Ayrıca ihracatın fiilen gerçekleştirildiği tarih ile mal bedeli dövizin geldiği tarih arasında oluşan, lehte veya alehteki kur farkından kaynaklanan kar/zarar söz konusu ise, imalatçı firmaya yansıtılmaktadır. Şirket bu sayede kur riski üstlenmemektedir.
- Şirket aynı zamanda imalatçı firmaların ihracat alacakları için finansman kuruluşları aracılığı ile garanti hizmeti sağlayabilmekte ve bu şekilde karşı taraf riskini elemine etmektedir.

Faaliyet Gelirleri:

- TGS gelirlerini, "KDV İadesi" üzerinden hesaplanan komisyonlar ile bu iade tutarlarını ya da müşteri alacaklarını teminat göstererek yine müşteri firmalara sağlanan "Avans Kullandırım" hizmetleri karşılığında elde edilen faiz gelirleri oluşturmaktadır. Şirket, "KDV İadesi Avans Kullandırım Hizmeti" ve "İhracat Alacağı Avans Kullandırım Hizmeti" olmak üzere 2 ayrı şekilde hizmet sağlamaktadır.



1.3.1 KDV İadesi Tahsilatı Faaliyetinden Elde Edilen Gelir



- TGS, müşterilerinin devletten olan KDV iadesi alacaklarını mevzuat gereğince daha kısa bir sürede ve daha az maliyetle tahsil edebilmektedir.
- Bu hizmet ile imalatçı firmalar, banka teminat mektubu, yeminli mali müşavir raporu ve personel istihdamı gibi operasyonel masraflara katlanmaksızın, zaman kaybına uğramadan TGS aracılığıyla ihraç bedelinin belli bir oranına isabet eden KDV iadesi tutarını tahsil ederler.
- Şirket, aracılığını üstlendiği KDV iade tutarının belirli bir oranında "Hizmet Komisyonu" elde etmektedir.

1.3.2 Avans Kullandırım Hizmetleri

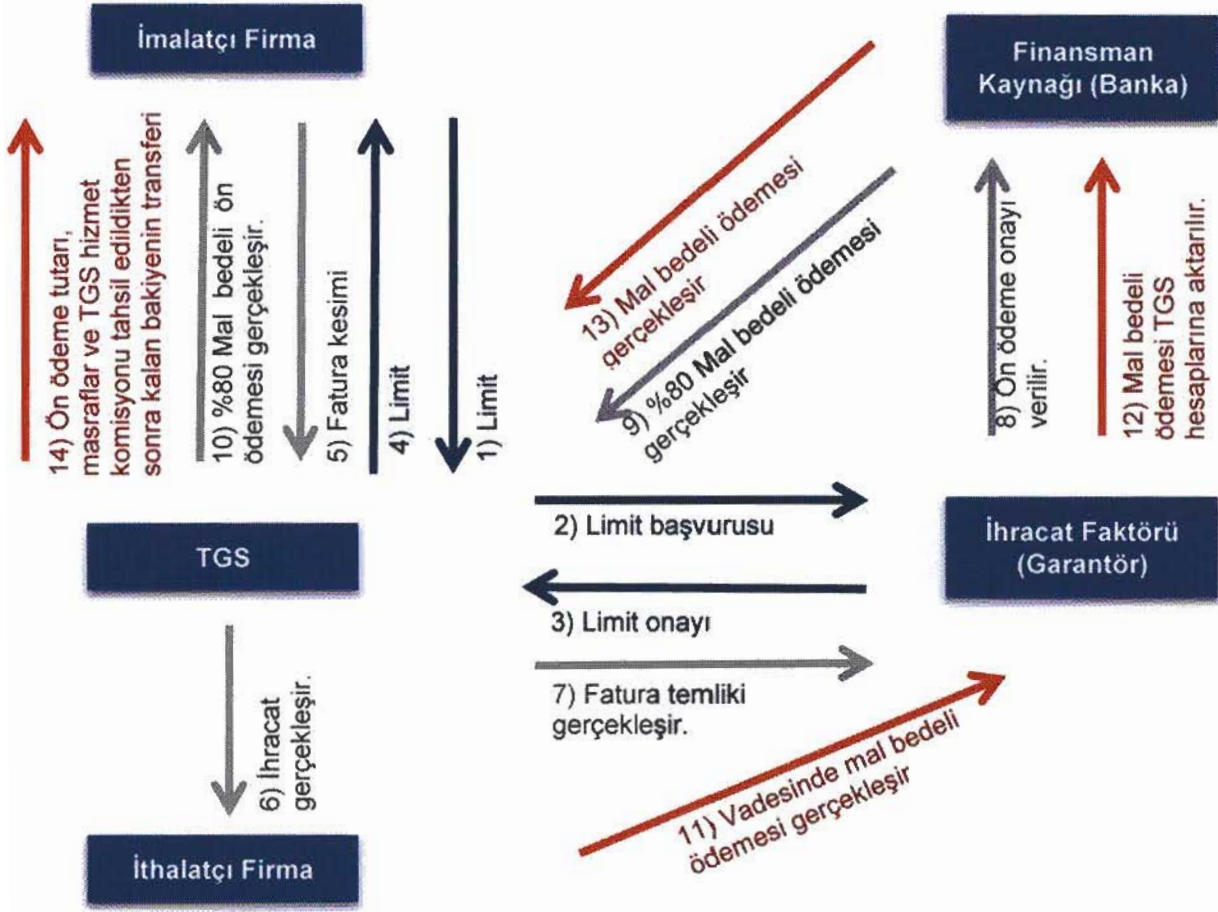
1.3.2.1 KDV İadesi Avansı Kullandırım Hizmeti



