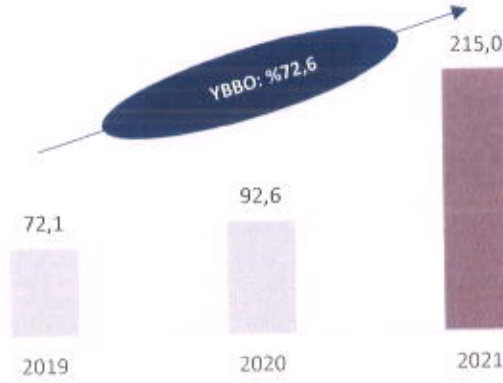




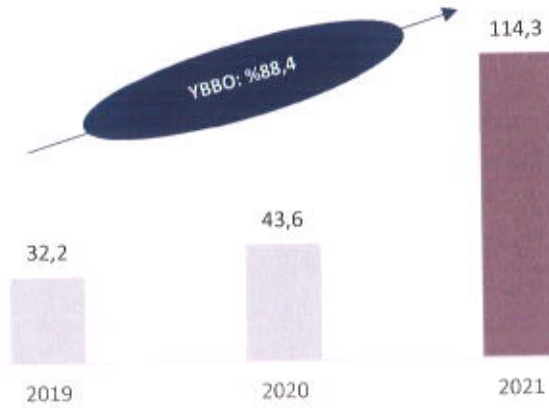
Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporu

2019 yılında Şirket'in brüt kar marjı %63,0 iken 2021 yılında %59,8 oranında gerçekleşmiştir. Brüt kar marjındaki düşüş, Şirket'in pandeminin yaşandığı 2020 ve 2021 yılında önceki senelere göre ilave indirim ve kampanya yapmasının bir sonucudur.

2019 - 2021 FAVÖK Gelişimi (Milyon TL)

Satışlardaki büyümeye paralel olarak 2020'de 43.642.699 TL olan Şirket'in bir önceki yıla göre FAVÖK'ü %162,0 oranında büyüme göstermektedir. 2021 yılında Şirket FAVÖK'ü 114.346.916 TL'ye ulaşmıştır.

Şirket'in FAVÖK gelişimi aşağıdaki tabloda verilmektedir:



Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporu

2019 - 2021 Net Kâr Gelişimi (Milyon TL)

Yukarıda açıklanan faktörlerin bir sonucu olarak net kâr gelişimi 2019 yılında 59.666 TL, 2020 yılında 1.481.529 TL ve 2021 yılında 42.923.821 TL olarak %84717,6 YBBO ile gerçekleşmiştir.

Şirket'in Net Kâr gelişimi aşağıdaki tabloda verilmektedir:

TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
Meclisi Mülkiyet Caddesi 81 Fındıklı 34427 İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 42527 / www.tskb.com.tr
Büyük Mükellefler V.B. 879 003 3309



Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporu

2019 -2021 Karlılık Tablosu

Şirket'in brüt karına; genel yönetim giderleri, satış, pazarlama ve dağıtım giderleri, esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderlerin eklenmesi ile oluşan esas faaliyet karı (FVÖK) ve bu tutarlardan amortisman ve itfa paylarının çıkartılması ile ulaşılan FAVÖK tutarları ve marjları alt kısımdaki tabloda sunulmuştur.

Karlılık (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Hasılat	114.542.566	149.625.345	359.858.381
Brüt Kar	72.146.993	92.578.416	215.022.950
Brüt Kar Marjı (%)	%63,0	%61,9	%59,8
Operasyonel Giderler(-)*	59.783.405	79.703.351	144.728.124
Hasılat Oranı (%)	%52,2	%53,3	%40,2
FVÖK (Esas Faaliyet Karı)	12.363.588	12.875.065	70.294.826
FVÖK Marjı (%)	%11,1	%8,9	%20,1
Amortisman ve İtfa Giderleri	19.844.684	30.767.634	44.052.090
Kiralama varlıkları amortismanı	16.033.751	25.162.134	35.268.832
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri(-)	3.195.068	4.679.378	7.126.692
Genel Yönetim Giderleri(-)	615.685	926.122	1.656.566
FAVÖK**	32.208.272	43.642.699	114.346.916
FAVÖK Marjı(%)	%28,1	%29,2	%31,8
Net Dönem Karı	59.666	1.481.529	42.923.821
Dönem karı / zararı marjı	0,1%	1,0%	11,9%

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporu

*Operasyonel giderler; genel yönetim giderleri, satış, pazarlama ve dağıtım giderleri, esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderlerin toplamından oluşmaktadır.

**FAVÖK tutarı, Şirket'in FVÖK rakamlarına amortisman ve itfa giderlerinin eklenmesi suretiyle hesaplanmıştır.

TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
Meclisi Meclis Cad. 81 Fındıklı 34427 İSTANBUL
Ticaret Sicil No 42527 / www.tskb.com.tr
Büyük Mükellefler V.D. 879 403 3309

5.2. Bilanço

Şirket'in denetimden geçmiş 2019, 2020 ve 2021 yıl sonu bilançoları aşağıda verilmektedir:

Bilanço (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
DÖNEN VARLIKLAR			
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.586.832	14.271.161	10.181.882
Ticari Alacaklar	3.115.339	10.116.992	14.365.022
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	393.539	5.396.003	6.071.527
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	2.721.800	4.720.989	8.293.495
Diğer Alacaklar	158.118	303.657	44.369
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	80.000	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	158.118	223.657	44.369
Stoklar	29.188.686	46.649.971	103.806.642
Peşin Ödenmiş Giderler	1.890.872	3.123.528	17.614.370
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	44.981	50.242	-
Diğer Dönen Varlıklar	2.320.933	1.498.999	2.971.556
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	40.305.761	76.014.550	148.983.841

DURAN VARLIKLAR			
Diğer Alacaklar	187.893	528.960	1.158.892
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	187.893	528.960	1.158.892
Maddi Duran Varlıklar	16.312.836	19.923.829	30.642.884
Kullanım Hakkı Varlıkları	52.409.423	60.582.259	80.669.287
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	502.445	1.020.388	2.304.116
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	502.445	1.020.388	2.304.116
Ertelenmiş Vergi Varlığı	616.461	480.977	-
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	70.029.058	82.536.413	114.775.179
TOPLAM VARLIKLAR	110.334.819	158.550.963	263.759.020

KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Kısa Vadeli Borçlanmalar	6.019.244	7.211.629	23.949.079
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	5.563.922	18.105.823	25.724.914

Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	19.760.714	24.370.095	33.522.662
Diğer Finansal Yükümlülükler	-	701	-
Ticari Borçlar	21.041.144	36.192.786	44.788.324
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	4.053.035	13.065.081	19.722.279
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	16.988.109	23.127.705	25.066.045
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.948.780	1.840.432	6.503.695
Diğer Borçlar	601.130	569.338	1.923.203
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	601.130	569.338	1.923.203
Ertelenmiş Gelirler	268.187	588.146	463.821
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	5.159.455
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.070.008	1.474.905	3.150.490
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	396.297	703.023	1.325.704
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	673.711	771.882	1.824.786
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	56.273.129	90.353.855	145.185.643

Uzun Vadeli Borçlanmalar	4.381.027	13.032.598	12.005.896
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	33.062.873	38.286.698	46.853.727
Diğer Borçlar	16.555.516	-	-
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	16.555.516	-	-
Ertelenmiş Gelirler	315.515	128.178	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	568.104	907.319	1.042.363
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	568.104	907.319	1.042.363
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	17.769
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	54.883.035	52.354.793	59.919.755

ÖZKAYNAKLAR			
Ödenmiş Sermaye	7.635.000	8.311.689	22.961.072
Paylara İlişkin Primler	-	14.649.383	-
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir	(155.230)	(299.171)	(411.685)

Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(155.230)	(299.171)	(411.685)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	18.747	18.747	18.747
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	(8.379.528)	(8.319.862)	(6.838.333)
Net Dönem Karı/Zararı	59.666	1.481.529	42.923.821
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	(821.345)	15.842.315	58.653.622
TOPLAM KAYNAKLAR	110.334.819	158.550.963	263.759.020

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in dönen varlıkları, 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, itibarıyla sırasıyla, 40,3 milyon TL, 76,0 milyon TL ve 149,0 milyon TL tutarındadır. Şirket'in dönen varlıkları 31.12.2019 ve 31.12.2021 arasında %92,3 YBBO ile gerçekleşmiştir.