- İmalatçı firmanın, KDV iadesine karşılık önceden bir avans talebi olması halinde, Şirket'in uyguladığı rutin kontrollerden sonra, imalatçı firmanın talep etmiş olduğu tutar vergi dairesinden daha tahsil edilmeden önce imalatçı firmaya ödenir.
- KDV iadesi vergi dairesi tarafından TGS'ye ödendikten sonra; TGS, imalatçı firmaya önceden kredi olarak sağladığı kısmı keserek ve "Avans Kullandırım Hizmet Komisyonu" kestikten sonra kalan bakiyeyi imalatçı firmaya öder.

HALKYATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

1.3.2.2 İhracat Alacağı (Mal Bedeli) Avans Kullandırım Hizmeti



- TGS, imalatçı firmaların ihracat alacakları (mal bedelleri) karşılığında müşterilerine ayrıca avans kullandırım hizmeti sağlayabilmektedir. İmalat süreci tamamlanmış, TGS aracılığıyla ihracatı gerçekleştirilmiş mal bedelleri bu hizmet kapsamındadır.
- Uygulamada, ihracatın gönderildiği ithalatçı firmaya kredi limiti tahsis edilir. Böylece, mal bedelinin garanti kapsamına alınması sağlanır. Ayrıca imalatçı firmalara müşterileri olan ithalatçı firmalar hakkında istihbarat da sağlanmış olunur.
- Garanti kapsamındaki mal bedeli, vadesinden önce imalatçı firmaların talepleri doğrultusunda erken ödenir.
- Bu faaliyetin karşılığında TGS 'Hizmet komisyonu' elde eder.
- Şirket, mevcut sistemde, garantili ihracat alacağı için avans teminini Deniz Faktoring aracılığıyla gerçekleştirmektedir.

2. Değerleme Yöntemleri

TGS Dış Ticaret A.Ş.'nin halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde aşağıdaki 2 temel yöntem kullanılmıştır:

1. İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA")
2. Piyasa Çarpanları

HALKBANK MENKUL DEĞERLER A.Ş.

2.1.İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (İNA)

Bu yöntemde Şirket'in hali hazırda şirket yapısı, müşteri portföyü, pazar payı, hizmet potansiyeli, yaratıcılık gücü, organizasyonu ve yönetim kadrosu ile gelecekte şirketin ortaya çıkarması beklenen nakit akışlarının analizi yapılır.