Şirket'in duran varlıkları ise 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 itibarıyla sırasıyla; 70,0 milyon TL, 82,5 milyon TL ve 114,8 milyon TL tutarındadır. Şirket'in duran varlıkları 31.12.2020 ile 31.12.2021 arasında %39,1 büyümüştür. Artışın önemli bir kısmı kullanım hakkı varlıklarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Şirket'in, 31.12.2021 itibarıyla kullanım hakkı varlıkları 80,7 milyon TL'dir. Bir önceki mali döneme göre %33,2 oranındaki artış Şirket'in 2021 yılı içerisinde açtığı mağazalardan kaynaklanmaktadır.

Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 itibarıyla sırasıyla; 56,3 milyon TL, 90,4 milyon TL ve 145,2 milyon TL tutarındadır. Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri, 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 itibarıyla sırasıyla; 54,9 milyon TL, 52,4 milyon TL ve 59,2 milyon TL tutarındadır.

5.3. İşletme Sermayesi

(TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Ticari Alacaklar	3.115.339	10.116.992	14.365.022
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>393.539</i>	<i>5.396.003</i>	<i>6.071.527</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>2.721.800</i>	<i>4.720.989</i>	<i>8.293.495</i>
Stoklar	29.188.686	46.649.971	103.806.642
Ticari Borçlar	(21.041.144)	(36.192.786)	(44.788.324)
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>(4.053.035)</i>	<i>(13.065.081)</i>	<i>(19.722.279)</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>(16.988.109)</i>	<i>(23.127.705)</i>	<i>(25.066.045)</i>
Ticari İşletme Sermayesi	11.262.881	20.574.177	73.383.340
Diğer Alacaklar	158.118	303.657	44.369
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>0</i>	<i>80.000</i>	<i>0</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>158.118</i>	<i>223.657</i>	<i>44.369</i>
Peşin Ödenmiş Giderler	1.890.872	3.123.528	17.614.370
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	44.981	50.242	0
Diğer Dönen Varlıklar	2.320.933	1.498.999	2.971.556
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	(1.948.780)	(1.840.432)	(6.503.695)
Diğer Borçlar	(601.130)	(569.338)	(1.923.203)
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>(601.130)</i>	<i>(569.338)</i>	<i>(1.923.203)</i>
Ertelenmiş Gelirler	(268.187)	(588.146)	(463.821)
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0	(5.159.455)
Kısa Vadeli Karşılıklar	(1.070.008)	(1.474.905)	(3.150.490)
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>(396.297)</i>	<i>(703.023)</i>	<i>(1.325.704)</i>

Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	(673.711)	(771.882)	(1.824.786)
Net İşletme Sermayesi	11.789.680	21.077.782	76.812.971

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 tarihlerinde sona eren son üç mali döneminde net işletme sermayesi pozitif seyretmiştir. Bu tarihlerde işletme sermayesi sırasıyla 11,8 milyon TL, 21,1 milyon TL ve 76,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Net işletme sermayesinde meydana gelen artışın ana sebepleri Şirket'in cirosunda meydana gelen büyüme ve yeni mağaza açılışları ile bağlantılı işletme sermayesi ihtiyacındaki artıştır.

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 itibarıyla ticari gün sayıları alt kısımdaki tabloda gösterilmiştir.

(TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Alacak tahsil süresi (A)	10	25	15
Stokta kalma süresi (B)	251	298	262
Borç ödeme süresi (C)	76	97	56
Nakit çevrim süresi (A+B-C)	185	226	220

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporu

Alacak tahsil süresi: Cari dönem itibarıyla ticari alacaklar tutarının, net satışlara oranlanması ile hesaplanmıştır.

Stokta kalma süresi: Cari dönem stok seviyesinin, satışların maliyeti ile oranlanması ile hesaplanmıştır.

Borç ödeme süresi: Cari dönem ticari borçların; satışların maliyeti, genel yönetim giderleri ve pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin toplamına oranlanması ile hesaplanmıştır.

Stok devir gün sayılarındaki artış temelde, Şirket'in kayıp satışın önüne geçmek ve enflasyon etkisini azaltmak adına ilave stok yatırımları yapmasının bir sonucudur.

Şirket'in ortalama borç ödeme süresi, 2020 yılında bir önceki senenin aynı dönemine göre artmıştır. 2020 yılında, hasılat ve mağaza sayısı büyümesi ile Şirket daha yüksek hacimlerde alımlar yapmış, bu sayede alım maliyetlerindeki artışları kontrol etme ve vade sürelerini uzatma gücü kazanmıştır. 2021 yılında ise Şirket, kur dalgalanmaları sebebiyle tedarikçilerin fiyatlamalarındaki artışları kontrol altında tutabilmek için ödeme vadelerini kısaltmış, bazı tedarikçilerde stok avansı vererek süreci yönetmiştir.

2020 yılında alacakları tahsil süresindeki artış, kısa dönem vade ile çalışılan e-ticaret platformlarının cirodaki payının artmasından ve Aralık ayı içerisinde ticari mal alımı yapmak için üreticilere yapılan hammadde satışından kaynaklanmaktadır. 2021 yılında ise peşin tahsilatın yapıldığı mağaza satışlarının cirodaki payı artmış ve hesaplanan alacak tahsil süreleri düşüş göstermiştir.

6. Değerleme Yöntemleri

Suwen'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen iki temel değerlendirme yöntemi kullanılmıştır:

- Gelir Yaklaşımı Kapsamında
 - İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) – %50
- Pazar Yaklaşımı Kapsamında
 - Piyasa Çarpanları Analizi – %50
 - FD/FAVÖK
 - F/K

6.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

Bu yöntem, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.

Tahmini nakit akışlarını bugünkü değere indirmek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtmaları gerekli görülmektedir. Gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasında iskonto oranı olarak "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti" (AOSM) kullanılmaktadır. AOSM, Şirket'in hesaplanan özkaynak ve borç maliyetlerinin ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmaktadır.

İNA yöntemi Şirket'in öngörülleri, geçmiş performansı, makroekonomik tahminler gibi birçok varsayımsal parametreye dayanmaktadır. Söz konusu projeksiyonlar ileriye yönelik bir taahhüt anlamına gelmemekle beraber İNA yönteminin değerlemeye etki eden parametrelerin çokluğunun yanında değerlemeyi yapan uzmanın bakış açısına bağlı olarak ulaşılan değerler önemli değişiklikler gösterebilmektedir.

6.2. Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizi, halka açık şirketlerin piyasa değerlerinin benzer faaliyetlere sahip başka bir şirketin değerini belirlemede iyi bir gösterge olduğu genel kabulüne dayanır ve halka açık şirketlerin piyasa değerlerinin çeşitli değerlendirme çarpanları yolu ile analiz edilerek, değerlemeye konu şirketin değerlemesinde kullanılmasını baz alır.

Piyasa çarpanları analizi kapsamında hem Türkiye hem de yurt dışında benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketler incelenmiştir. Söz konusu analiz kapsamında Firma Değeri / FAVÖK ve Fiyat / Kazanç çarpanları kullanılmıştır.

Piyasa çarpanları analizinin amacı şirketin karlılığını ve buna bağlı olarak nakit yaratma potansiyelini benzer şirketlerle kıyaslayarak değerlemektir. Metodun ana amacı karlılığı değerlemek olduğu için Firma Değeri / Net Satışlar metodu sektördeki oyuncuların karlılıklarının ciddi farklılıklar gösterdiği durumlarda çok sık

kullanılan bir metot değildir. Suwen'in karlılığı ve nakit yaratma potansiyeli de birlikte değerlendirildiğinde çarpan analizi çalışmasında FD/Net Satışlar çarpanı kullanılmamıştır.

Piyasa Çarpanları		
Çarpan Yöntemi	Sembol	Özsermaye Değeri
Firma Değeri / Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar = $\frac{[(\text{Pay Fiyatı} \times \text{Hisse Adedi}) + \text{Net Borç}]}{\text{FAVÖK}}$	FD/FAVÖK	FD/FAVÖK Çarpanı * FAVÖK – Net Borç
Fiyat / Kazanç = $\frac{(\text{Pay Fiyatı} \times \text{Ödenmiş Sermaye})}{\text{Net Kar}}$	F/K	F/K Çarpanı * Net Kar

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

- F/K: Şirket'in hisse senedi fiyatının hisse başı karına bölünmesiyle hesaplanan bir göstergedir
- FD/FAVÖK*: Şirket'in firma değerinin faiz, amortisman, vergi öncesi kara bölünmesiyle elde edilir.
- Net Borç Pozisyonu (NB): Kısa + Uzun Vadeli Finansal Borçlar – Nakit ve Nakit Benzerleri

* Şirket'in FAVÖK'ü "Esas Faaliyet Kâr'ına "Amortisman ve İtfa Giderleri"nin eklenmesi suretiyle hesaplanmaktadır. TFRS 16 standardı çerçevesinde Şirket'in mağazaları için ödediği kira bedellerinin, ki bu ödemeler nakit çıkışı yaratmaktadır, büyük kısmı faaliyet giderleri içinde kira bedeli olarak değil amortisman gideri olarak yer almaktadır. Firma Değeri /FAVÖK hesaplamasında, şirketlerin cari hisse fiyatları ile sermayesindeki toplam hisse adedi çarpılarak piyasa değeri bulunmuş, en güncel tarihli bilançolarında yer alan net borç pozisyonları hesaplanarak firma değerleri bulunmuş ve değerlendirme kapsamında şirketlerin 2021 yılı FAVÖK tutarları dikkate alınmıştır. Bloomberg veri sağlayıcısından elde edilen FAVÖK verileri düzeltilmiş FAVÖK rakamları olup, tüm şirketler için FAVÖK verileri (Faaliyet giderleri + Amortisman + Operasyonel Kira Giderleri) şeklinde çekilmiştir.