Bu analiz sonucunda Şirket'in gelecekte yaratacağı nakit akımlarının değerlendirme tarihine indirgenmesi yapılır. İndirgeme işlemi, piyasa koşullarına paralel ve şirketin risk profiline uygun bir iskonto oranının nakit akımlarına uygulanması sonucu gerçekleştirilmektedir. Bu iskonto oranı hesaplanırken "Finansal Varlıkların Fiyatlandırılması Modeli" (Capital Asset Pricing Model) kullanılmaktadır.

İNA yönteminde kullanılan varsayımlar aşağıda özetlenmektedir:

2.1.1. Şirket Faaliyet Gelirleri Projeksiyonu:

- Şirket değerlemesinde; Şirket'in temel faaliyetleri çerçevesinde elde etmekte olduğu, KDV komisyon gelirleri ile müşterilerine sağladığı fonlar üzerinden tahsil edilen faiz gelirleri temel gelir kalemleri olarak dikkate alınmış, halka arz sonrasında Şirket'e girmesi planlanan kaynak miktarının belirli bir miktarı fon kaynağı olarak değerlendirilmiştir.
- Şirket tarafından aracılık edilen ihracat hacmi 2011 yılı sonu itibarıyla 743,1 milyon ABD doları olarak görülmektedir. Dolayısıyla devam eden senelerde tahmin edilen ve Şirket üzerinden geçen ihracat hacimleri; gerek komisyon, gerekse de avans kullandırım gelirlerinin hesaplanmasında dayanak noktası oluşturmaktadır.
- Şirket müşterileri adına gerçekleştirmiş olduğu ihracat rakamlarına isabet eden iade alınabilecek KDV tutarı üzerinden belirli bir miktar komisyon talep etmektedir. KDV iade oranı tekstil ürünlerinde genelde %8 olarak belirlenmiş, ancak bazı ürünlerde %18 olması sebebiyle ağırlıklı iade oranları projeksiyon dönemi boyunca dikkate alınmıştır.
- Şirket'in ABD Doları ve yerli para cinsinden fon maliyeti bankalardan kullanmış olduğu kredi faizlerinden oluşmaktadır. Müşterilere uygulanan faiz oranları ve fon maliyetleri arasındaki fark üzerinden hesaplanan bileşik faiz ile ihracat alacaklarının belirli bir kısmı için, kullandırılan fon miktarları için, faiz hesaplaması yapılmıştır. Söz konusu faiz gelirlerinin hesaplanmasında fonun sene içerisinde kullandırılacağı gün sayısı da dikkate alınmıştır. Faiz matrahlarının hesaplanmasında finansmana tabi iade edilecek KDV payı ve finansmana tabi ihracat alacak miktarı payları geçmiş dönem verileri de göz önüne alınarak tahmin edilmiştir.
- İndirgenmiş nakit akımları yönteminde Şirket'çe sağlanmış olan 2012 – 2021 yılları arasındaki projeksiyonlar tarafımızca Şirket'in faaliyet alanı ve makro değişkenler dikkate alınarak değerlendirilmiş ve İNA yöntemine baz oluşturmuştur.