2020 senesinde başlayan COVID-19 virüsünün hızla yayılması nedeniyle alışveriş merkezleri ve mağazaların kapanması perakende sektörünü önemli ölçüde etkilemiştir. 2020 ve 2021 senesinde yaşanan bu global kriz özellikle ciroların önemli bir kısmını müşteri (ayak) trafiğinden elde eden gıda dışı perakende sektörü için büyük zorluklar yaratmış ve perakende sektörü pandemi etkisinin en fazla hissedildiği sektörlerin başında gelmiştir. 2021 senesi ikinci yarısı itibarıyla açılmaların yaygınlaşması ile beraber e-ticaret kanalına yönelen tüketicilerin, tekrar fiziksel kanallar ile alışveriş normaline döndüğü görülmüştür. Normalleşme adımlarıyla beraber, Şirket 2021 senesinde bir önceki senenin aynı dönemine göre net satışlarını %141 ve FAVÖK rakamını ise %162 arttırmıştır. Aynı dönemde ise FAVÖK marjı %31,8'e ulaşmıştır.

2022 yılının kısıtlamaların kalktığı, pandemi etkilerinin azaldığı ve tüketici davranışlarının eski normale döndüğü bir yıl olması beklenmektedir. Bu nedenle Şirket'in gerçek performansını söz konusu sene itibarıyla göstermeye başlayacağı öngörüsü ile çarpan analizinde 2022 sene sonu tahmini FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasının değerlemeye en doğru katkıyı sağlayacağı düşünülmüş ve bu doğrultuda piyasa çarpanları analizine dahil edilmiştir.

TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
Meclis Kararı ile 81 Fındıklı 34427 İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 42527 / www.tskb.com.tr
Büyük Mükellefler V.D. 878 109 3309

7. Değerleme

7.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere TSKB'ye sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonunda sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin güvenilirliği ve doğruluğu ayrıca teyit edilmemiştir. Bu çerçevede TSKB, elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu taahhüt edememektedir.

Gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ışığında ve şirketin 5 yıllık iş planı çerçevesinde 2022 - 2026 yılları için hazırlanmıştır.

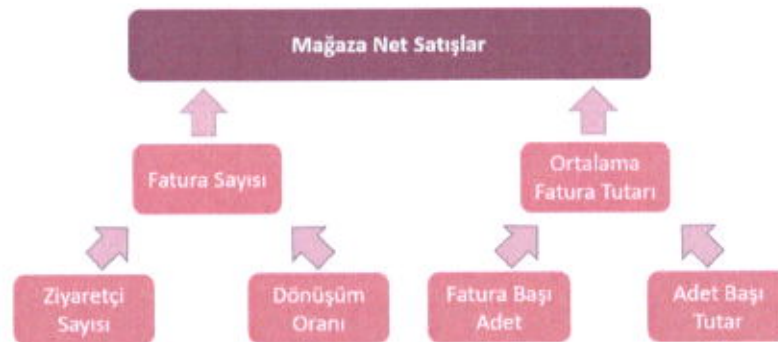
Şirket gelir tablosu projeksiyonunu oluştururken farklı ürün kategorilerindeki satışları ve farklı satış kanallarındaki trendleri analiz etmiştir. İNA değerlemesi kapsamında kullanılan temel varsayımlar aşağıda açıklanmaktadır.

7.1.1. Gelir Tablosu Projeksiyonu

Şirket, gelir tablosu projeksiyonlarına net satış rakamlarının tahminlemesi ile başlamıştır. Şirket, faaliyet gösterdiği iki ana kanalın (Yurt içi perakende mağazacılık ve E-ticaret) net satış tahminlemesinde tüme varım yaklaşımını benimsemiş olup, 2019-2021 döneminde ürün kategorilerindeki satışları ve bu kanallar özelinde performans göstergelerindeki (ziyaretçi sayısı, dönüşüm oranı, satış başı adet ve adet başı tutar) trendleri analiz etmiştir. 2022 - 2026 dönemi için Şirket, yeni açılan ve açılacak olan mağazalarının baz etkisini ve marka bilinirliğinin gelişmesi kaynaklı müşteri sayısı artışı ile mevcut mağazalarının büyüme trendini tahminlemiştir. Şirket, projeksiyon dönemi için, her bir mağaza özelinde ziyaretçi sayısı ve dönüşüm oranı tahminlemesi yaparak **satış fatura sayılarını**, fatura başı adet ve adet başı tutar (temelde enflasyon beklentisi) tahminlemesi ile de **ortalama fatura tutarlarını** tahminlemiş ve bu iki performans indikatörü ile net satış öngürüsünü şekillendirmiştir.

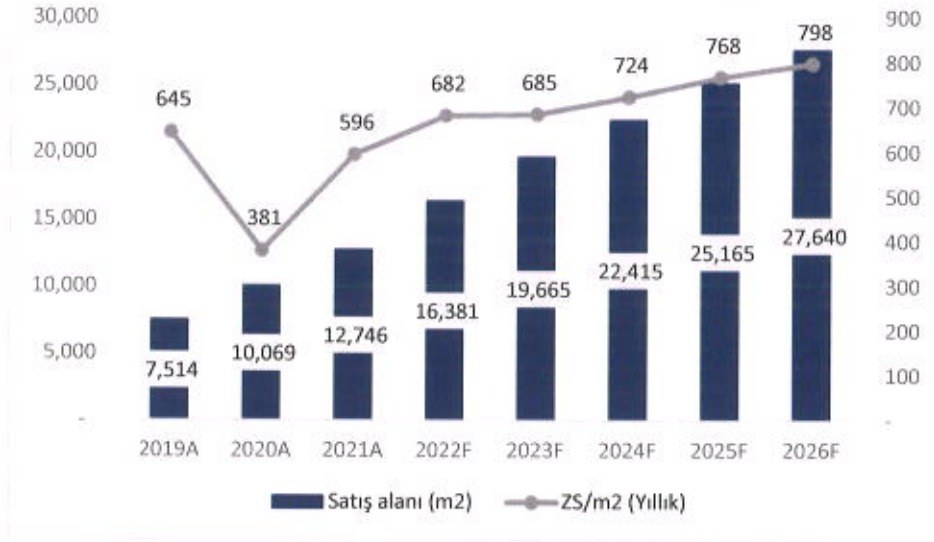
Mağaza Net Satış Tahminlemesi:

Mağaza cirolarının projeksiyonunda, günlük Şirket takibinde kullanılan performans göstergelerinin her 2birinin tahminlenmesi hedeflenmiştir. Bahse konu performans göstergelerinin net satış rakamına ulaşmadaki rolleri alt kısımda sunulmuştur.



Ziyaretçi Sayısı Tahminleri

2022-2026 dönemleri arası net satış tahminlemesine ziyaretçi sayısı tahminlemesi ile başlanmıştır. 2022 yılının ilk yarısına ilişkin ziyaretçi sayısı tahminlemesinde 2021 yılının ilk yarısı baz alınmış, bu dönemde pandemi önlemleri sebebiyle mağazalardaki ziyaretçi sayısı kayıplarının normalize edilmesi amacıyla, bir önceki yıla göre %65,0 ile %100,0 oranında artış öngörülmüştür. 2022 yılının ikinci yarısında ise, bir önceki yılın aynı dönemine göre ziyaretçi sayısı artışı %2,0 ile %6,0 arasında tutulmuştur. 2023-2026 arası dönemde ise mağaza başına ziyaretçi sayıları %5,0 ile %7,5 oranında arttırılmıştır. Şirket'in 2019-2021 gerçekleşen ve 2022-2026 tahminlemesi yapılan ziyaretçi sayılarına göre metrekaşe başına ziyaretçi sayısı ve efektif satış alanı verileri şu şekildedir:



Kaynak: Şirket

Dönüşüm Oranı

Şirket'in 2019-2021 gerçekleşen ve 2022-2026 arasındaki dönem için tahminlemesi yapılan dönüşüm oranları şu şekildedir:



2020 yılında pandemi etkisi ile dönüşüm oranı tüketim eğilimi yüksek müşterilerin ziyareti nedeni ile %17,8 olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında normalleşme süreci ile beraber Şirket'in dönüşüm oranı bir önceki seneye göre 1,0 yüzdesel puan azalmış ve %16,8 olmuştur. Projeksiyon döneminde (2022-2026) söz konusu oran temkinli olmak adına kademeli olarak azaltılmıştır.

Fatura Başı Adet ve Adet Başı Tutar

Şirket'in 2020-2021 gerçekleşen ve 2022-2026 arasındaki dönem için tahminlemesi yapılan fatura başı adet (FBA) ve adet başı tutar (ABT) verileri şu şekildedir:



Kaynak: Şirket

Fatura başı adet seviyesi, 2020 ve 2021 yıllarına benzer şekilde projeksiyon döneminde de 3,1 seviyelerinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. Adet başı tutar için, projeksiyon döneminde sadece enflasyon beklentisi dikkate alınmıştır.

E-Ticaret Net Satış Tahminlemesi:



Kaynak: Şirket

Diğer Kanallar:

Mağazacılık ve e-ticaret kanalları dışında kalan diğer kanallarda (toptan ve bayi) yıl bazında net satış rakamları, TSKB Araştırma Departmanı enflasyon beklentisi oranında büyütülmüştür.

Satış Kanalı Bazında Hasılat Oranları

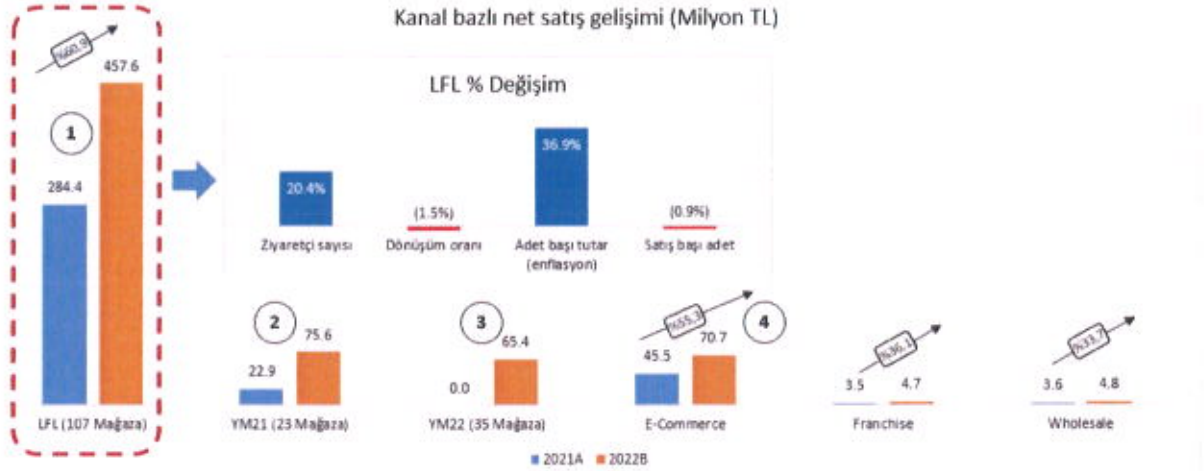
2022-2026 projeksiyon döneminde tahminlenen satışların, yüzdesel kanal kırılımları aşağıda gösterilmiştir.

Satış Kanalları	2022	2023	2024	2025	2026
Net Satışlar	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Perakende	88,2%	88,6%	89,0%	89,4%	90,0%
E-Ticaret	10,4%	10,3%	10,0%	9,7%	9,2%
Bayi	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%
Toptan	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%

Kaynak: Şirket

2022 Yılı Net Satış Tahminlemesi:

Net satışlardaki artış oranının (%88,6) takip eden dönemlere göre daha yüksek öngörülmesinin temel nedenleri aşağıda özetlenmiştir:



1. Birebir mağazalardaki (107 mağaza) %20,4 oranında ziyaretçi sayısı büyümesi ve %36,9 oranında adet başı tutar (temelde enflasyon etkisi) büyümesi ile 2021 yılına göre %60,9 oranında büyüme öngörülmektedir. 2021 yılının ilk yarısında, Şirket'in AVM mağazaları 49 ile 69 gün arası, cadde mağazaları 51 ile 58 gün arası kapalı kalmıştır. 2022 yılında, birebir mağazaların ziyaretçi sayısı büyümesi temelde bu dönemden gelmektedir. 2021 yılında gerçekleşen ve 2022 yılında öngörülen ziyaretçi sayıları seviyeleri (birebir mağazalar için) aylık olarak şu şekildedir:



- 2021 yılında açılan mağazaların 2022 net satış tutarları, 2021 yılında açıldığı aydan itibaren LFL mağazalar ile aynı parametreler ile tahminlenmiş (örneğin Mart 2021'de açılan bir mağazanın Mart-Aralık 2022 dönemi ciro bütçesinde LFL mağaza tahminlemesinde kullanılan parametreler uygulanmıştır) ve diğer aylar LFL mağazalardaki sezonsallık ile benzer olacak varsayımı ile bütçelenmiştir. Şirket'in 2021 yılında açtığı 23 mağazanın 2022 yılında mağaza başı ortalama yıllık 3,3 milyon TL ciro yapması öngörülmektedir (Birebir mağazalarda bu tutarın ortalama 4,3 milyon TL olması beklenmektedir).
- 2022 yılında açılması planlanan mağazaların net satışları, satışlardaki sezonsal etki de dikkate alınarak, LFL mağazaların yaklaşık %20 altında tahminlenmiştir. Şirket'in 2022 yılında açmayı planladığı 35 mağazadan hasılat beklentisi 65,4 milyon TL'dir.
- E-Ticaret kanalında Şirket, enflasyon etkisinin (%36,1) yanı sıra yaklaşık %15 oranında bir fatura sayısı artışı beklemekte, ilgili kanalın hasılatının bir önceki seneye göre %55,3 oranında büyümesini öngörmektedir. Bahse konu tahminleme ile Şirket'in e-ticaret hasılatının toplam hasılatı oranı %10,4 seviyesinde tutulmuştur (2021 yılında bu oran 12,7'dir).

Şirket, bayi ve toptan kanallarında sadece enflasyon büyümesini öngörmüştür.

Deloitte Sektör Raporu'na göre Türkiye KİEP pazarı 2017-2021 arasında %19,7 YBBO ile, bu pazar içerisinde Şirket'in de içinde yer aldığı modern kanal %33 YBBO ile büyürken, Şirket aynı dönemde %70,3 YBBO ile büyümüştür.

2020 senesinde Şirket, Covid-19 pandemisi sebebiyle mağazaların kapalı kaldığı dönemlerde E-ticaret kanalına odaklanmış ve müşteri odaklı indirim ve kampanyalar yapmıştır. 2021 yılında ise Şirket, Pazarlama biriminde kritik işe alımlar yapmış ve indirim / kampanya yönetiminde bir takım değişiklikler gerçekleştirmiştir. Son iki yıldaki bahse konu aksiyonlar çerçevesinde Şirket, brüt karlılığında sınırlı oranda feragat etmiş ve bunun sonucunda hasılat büyümesine katkı sağlamıştır. Şirket, 2021 yılı içerisinde fiyatlandırma ve kampanya politikalarına ilişkin standartlarını belirlemiş olup projeksiyon döneminde de benzer kampanya takvimi ile brüt kar marjını koruyabileceğini öngörmüştür.

2022 Yılı FAVÖK Tahminlemesi:

2020 senesinde başlayan COVID-19 virüsünün hızla yayılması nedeniyle alışveriş merkezleri ve mağazaların kapanması perakende sektörünü önemli ölçüde etkilemiştir. 2020 ve 2021 senesinde yaşanan bu global kriz özellikle ciroların önemli bir kısmını müşteri (ayak) trafiğinden elde eden gıda dışı perakende sektörü için büyük zorluklar yaratmış ve perakende sektörü pandemi etkisinin en fazla hissedildiği sektörlerin

başında gelmiştir. 2021 senesi ikinci yarısı itibarıyla açılmaların yaygınlaşması ile beraber e-ticaret kanalına yönelen tüketicilerin, tekrar fiziksel kanallar ile alışveriş normaline döndüğü görülmüştür. Normalleşme adımlarıyla beraber, Şirket 2021 senesinde bir önceki senenin aynı dönemine göre net satışlarını %141 ve FAVÖK rakamını ise %162 arttırmıştır. Aynı dönemde ise FAVÖK marjı %31,8'e ulaşmıştır.