Komisyon Gelirleri (milyon TL)											
	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
USD/TL Market	1.670	1.759	1.830	1.898	1.963	2.030	2.099	2.171	2.245	2.321	2.401
TGS İhracat Hacmi	1.241	1.904	2.476	3.095	3.714	4.271	4.911	5.403	5.943	6.537	7.191
TGS İhracat Hacmi (Mn. USD)	743	1.083	1.353	1.630	1.892	2.104	2.340	2.489	2.647	2.816	2.996
Büyüme (%)		45.7%	24.9%	20.5%	16.0%	11.2%	11.2%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
A) KDV İadesi Tahsilatı Faaliyeti											
	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
KDV İadesi	108.0	171.4	222.8	309.5	371.4	427.1	491.1	540.2	594.3	653.7	719.1
Büyüme (%)		58.7%	30.0%	38.9%	20.0%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Komisyon Geliri	3.5	6.3	8.9	12.4	14.9	17.1	19.6	21.6	23.8	26.1	28.8
Büyüme (%)		82.5%	40.5%	38.9%	20.0%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
B) Avans Kullandırma Hizmeti Gelirleri (Mn. TL)											
	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
1) KDV Avans Kullandırma Geliri	0.4	1.0	1.4	2.4	3.0	3.7	4.3	5.1	5.6	6.1	6.7
Büyüme (%)		161.6%	43.0%	64.1%	29.2%	23.2%	15.0%	17.3%	10.0%	10.0%	10.0%
2) İhracat Alacağı Avans Kullandırma Geliri	0.7	1.0	1.1	1.6	1.9	2.2	2.1	3.0	2.6	2.9	3.2
Büyüme (%)		44.4%	12.2%	39.8%	17.8%	19.7%	-3.1%	37.5%	-10.4%	10.0%	10.0%
3) Özsermaye Finansman Geliri	0	1.2	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6
Büyüme (%)			83.1%	-4.6%	-4.7%	-4.9%	-5.2%	0.0%	-5.4%	-5.7%	0.0%
Toplam Net Avans Kullandırma Hizmeti Geliri	1.1	3.2	4.7	6.0	6.8	7.8	8.2	9.8	9.9	10.6	11.5
Büyüme (%)		193.7%	47.9%	27.2%	14.6%	14.3%	5.1%	18.9%	1.1%	7.4%	8.5%

Kaynak: Halk Yatırım analizi

- Şirketçe yapılan projeksiyonlara göre Şirket'in aracılığını gerçekleştireceği ihracat hacminin, halka arzdan elde edilecek olan kaynağın etkisiyle, 2012 yılı sonunda bir önceki yılsonu tutarına göre %53 artarak 1.904,4 milyon TL'ye (1.083 milyon ABD Doları) ulaşması beklenmektedir.
- Şirket'in aracılığını gerçekleştireceği ihracat tutarının, 2011 – 2021 yılları arasında TL bazında yaklaşık %19 YBBO ile artış göstermesi öngörülmektedir.
- Artan ihracat hacmi ile birlikte, Şirket'in FAVÖK tutarının 2011 – 2021 yılları arasında %29 YBBO ile artış göstermesi beklenmektedir.


HALK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

TGS GELİR TABLOSU PROJEKSİYONU

(Mn TL)	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Net Satışlar	1,247.0	1,904.4	2,475.8	3,094.7	3,713.7	4,270.7	4,911.3	5,402.5	5,942.7	6,537.0	7,190.7
Komisyon Gelirleri	3.5	6.3	8.9	12.4	14.9	17.1	19.6	21.6	23.8	26.1	28.8
Avans Kullanım Gelirleri	1.1	3.2	4.7	6.0	6.8	7.8	8.2	9.8	9.9	10.6	11.5
Brüt Kâr	4.6	9.5	13.6	18.3	21.7	24.9	27.8	31.4	33.6	36.7	40.3
Faaliyet Giderleri	1.9	2.4	2.9	3.5	4.0	4.4	4.9	5.3	5.8	6.3	6.9
Faaliyet Kârı	2.7	7.1	10.7	14.8	17.7	20.5	22.9	26.0	27.8	30.4	33.4
% Brüt Kar	58.9%	74.8%	78.8%	81.0%	81.6%	82.2%	82.3%	83.0%	82.7%	82.8%	82.9%
Amortisman ve İtfâ Payları	0.01	0.03	0.05	0.07	0.08	0.09	0.10	0.11	0.12	0.13	0.14
FAVÖK	2.7	7.1	10.8	14.9	17.8	20.5	23.0	26.1	27.9	30.5	33.5
% Brüt Kar	59.2%	75.2%	79.2%	81.3%	82.0%	82.6%	82.7%	83.3%	83.1%	83.2%	83.3%
Net Finansal Giderler	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
Vergi Öncesi Kar	2.6	6.9	10.4	14.4	17.2	19.9	22.2	25.3	27.0	29.5	32.4
Kurumlar Vergi Oranı	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Kurumlar Vergisi	0.6	1.4	2.1	2.9	3.4	4.0	4.4	5.1	5.4	5.9	6.5
Net Kar	2.0	5.5	8.3	11.5	13.7	15.9	17.8	20.2	21.6	23.6	25.9
% Brüt Kar	43.5%	57.9%	61.1%	62.8%	63.3%	63.8%	63.9%	64.4%	64.2%	64.3%	64.4%