2020 yılında pandeminin yarattığı olumsuz ortama rağmen Şirket, e-ticaret satışlarına odaklanarak FAVÖK marjını bir önceki senenin biraz üzerinde gerçekleştirmiş, 2021 yılında pandemi önlemlerinin gevşetilmesi ve hasılat büyümesinin etkisi (sürüm) ile %31,8'e ulaşmıştır.

Yukarıda yapılan açıklamalara istinaden 2022 yıl sonu FAVÖK rakamının 215,71 milyon TL olması beklenmektedir. 2020 yılında pandeminin yarattığı olumsuz ortama rağmen Şirket, e-ticaret satışlarına odaklanarak FAVÖK marjını bir önceki senenin biraz üzerinde gerçekleştirmiş, 2021 yılında pandemi önlemlerinin gevşetilmesi ve hasılat büyümesinin etkisi (sürüm) ile %31,8'e ulaşmıştır. Şirket, 2019, 2020 ve 2021 senelerinde söz konusu marjını sürekli arttırmıştır. FAVÖK marjı söz konusu yıllarda sırasıyla %28,1, %29,2 ve %31,8 olarak gerçekleşmiştir.

Fiyat tespit raporunda kullanılan varsayımlar ışığında Şirket, 2021 yılında %31,8 olan Amortisman Hariç Esas Faaliyet Karı (FAVÖK) marjının projeksiyon dönemi boyunca da benzer şekilde %31,8 olarak gerçekleşmesini beklemektedir."

Bu varsayımlara göre oluşan projeksiyonlar aşağıdaki gibidir:

Bin TL	Satışlar & Operasyonel Karlılık Projeksiyonu				
	2022	2023	2024	2025	2026
Net Satışlar	678.852	986.219	1.388.113	1.830.066	2.319.808
Yıllık büyüme (%)	88,6%	45,3%	40,8%	31,8%	26,8%
Satışların Maliyeti	(273.224)	(396.932)	(558.686)	(736.563)	(933.674)
Brüt Kâr	405.628	589.287	829.426	1.093.503	1.386.134
Brüt Kâr Marjı	59,8%	59,8%	59,8%	59,8%	59,8%
Faaliyet Giderleri	(189.920)	(275.910)	(388.346)	(511.990)	(649.003)
Faaliyet Giderleri/Satışlar	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
FAVÖK	215.709	313.376	441.080	581.513	737.131
FAVÖK Marjı	31,8%	31,8%	31,8%	31,8%	31,8%
Amortisman & İtfa Giderleri	(95.253)	(157.238)	(215.721)	(266.549)	(321.826)
FVÖK	120.456	156.138	225.359	314.964	415.306
FVÖK Marjı	17,7%	15,8%	16,2%	17,2%	17,9%

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

7.1.2. Ticari İşletme Sermayesi İhtiyacı

31.12.2021 itibarıyla Şirket'in kendi işlettiği mağaza ve e-ticaret sitesinden elde ettiği hasılatın toplam hasılatı oranı %90,9 olarak gerçekleşmiştir. 2022 - 2026 dönemi için oluşturulan projeksiyonda, bahse konu oranın kademeli olarak artması ve %94,0'e ulaşması hedeflenmektedir. Buna paralel olarak vadeli çalışılan diğer kanalların (e-ticaret Pazar yerleri, toptan ve bayi) toplam hasılatındaki payının düşmesi beklenmektedir. Şirket, bu pay değişimi sebebiyle ticari alacak tahsilat günlerinde bir verimlilik yakalamayı hedeflemektedir. İşletme sermayesi projeksiyonunda, yaratılması planlanan bu verimlilik yansıtılmamış, ticari alacaklar öngörüsü 31.12.2021 tarihi itibarıyla hesaplanan ticari alacak gün sayısı üzerinden yapılmıştır. Stok tutma süresinde, Şirket'in büyüme hedefleri göz önünde bulundurularak (sürüm yaratmak) bir miktar iyileşme öngörülmektedir. 31.12.2021 itibarıyla 262 gün olan stok tutma süresinin

kademeli olarak 250 güne düşmesi hedeflenmektedir. 2021 yılında, önceki mali dönemlere göre düşüş göstererek 56 gün olarak gerçekleşen ticari borç ödeme süresinin 2022 - 2026 döneminde 60 gün seviyesinde olacağı öngörülmüştür.

Etkin işletme sermayesi yönetimi ile Şirket, 2022-2026 dönemlerinde net ticari işletme sermayesinin satışlara oranında sınırlı bir iyileşme planlamaktadır.

Bin TL	Ticari İşletme Sermayesi İhtiyacı				
	2022	2023	2024	2025	2026
Ticari Alacaklar	27.099	39.368	55.411	73.054	92.603
Stoklar	192.082	273.615	382.054	503.695	638.488
Diğer Dönen Varlıklar	37.337	53.256	73.570	95.163	120.630
Ticari Borçlar	(89.430)	(137.490)	(192.592)	(250.953)	(315.451)
Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	(33.943)	(48.325)	(66.629)	(86.013)	(109.031)
Net İşletme Sermayesi	133.146	180.425	251.815	334.946	427.240
<i>NİS/Satışlar</i>	19,6%	18,3%	18,1%	18,3%	18,4%

<i>Alacak Tahsil Süresi</i>	15	15	15	15	15
<i>Stok Tutma Süresi</i>	257	252	250	250	250
<i>Borç Ödeme Süresi</i>	58	60	60	60	60

Kaynak: Şirket, TSKB Kurumsal Finansman

7.1.3. Yatırım Harcamaları

Yatırım harcamaları temelde, yeni açılan mağazaların dekorasyon maliyetleri ve mevcut mağazaların yenilenmesi ve bakım onarımlarından oluşmaktadır. Şirket, 2022-2026 döneminde yeni mağaza açılışlarına devam etmeyi planlamakta olup yurt içinde kendi işlettiği mağaza sayısını 2026 yılında 260'a çıkartmayı hedeflemektedir. Şirket'in ortalama metrekareleri yıllar itibarıyla artmış ve 2021 senes sonunda mağaza başı 110 metrekareye ulaşmıştır. Projeksiyon dönemi için Şirket, yeni açılacak mağaza metrekarelerinin bu seviyelerde (110 metrekare) olacağını öngörmüştür. Bununla bağlantılı olarak yatırım maliyetlerinin sadece enflasyon oranı ile artması ve net satışlardaki enflasyon üzerinde büyüme beklentisi ile yatırım harcamalarının satışlara oranının projeksiyon dönemi içerisinde kademeli olarak düşmesi öngörülmüştür.

Bin TL	2022	2023	2024	2025	2026
Açılması Planlanan Mağaza Sayısı	35	25	25	25	20
Yatırım Harcamaları	30.795	30.842	37.820	43.342	40.919
<i>Yatırım Harcamaları / Satışlar</i>	4,5%	3,1%	2,7%	2,4%	1,8%

Kaynak: Şirket

7.1.4. Amortisman ve İtfa Giderleri

Bin TL	2022	2023	2024	2025	2026
Amortisman & İtfa Giderleri	95.253	157.238	215.721	266.549	321.826
Mevcut Varlıkların Amortismanı	9.413	9.413	9.413	4.707	-

Yeni Yatırımlardan Kaynaklanan Amortisman	6.259	12.065	18.911	26.680	33.888
Kira Sözleşmeleri Yükümlülüklerinden Kaynaklanan Amortisman	79.580	135.759	187.397	235.162	287.938
Amortisman ve İtfa Giderleri / Satışlar	14,0%	15,9%	15,5%	14,6%	13,9%

Kaynak: Şirket

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında:

Risksiz Getiri Oranı:

- Risksiz getiri oranı hesaplanırken TRT131130T14 ISIN'lı 10 yıllık devlet tahvili oranı baz alınmıştır,
- 2022 yılı için 29 Mart 2022 tarihinde geçerli olan 10 yıllık devlet tahvil getiri oranı olan %25,07 kullanılmıştır,
- Son dönemde faiz oranlarında yaşanan volatiliteden dolayı beklentilerin üzerinde seyreden Risksiz Getiri Oranı'nın 2023 senesinde yapılacak olası bir faiz arttırımı sonrası yükseleceği, 2024 – 2026 yıllarıyla beraber düşüşe geçeceği öngörülmüş ve söz konusu oranın 2023 - 2026 yılları arasında sırasıyla %26,27, %16,51, %16,07, %14,66 olarak gerçekleşeceği projekte edilmiştir,
- 2023 – 2026 yılları arasında projekte edilen risksiz getiri oranları hesaplanırken, ihtiyatlı davranmak adına, TSKB Araştırma Departmanı enflasyon beklentilerinin* üzerine yıllık bazda “+4” puan eklenmiştir,
- Buna göre 2026 senesinde %14,66 olarak kabul edilen Risksiz Getiri Oranı'nın sonsuz büyüme değeri hesabında da sabit kalacağı varsayılmıştır.

*TSKB enflasyon beklentisi 47. sayfada gösterilmiştir.

Risk primi:

- Türkiye'nin risk primi 2022 - 2026 yılları arasında %5,50 olarak kabul edilmiştir. Genel olarak Türkiye piyasasına yönelik oluşturulan raporlar ve Borsa İstanbul'da son gerçekleşen halka arzlar incelendiğinde, risk primi genel olarak benzer seviyelerde kabul görmektedir.

Beta:

- Standart modelde kullanılan ve sistematik riski ölçtüğü varsayılan Beta, geçmiş belirli bir dönem için pay getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansının, borsa getirisinin varyansına bölünmesiyle istatistiki olarak hesaplanmaktadır. Borsa endeksinin oluşturulan tüm payların getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansı, borsa endeksinin varyansına eşit olduğundan, borsa endeksinin betası da “1,00” olarak hesaplanmaktadır. Pratikte alternatif yaklaşımlar kurgulanabilmekle birlikte, Şirket'in payları henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan ve bu sebeple istatistiki olarak paya özgü standart Beta hesabı yapılamayacağından, değerlendirme çalışmasında “Beta = 1,00” olarak kabul edilmiştir.

Özkaynak (Sermaye) maliyeti:

- Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (CAPM - Beklenen Getiri = Risksiz Faiz Oranı + Beta x Risk Primi) kullanılmıştır. Buna göre, özkaynak maliyeti 2022 – 2026 projeksiyon dönemi için sırasıyla %30,57, %31,77, %22,01, %21,57, %20,16 olarak hesaplanmıştır. Söz konusu bu oran, sonsuz değer hesabında da %20,16 olarak kabul edilmiştir.

Borçlanma maliyeti:

- Şirket'in 2022 senesi borçlanma maliyeti hesaplanırken, 01 Ocak - 18 Mart 2022 tarihleri arasında açıklanan ticari krediler faiz ortalamasının (%22,23) üzerine +4 puan risk primi eklenmiş ve %26,23 olarak hesaplanmıştır. 2023 – 2026 yılları için ise sözkonusu oran vergi öncesi %27,44, %17,59, %17,15, %15,72 olarak kabul edilmiştir.

Kurumlar vergisi:

- 17 Kasım 2020 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan "Payları Borsa İstanbul Pay Piyasasında ilk defa işlem görmek üzere en az %20 oranında halka arz edilen kurumların (bankalar, finansal kiralama şirketleri, faktoring şirketleri, finansman şirketleri, ödeme ve elektronik para kuruluşları, yetkili döviz müesseseleri, varlık yönetim şirketleri, sermaye piyasası kurumları ile sigorta ve reasürans şirketleri ve emeklilik şirketleri hariç) paylarının ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranı 2 puan indirimli olarak uygulanır. İndirimden yararlanılan hesap döneminden itibaren beş hesap dönemi içinde pay oranına ilişkin bu fıkra da belirlenen şartın kaybedilmesi hâlinde, indirimli vergi oranı uygulaması nedeniyle zamanında tahakkuk ettirilmeyen vergiler vergi ziyai cezası uygulanmaksızın gecikme faizi ile birlikte tahsil edilir" denilmektedir. Bu kanuna istinaden kurumlar vergisi, projeksiyon döneminde (2022 – 2026) sırasıyla %21, %18, %18, %18, 2026 senesi ve sonsuz değer hesabında ihtiyatlı davranmak adına %20 olarak alınmıştır.

Terminal (sonsuz) Büyüme Oranı:

- İNA yönteminde terminal büyüme oranı %5,0 olarak alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM):

- Yukarıda anlatılan varsayımlar üzerinden değerlendirilmiş ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nin 2022 - 2026 dönemi için sırasıyla %25,17, %28,99, %20,49, %20,07, %18,65. (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti sonsuz değer hesabında da %18,65 olarak kabul edilmiştir.

Tüm bu varsayımlar neticesinde AOSM hesabı aşağıdaki gibidir:

AOSM	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Risksiz Getiri Oranı (%)	25,07%	26,27%	16,51%	16,07%	14,66%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi (%)	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Borçlanma Maliyeti (%)	26,23%	27,44%	17,59%	17,15%	15,72%
Vergi Oranı (%)	21,00%	18,00%	18,00%	18,00%	20,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti (%)	20,72%	22,50%	14,42%	14,06%	12,58%
Sermaye Maliyeti (%)	30,57%	31,77%	22,01%	21,57%	20,16%
Borç Oranı (%)	54,83%	30,00%	20,00%	20,00%	20,00%
AOSM (%)	25,17%	28,99%	20,49%	20,07%	18,65%

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

TSKB Enflasyon Beklentisi	2022	2023	2024	2025	2026
Enflasyon (%)	38,2%	22,3%	12,5%	12,1%	10,7%

Kaynak: TSKB Araştırma

İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA yöntemi, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve yukarıda anlatılan birden fazla parametreye bağlı olması nedeniyle, herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Parametrelerin ve buna bağlı olarak projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay değerine ulaşılabilir.

Tüm bu varsayımlar altında aşağıda yer alan serbest nakit akışı projeksiyonları, %5,0 sonsuz büyüme oranı ve değişken AOSM ile indirgenen verilerle çıkan sonuçtan 31 Aralık 2021 bilanço tarihindeki 51,50 mn TL net borç düşüldüğünde 1.272,4 milyon TL özsermaye değerine ulaşılmaktadır.

İNA analizi sonucunda, SUWEN'in 50 milyon TL ödenmiş sermayesine göre hesaplanan iskonto öncesi pay değeri 25,45 TL'dir.

Serbest Nakit Akımları - İNA					
Bin TL	2022	2023	2024	2025	2026
Net Satışlar	678.852	986.219	1.388.113	1.830.066	2.319.808
Yıllık büyüme (%)	88,6%	45,3%	40,8%	31,8%	26,8%
FVÖK	120.456	156.138	225.359	314.964	415.306
FVÖK Marjı	17,7%	15,8%	16,2%	17,2%	17,9%
Amortisman ve İtfa Giderleri	95.253	157.238	215.721	266.549	321.826
FAVÖK	215.709	313.376	441.080	581.513	737.131
FAVÖK Marjı	31,8%	31,8%	31,8%	31,8%	31,8%
Net İşletme Sermayesi Değişimi	(56.333)	(47.279)	(71.390)	(83.131)	(92.294)
Vergi	(25.296)	(28.105)	(40.565)	(56.694)	(83.061)
Kullanım Hakkı Varlıkları	(79.580)	(135.759)	(187.397)	(235.162)	(287.938)
Yatırım Harcamaları	(30.795)	(30.842)	(37.820)	(43.342)	(40.919)
Serbest Nakit Akımları (SNA)	23.705	71.391	103.908	163.184	232.920
AOSM	25,17%	28,99%	20,49%	20,07%	18,65%
İndirgeme Oranı	79,9%	60,1%	57,2%	48,1%	42,5%
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	18.938	42.906	59.399	78.515	99.072
İNA Toplamı	298.830				
Terminal Büyüme Oranı	5,0%				
Terminal Değer (TD)	2.409.973				
TD'nin Bugünkü Değeri	1.025.080				
Firma Değeri	1.323.910				
Net Finansal Borç (31.12.2021)	51.498				
Özsermaye Değeri	1.272.412				

7.1.5. Net Finansal Borç

Şirket'in net finansal borcunun hesaplanmasında 31.12.2021 tarihli denetimden geçmiş finansal tablolar kullanılmıştır. Net finansal borç, Şirket'in kısa ve uzun vadeli finansal borçlarından, nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır. Özsermaye Değeri hesaplanırken Düzeltilmiş Net Finansal Borç, Firma Değeri'nden düşülmektedir. İNA hesaplamasında Serbest Nakit Akımları hesaplanırken kiralama sözleşmelerinden kaynaklı yükümlülükler kalemi hali hazırda nakit akımlarından düşüldüğü için Düzeltilmiş Net Finansal Borç hesabında kısa ve uzun vadeli kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler dahil edilmemiştir.