Kaynak: Halk Yatırım analizi

2.1.2. Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu:

- TGS'nin mevcut yapıda herhangi bir üretim ve satış faaliyeti bulunmadığı için bilançosunda satılan ya da üretilen mal maliyeti kalemleri bulunmamaktadır. Dolayısıyla, Şirket'in çalışma sermayesi devir hızı ve gün sayıları hesaplanırken, Şirket'in aracılık yaptığı toplam ihracat hacmi referans alınmıştır.

Milyon TL	2009	2010	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Ticari ve Diğer Alacaklar	153.2	292.9	329.8	413.9	538.1	672.6	807.2	928.2	1,067.5	1,174.2	1,291.7	1,420.8	1,562.9
Ticari Alacaklar Devir Hızı	6.5	4.6	4.0	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
Ticari Alacaklar Gün Sayısı	55	79	90	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
Stoklar	7.3	10.2	12.5	19.0	24.8	30.9	37.2	42.7	49.1	54.0	59.4	65.4	71.9
Stoklar Devir Hızı	109.3	77.2	67.0	85.7	85.7	85.7	85.7	85.7	85.7	85.7	85.7	85.7	85.7
Stoklar Gün Sayısı	3	5	5	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Ticari Borçlar ve Alınan Avanslar	167.8	233.7	286.8	438.0	569.4	711.8	854.1	982.3	1,129.6	1,242.6	1,366.8	1,503.5	1,653.8
Ticari Borçlar Devir Hızı	6.4	4.4	3.8	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
Ticari Borçlar Gün Sayısı	57	82	94	81	81	81	81	81	81	81	81	81	81
Çalışma Sermayesi İhtiyacı	4.2	2.8	7.6	9.9	12.8	16.0	19.2	22.1	25.5	28.0	30.8	33.9	37.3
Çalışma Sermayesindeki Değişim	1.4	-1.3	4.8	2.2	3.0	3.2	3.2	2.9	3.3	2.5	2.8	3.1	3.4

Kaynak: Halk Yatırım analizi

HALK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Ticari ve Diğer Alacaklar Alacaklar:

- Şirket'in İşletme sermayesini etkileyen "Ticari ve Diğer Alacaklar" kalemi Şirket'in bilançosunda yer alan "Ticari Alacaklar", "Müşterilere Verilen Avanslar" ve "KDV İadesi Alacakları" kalemlerinden oluşmaktadır.
- "Ticari Alacaklar" genel olarak yurt içindeki imalatçı firmaların çalıştığı yabancı firmalardan olan mal bedeli alacaklarını içermektedir. Şirket söz konusu mal bedellerini tahsil ettikten sonra imalatçı firmalara transfer etmektedir.
- Müşterilere verilen avanslar Şirket'in tedarikçisi olan imalatçı firmalara verdiği avanslardan oluşmaktadır.
- KDV iadesi alacakları firmalar adına vergi dairesine başvuru KDV iade alacaklarını içermektedir. Şirket söz konusu alacağı tahsil ettikten sonra ilgili tutarı komisyon bedelini düşerek imalatçıya transfer etmektedir.
- Şirket'in, 2004 - 2011 ticari alacaklar devir hızının medyanı 4,6 ve gün sayısı medyanı 78 gün olarak gerçekleşmiştir.
- Şirket'in ticari ve diğer alacaklar devir hızının 2012 – 2021 yılları arasında 4,6 ve gün sayısının 78 gün olarak gerçekleşeceği öngörülmektedir.

Stoklar:

- Stoklar, ilgili yıllar itibarıyla in-touch tarihi (malın ülke gümrük sınırlarını terk ederek yurt dışına gönderildiği tarih) bir sonraki yıla sarkan gümrükte bekleyen mal bedellerini içermektedir.
- Şirket'in, 2004 – 2011 yılları arasında stok devir hızı medyanı 86,8 ve gün sayısı medyanı 4 gün olarak gerçekleşmiştir.
- Şirket değerlemesinde, Şirket'in 2012 – 2021 yılları arasında, stok devir hızının 85,7 ve gün sayısının 4 gün olarak gerçekleşeceği projekte edilmiştir.