Düzeltilmiş Net Finansal Borç Özeti	(Bin TL)
(+) Toplam Finansal Borç	61.680
Kısa Vadeli Borçlanmalar	14.944
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	34.730
Diğer Finansal Yükümlülükler	-
Uzun Vadeli Borçlanmalar	12.006
(-) Toplam Nakit ve Nakit Benzerleri	10.182
Net Finansal Borç	51.498

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporu

Net Finansal Borç Özeti	(Bin TL)
(+) Toplam Finansal Borç	142.056
Kısa Vadeli Borçlanmalar	14.944
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	34.730
Diğer Finansal Yükümlülükler	-
Kısa Vadeli Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	35.523
Uzun Vadeli Borçlanmalar	12.006
Uzun Vadeli Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	46.854
(-) Toplam Nakit ve Nakit Benzerleri	10.182
Net Finansal Borç	131.874

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporu

İNA Değerleme Sonucu

Şirketin 2022-2026 yılı için yapılmış projeksiyonundan her sene için Serbest Nakit Akımları (SNA) elde edilmiştir. Serbest Nakit Akımları'nın her birinin ilgili yıla ait indirgeme oranı ile indirilmesi suretiyle İNA hesaplanmıştır.

İNA Değerleme Özeti	(Bin TL)
İNA Firma Değeri	1.323.910
Toplam Düzeltilmiş Net Finansal Borç	51.498
Öz Sermaye Değeri	1.272.412
İskontosuz Birim Pay Değeri (TL)	25,45

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

7.2. Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizi kapsamında hem Türkiye hem de yurt dışında benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketler incelenmiştir. Değerlemeye baz oluşturacak çarpanların bulunmasında kullanılacak şirketlerin belirlenmesinde ilgili şirketlerin iç giyim, ev giyim, plaj giyim ve çorap pazarında aktif bir ürün gamı olmasına dikkat edilmiştir.

Karşılaştırılabilir Şirketler Analizi ve Gruplandırma Kriterleri

Şirket faaliyet gösterdiği sektör göz önünde bulundurulduğunda bu alanda faaliyet gösteren birçok şirket bulunmaktadır. Bu benzer şirketler 3 gruba ayrılarak her biri kendi içinde değerlendirilmiştir. Türkiye ve gelişmekte olan ülkeler giyim perakendecileri, iç çamaşırı, pijama ürünleri üzerine faaliyet gösteren giyim firmaları ve gelişmiş ülkeler giyim perakendecileri sırasıyla; Grup1, Grup2 ve Grup3 olarak değerlendirilmiştir.

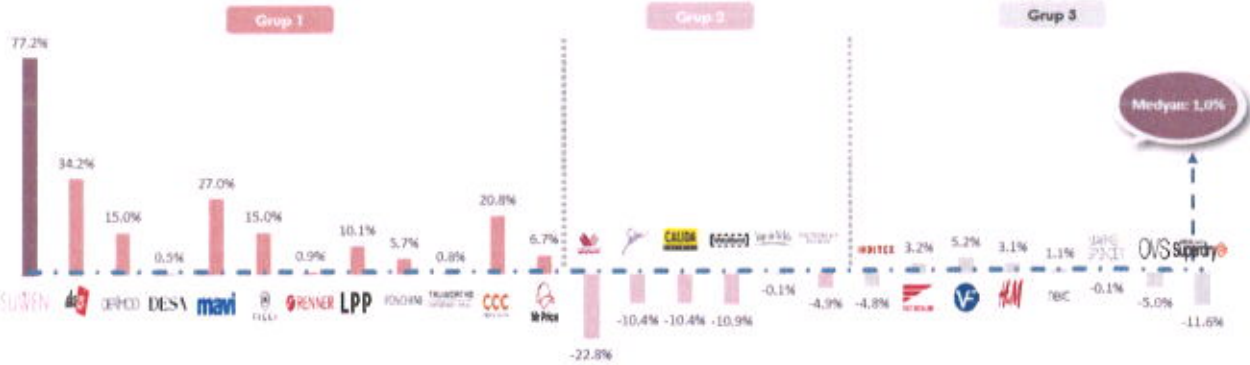
Grup1 değerlendirmesinde baz alınan temel kriter, benzer ülke risk primine ve yüksek büyüme potansiyeline sahip olmalarıdır. Grup2 için baz alınan kriter, Şirket'in ana faaliyet konusunda satış yaptığı ürünlerin yüksek benzerlik gösteriyor oluşudur. Grup3 için temel değerlendirme kriteri ise faaliyet gösterilen giyim perakende sektöründe lider oyuncuların bulunması ve büyüme oranlarının gelişmekte olan ülkelere nispeten daha düşük olmasıdır.

Aşağıdaki tabloda grupların açıklamaları ve gruplandırmalara dahil edilen şirketlerin logoları bulunmaktadır:

Gruplar	Grup Tanımları	Grup Özellikleri	Şirketler
1 GRUP 1: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülkeler Giyim Perakendecileri	Giyim – Perakende sektöründe ve gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren lider firmalar	Benzer ülke risk primine sahip olmaları ve yüksek büyüme potansiyeline sahip olmaları	
2 GRUP 2: İç Çamaşırı, Gecelik, Pijama Ürünleri Üzerine Faaliyet Gösteren Giyim Firmaları	İç çamaşırı, gecelik, pijama ürünlerini üreten/satan lider firmalar	Ürün bazında yüksek benzerlik	
3 GRUP 3: Gelişmiş Ülkeler Giyim Perakendecileri	Giyim – Perakende sektöründe ve gelişmiş olan ülkelerde faaliyet gösteren lider firmalar	Faaliyet gösterdikleri alanda lider oyuncular ve büyüme oranları gelişmekte olan ülkelerdeki firmalara göre daha düşük	

Son Üç Mali Dönem Net Satışlar* YBBO

Şirket belirlemiş olduğu bu gruplandırmalarla birlikte bazı finansallar üzerinden kıyaslamalar yapmıştır. Yapılan ilk kıyaslama şirketlerin son üç mali yıl içerisindeki yıllık birleşik büyüme oranları üzerinde olmuştur. Suwen 2019 - 2021 yılları arasında yıllık ortalama %77,2 net satış büyümesi gerçekleştirmiştir. 3 grup içinde en yüksek YBBO'ya sahip olan Şirket, bu noktada rakiplerinin oldukça üzerinde performans sergilemiştir.



Kaynak: Reuters

*Net satış değerleri şirketlerin borsada kote oldukları ülkelerin para birimi baz alınarak hesaplanmıştır.

Son Mali Dönem FAVÖK Marjı

Şirket 2021 yılında FAVÖK marjını %31,8 olarak gerçekleştirmiştir. Belirlenmiş olan 3 grup içinde en yüksek FAVÖK marjına sahip olan Şirket, benzer iş kollarında faaliyet gösteren rakiplerine göre daha iyi performans sergilemiştir.



Kaynak: Reuters

Piyasa çarpanları kapsamında incelenen şirketler benzerlik ve firma değeri büyüklükleri bakımından 3 gruba ayrılmış olup, her bir grup için belirli oranlarda ağırlıklandırılarak ortalama bir çarpan sonucu belirtilmiştir. Grup1 firmaları Türkiye ve gelişmekte olan ülkelerde giyim perakendecileri olup, yüksek büyüme potansiyeline sahip olmaları ve benzer ülke risk primine sahip olmaları sebebiyle Suwen'e benzerlik gösterdiği düşünülmektedir. Aynı şekilde Grup2 firmaları da iç çamaşırı, gecelik, pijama ürünlerini üreten/satan ve ürün bazında Suwen'e benzerlik göstermektedir. Grup3 firmaları ise gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren, ürün bazında Suwen'e benzeyen, olgunlaşmış dolayısıyla da Suwen'e kıyasla daha yavaş büyüyen firmalardır. Bu sebeple Firma değeri incelenirken yapılmış olan ağırlıklandırma; Grup1, Grup 2 ve Grup 3 için sırasıyla %40, %40 ve %20 olarak belirlenmiştir.

TÜRKİYE İŞİTİME BANKASI A.Ş.
Merkezi: Nispetiye Cad. 81 Fındıklı 3427 İSTANBUL
Tic. Sicil No: 42527 / www.tiskb.com.tr
Büyük Mükellefler V.D. 879 003 3309

Piyasa Çarpanları analizi kapsamında kullanılan şirketlerin temel piyasa bilgileri ve değerlendirme rasyoları aşağıdaki tablolarda verilmektedir. Değerleme kapsamında, 2021 yılı FD/FAVÖK, F/K çarpanları ve 2022 yılı için tahmini FD/FAVÖK, F/K çarpanları kullanılmıştır.