Ticari Borçlar ve Alınan Avanslar:

- Ticari borçlar devir hızı ve gün sayısı hesaplamasında, Şirket'in bilançosunda yer alan "Ticari Borçlar" ve "Alınan Avanslar" kalemleri toplamı kullanılmıştır.
- Ticari borçlar imalatçılara olan mal bedeli ve KDV iadeleriyle ilgili borçları içermektedir.
- Alınan avanslar, yurt dışı firmalardan mal bedeliyle ilgili alınan avansları göstermektedir. Bu tutarlar yurt içindeki imalatçı firmalara satış işleminden sonra transfer edilmektedir. Alınan avanslarla ilgili kur riski imalatçılara yansıtılmaktadır.
- TGS'nin 2004 – 2011 yılları arasında ticari borçlar devir hızı medyanı 4,5 ve gün sayısı medyanı 81 gün olarak gerçekleşmiştir.
- Şirket değerlemesinde, Şirket'in 2012 – 2021 yılları arasında ticari borçlar devir hızı 4,5 ve gün sayısı 81 gün olarak projekte edilmiştir.


HALKYTİM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

2.1.3. Diğer Varsayımlar

- Şirket'in faaliyet giderleri yeminli mali müşavirlik (YMM) rapor yazma ve danışmanlık giderleri ile ücretler ve diğer faaliyet giderlerinden oluşmaktadır. Söz konusu bu giderlerinden müşavirlik giderleri yıllık YMM tarifeleri dikkate alınarak yıllık bazda hesaplanmış, diğer faaliyet giderleri ise Şirket'in dönem içerisindeki büyümesine paralel olarak dönemler halinde artırılmıştır.
- Şirket'in faaliyet konusu ve operasyonel yapısı gereğince, yatırım harcamalarının, Şirket aktifleri içerisindeki payının düşük olduğu görülmektedir. Şirket'in kendi aktifine kayıtlı bir gayrimenkulü olmamakta birlikte, mevcut çalışma yeri için kira ödemesi yapılmaktadır. Dolayısıyla, yatırım harcamalarının gelecek döneme ait nakit akımları içerisindeki payının düşük olması sebebiyle, hesaplanan amortisman giderlerinin de düşük olacağı tahmin edilmiştir.
- Şirket'in finansman giderleri içerisinde, kendi faaliyetlerinin devamı için kullanılan krediler üzerinden yüklenilen faiz tutarları hesaplanmıştır. Söz konusu bu krediler, avans kullandırım hizmeti için alınan kredilerden farklı olarak değerlendirilmiştir.
- Devam eden değer, 2021 yılı sonrasında yapılmış enflasyon tahmini dikkate alınarak bulunan %3'lük büyüme oranı kullanılarak hesaplanmıştır. Ayrıca devam eden İNA'larının tespitinde son ilgili kalemlerin 3 senenin geometrik ortalaması kullanılmıştır.
- Kurumlar vergisinin 2011 – 2021 yılları süresince %20 seviyesinde kalacağı varsayılmaktadır.
- İNA analizi için indirgeme katsayısı olarak kullanılan özsermaye maliyeti hesaplamasına ilişkin varsayımlar aşağıda özetlenmektedir.

Sürekli Büyüme Oranı	:	%3,0
Risksiz Getiri Oranı	:	%9,7
Sermaye Beta	:	1
Risk Primi	:	%4,9
Beklenen Piyasa Getirisi	:	%14,4
İşletme Ölçeği Risk Primi	:	%1,0
Özsermaye Maliyeti	:	%15,4

Bu varsayımlar doğrultusunda, Şirket'in tahmini 2012 – 2021 yılları serbest nakit akışları ve İNA analizi aşağıdaki tabloda sunulmaktadır:

TGS - İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIŞLARI NAKİT AKIŞLARI PROJEKSİYONU												
Mn TL	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	TV
+ Faaliyet Kârları	2,7	7,1	10,7	14,8	17,7	20,5	22,9	26,0	27,8	30,4	33,4	32,3
- Vergiler	0,6	1,4	2,1	2,9	3,4	4,0	4,4	5,1	5,4	5,9	6,5	6,3
+ Amortisman ve İtfâ	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
- Çalışma Sermayesindeki Değişiklik	4,8	2,2	3,0	3,2	3,2	2,9	3,3	2,5	2,8	3,1	3,4	3,3
- Sermaye Harcamaları	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
- Finansman Giderleri	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0
Serbest Nakit Akışları	-2,9	3,1	5,2	8,1	10,4	12,9	14,4	17,6	18,8	20,5	22,5	21,8

Mn TL	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	TV
Dönem Etkisi		1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	


HALKYURT
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

İndirgem Faktörü	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2
Gelecek Nakit Akışlarının Net Bugünkü Değeri	2,7	3,9	5,3	5,9	6,3	6,1	6,5	6,0	5,7	5,4	

Sürekli Büyüme Oranı	3,0%
Terminal Değeri	176,7
Terminal Değerinin Net Bugünkü Değeri	42,3
Projeksiyon Dönemi Nakit Akımlarının Net Bugünkü Değeri	48,4
Özsermaye Değeri	90,7
Halka Arz Öncesi Şirket Ödenmiş Sermaye	5,0
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	33,3%
Sermaye Artırımı	2,5
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	7,5
Halka Arz Sonrası Şirket Pay Değeri	12,1

Kaynak: Halk Yatırım analizi

- İNA analizi sonucunda, TGS'nin özsermaye değeri; %15,4 **özsermaye maliyeti** ve %3 **devam eden büyüme oranı** ile **90,7 milyon TL** olarak hesaplanmaktadır. Buna göre Şirket'in tahmini pay değeri **12,1 TL** olarak hesaplanmaktadır.

İNA yönteminin yapısı gereği, kullanılan projeksiyonlar geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özkaynak ve pay değerlerine ulaşılabilir.

2.2. Piyasa Çarpanları Analizi

- Şirket'in faaliyet konusu göz önüne alındığı takdirde, TGS ile birebir karşılaştırılabilecek bir örnek bulunmadığı için, benzer çarpanlar olarak 30.04.2012 tarihi itibarıyla "İkinci Ulusal Pazar", "Ulusal Pazar", "İMKB 100" FD/FAVÖK çarpanları ile "İMKB Tüm" ve "İMKB 100" F/K çarpanları dikkate alınmıştır.
- Piyasa çarpanları analizinde kullanılmak üzere TGS'nin temel finansal göstergeleri aşağıdaki tabloda verilmektedir.
- Şirket'in 2011 yılsonu değerleriyle piyasa çarpanları kullanılarak, Şirket'in halka arz öncesi tahmini pay değerlerine ulaşılmıştır.


HALK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

Seçilmiş Finansal Büyüklükler (Mn TL)	MY2011
Özkaynak	3,84
Ödenmiş Sermaye	5,00
Net Satışlar	5,84
Faaliyet Karı	2,68
FAVÖK	2,70
Net Kar	1,98
Düzeltilmiş Net Borç	5,51

Çarpanlar	30.04.2012	FD (Mn TL)	Özkaynak Değeri (Mn TL)
İkinci Ulusal Pazar - FD/FAVÖK	7,79	21,0	15,5
Ulusal Pazar - FD/FAVÖK	9,06	24,4	18,9
İMKB 100 - FD/FAVÖK	8,80	23,7	18,2
İMKB Tüm - F/K	11,84	-	23,5
İMKB 100 - F/K	11,44	-	22,7

Halka Arz Öncesi Pay Değeri	TL
İkinci Ulusal Pazar - FD/FAVÖK	3,10
Ulusal Pazar - FD/FAVÖK	3,78
İMKB 100 - FD/FAVÖK	3,64
İMKB Tüm - F/K	4,69
İMKB 100 - F/K	4,53

Kaynak: Bloomberg, Rasyonet, Halk Yatırım analizi

Yukarıdaki tablolarda da görüldüğü üzere, TGS'nin özkaynak değeri "İkinci Ulusal Pazar" FD/FAVÖK çarpanına göre 15,5 milyon TL, "Ulusal Pazar" FD/FAVÖK çarpanına göre 18,9 milyon TL, "İMKB 100" FD/FAVÖK çarpanına göre 18,2 milyon TL, "İMKB Tüm" F/K çarpanına göre 23,5 milyon TL ve "İMKB 100" F/K çarpanına göre 22,7 milyon TL olarak hesaplanmaktadır.

Bulunan özkaynak değerleri TGS'nin halka arz öncesi özsermaye değerine bölünerek halka arz öncesi pay değerlerine ulaşılmıştır.

Kullanılan projeksiyonların değiştirilmesi ve farklı tarihler ve mali verilerle piyasa çarpanlarının hesaplanması halinde farklı değerlere ulaşılabilir.

2.3. Sonuç

Ağırlıklandırılmış Sonuç Değer Tablosu

Değerleme Kalemleri	Ağırlık	Pay Değeri (TL)	Ağırlıklandırılmış Değer
İndirgenmiş Nakit Akımları	50,0%	12,09	6,05
İkinci Ulusal Pazar (FD/FAVÖK)	10,0%	3,10	0,31
Ulusal Pazar (FD/FAVÖK)	10,0%	3,78	0,38
İMKB 100 (FD/FAVÖK)	10,0%	3,64	0,36
İMKB 100 (F/K)	10,0%	4,53	0,45
İMKB Tüm (F/K)	10,0%	4,49	0,47
Tahmini TGS Dış Ticaret Pay Değeri (TL)	100,0%		8,02
Halka Arz Fiyat Tespiti		Fiyat (TL)	
Halka Arz İskontosu		30%	
Halka Arz İskontosu (TL)		2,42	
TGS Dış Ticaret Tahmini Halka Arz Pay Değeri (TL)		5,60	

Kaynak: Halk Yatırım analizi

- Analizler neticesinde, Şirket'in gelecek 10 yıl boyunca değer yaratma potansiyeli ile mevcut değeri ağırlıklandırılarak değerlendirme yapılmıştır.


HALK YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

- Ağırlıklandırılmış sonuç değer hesaplamasında, Şirket'in İNA yöntemine göre tespit edilen hisse fiyatı %50; "İkinci Ulusal Pazar", "Ulusal Pazar", "İMKB 100" FD/FAVÖK çarpanları ve "İMKB Tüm" ve "İMKB 100" F/K çarpanları kullanılarak bulunan hisse değerleri ise %10'ar ağırlandırılarak sonuç değer hesaplanmıştır.
- Şirket'in hesaplanan pay değeri olan 8,02 TL üzerinden %30 halka arz iskontosu yapılarak 5,60 TL'lik halka arz fiyatına ulaşılmıştır.
- İskontolu halka arz fiyatı ile 2,5 milyon TL'lik sermaye artırımını yapacak olan Şirket'in sadece sermaye artırımını ile gerçekleşecek halka arz sonunda yaklaşık 14,0 milyon TL'lik yeni kaynak elde etmesi beklenmektedir. İşlem sonrasında Şirket'i özkaynakları toplamının 17,8 milyon TL seviyesine yükseleceği hesaplanmaktadır.

Sinerji Yaratarak Şirket Değerini Artırabilecek Gelişmeler:

- TGS ortaklığında kurulan ve TGS üzerinden mal ve hammadde ticareti yapması planlanan TGS Kumaş Ürünleri Pazarlama A.Ş.'ye ilişkin projeksiyon ve tahminlere bu çalışma içerisinde yer verilmemiştir.
- Mevcut devlet politikaları çerçevesinde, ülkemizin 2023 yılı toplam ihracat rakamının 500 milyar ABD doları olacak şekilde gelişim göstermesi öngörülmektedir. TGS'nin tekstil ve konfeksiyon firmaları yanında, diğer sektörlerde de hizmet sağlayacak şekilde organize olması Şirket'in projeksiyonlarda tahmin edilen büyüme oranını kayda değer şekilde yukarı çekebilecektir.


HALKYUM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.