Piyasa Çarpanları analizi kapsamında, FD/FAVÖK çarpanı hesabında 20,0x ve üstü, F/K çarpanı hesabında ise 30,0x ve üstü “uç değer” olarak kabul edilmiş ve değerlemeye katılmamıştır.

7.2.1. Grup 1 Benzer Şirket Çarpanları

Grup 1 için belirlenmiş şirketlerin, ülke isimleri, 2021 yılı ve 2022 yılı tahmini Firma Değeri/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç çarpan değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Şirket	Ülke	Kısa Bilgi
Dagi	Türkiye	Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Dagi) Türkiye merkezli bir tekstil şirkettir. Ürünleri arasında kadın ve erkek iç giyim, eşofman, çorap, mayo ve pijamalar bulunmaktadır. Dagi, 1989 yılında İstanbul Şişli’de ilk mağazasını açtı. Şirketin Türkiye’nin birçok bölgesinde mağazaları bulunmaktadır. Türkiye’deki mağazaların yanı sıra Azerbaycan, Fas, Irak, Kıbrıs, Lübnan, Rusya ve Suriye’de de mağazaları bulunmaktadır.
Vakko	Türkiye	Vakko Tekstil ve Hazır Giyim Sanayi İşletmeleri A.Ş. erkekler ve kadınlar için hazır giyim tasarlayan, üreten, satışı yapan Türkiye merkezli bir şirkettir. Vakko Eşarp, Vakko Erkek ve Vakko Kadın Mağazaları, Vakko Couture, V2K Designers ve Vakko Wedding, Vakkorama, W Collection ile moda ürünleri; Vakko Çikolata, Vakko Çay Atölyesi, Vakko Kahve Atölyesi ve Vakko Patisserie Petit Four ile yiyecek ve içecek ürünleri sunmaktadır.
Desa	Türkiye	Desa Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş., deri giyim ve aksesuar tasarımı, üretimi, pazarlaması ve satışı yapan Türkiye merkezli bir şirkettir. Şirket, bay ve bayan deri giyim, ayakkabı, seyahat eşyası, çanta, kemer, ev ve ofis aksesuarları, mobilya ve uçak döşemeleri üretmektedir. DESA; Çorlu, Düzce ve Halkalı’da üç üretim tesisinin yanı sıra Tuzla Serbest Ticaret Bölgesi’nde bir kurumsal şubeyi işletmektedir. DESA, kendi mağazalarının yanı sıra Samsonite ve Aerosoles Shoes markalarının franchise mağazalarını da işletmektedir.
Mavi	Türkiye	Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş., Mavi markası altında hem kadın hem de erkek giyim ve aksesuar tasarımı ve üretimi yapan Türkiye merkezli bir firmadır. Şirket; pantolon, ceket, gömlek, şort, elbise, etek ve jogger pantolon sunmaktadır. Şirket, özellikle Türkiye, Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Avrupa’da ve Rusya’da 390’dan fazla tek markalı Mavi mağazası işletmektedir. 5.000’i aşkın küresel satış noktası ve bir çevrimiçi mağazaya sahiptir. Türkiye’de 200’den fazla tek markalı perakende mağazası, 60’tan fazla franchise ile işletilen tek markalı perakende mağazasına sahiptir. Toptan satış ortakları arasında Nordstrom, Bloomingdale’s ve Peek & Cloppenburg bulunmaktadır.
Derimod	Türkiye	Derimod Konfeksiyon Ayakkabı Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş., yurt içi ve yurt dışında deri giyim, çanta, cüzdan ve evrak çantası gibi aksesuarların yanı sıra kumaş üretimi ve pazarlaması yapan Türkiye merkezli bir şirkettir. Şirket ayrıca ülkeiçinde birçok perakende mağazası bulunmaktadır. Ayrıca Derimod’un New York, Moskova ve Milano’da temsilcilikleri bulunmaktadır.
Lojas Renner SA	Brezilya	Lojas Renner SA, ağırlıklı olarak giyim ve moda aksesuarlarının perakende satışıyla ilgilenen Brezilya merkezli bir şirkettir. Şirketin faaliyetleri kadın, erkek ve çocuk giyim eşyası, iç giyim ve ayakkabı, spor giyim, parfümeri, kozmetik, tuvalet ürünleri, ilgili ürünler, saatler ve ev ve dekorasyon aksesuarlarının satışına odaklanmaktadır. Aynı zamanda Şirket, Dromegon Participacoes Ltda, Renner Administradora de Cartões de Crédito Ltda ve Maxmix Comercial Ltda dahil olmak üzere bir dizi iştirakleri aracılığıyla faaliyetlerine devam etmektedir.
LPP SA	Polonya	LPP, giyim ve aksesuar endüstrisinde faaliyet gösteren Polonya merkezli bir şirkettir. Şirket, tişört, gömlek, süveter, mont, pantolon ve elbise gibi iç giyim ve ayakkabı, eldiven, atkı ve şapka gibi aksesuarların tasarımı ve dağıtım konusunda faaliyet göstermektedir. LPP, Orta ve Doğu Avrupa’nın yanı sıra Mısır ve Katar’daki çok sayıda mağazadan oluşan bir ağ aracılığıyla faaliyet göstermektedir. Ayrıca, özellikle Polonya’da markalarına online alışveriş imkanı sunmaktadır. Şirket, RESERVED, Cropp, House, MOHITO ve SINSAY gibi çeşitli markalara sahiptir.

7.2.2. Grup 2 Benzer Şirket Çarpanları

Grup 2 için belirlenmiş şirketlerin , ülke isimleri, 2021 yılı ve 2022 yılı tahmini Firma Değeri/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç çarpan değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Şirket	Ülke	Kısa Bilgi
Hanesbrands INC	Amerika Birleşik Devletleri	Hanesbrands, Hanes, Champion, Maidenform, DIM, Bali, Playtex, Bonds, JMS / Just My Size gibi giyim markaları altında Amerika, Avrupa, Avustralya ve Asya / Pasifik'te temel iç giyim ve spor giyim şirketidir. İç giyim segmenti, erkek iç giyim, kadın külotu, çocuk iç giyim ve çorap gibi temel giyim ürünlerine odaklanmaktadır. Şirket, Champion, Hanes ve JMS / Just My Size markalarıyla spor giyim pazarında faaliyet göstermektedir.
Thai Wacoal PCL	Tayvan	Wacoal Holdings Corp., ağırlıklı olarak kadın iç giyim, gecelik ve çocuk iç giyim olmak üzere iç giyim üretimi ve toptan satışı yapan bir holding şirketidir. Ayrıca şirket; dış giyim, spor giyim ve diğer tekstil ürünleri satışını da yapmaktadır.
Sabina PCL	Tayland	Sabina PCL, bayan iç giyim üretimi ve satışı yapan Tayland merkezli bir şirkettir. Şirketin fabrikaları Tayland'ın Chainat, Yasothon ve Burirum bölgelerinde bulunmaktadır. Şirket, ürünlerini Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa ve İskandinavya gibi denizaşırı ülkelere ihraç etmektedir. Sütyen, iç çamaşırı, külot ilgili ürünler; farklı yaşlardaki kadınlara hizmet etmek üzere tasarlanmıştır
Calida Holding	İsviçre	Calida Holding, giyim sektöründe faaliyet gösteren İsviçre merkezli bir holding şirketidir. Şirket, markalı giyim ürünlerinin yanı sıra mobilya da üretir. Şirket faaliyetlerini beş iş kolunda yürütmektedir. Bunlardan birisi AUBADE markalı iç çamaşırları içerir.
Wolford	Avusturya	Wolford, hazır giyim ve iç giyim, aksesuar üretimi ve pazarlamasıyla uğraşmaktadır. Ayrıca şirket tayt, çorap, uzun çoraplar ve diz altlarından tayt ve çoraplara kadar çeşitli çorap çeşitlerini müşterilerine sunmaktadır.
Van de Velde N.V.	Belçika	Van de Velde N.V., bağlı ortaklıkları ile birlikte kadın iç çamaşırlarını kendi markaları altında tasarlayan, geliştiren, üreten ve pazarlayan Belçika merkezli bir şirkettir. Şirket, ürünlerini Marie Jo, Marie Jo L'Aventure, PrimaDonna, PrimaDonna Twist, PrimaDonna Swim ve Andres Sarda markaları altında pazarlamaktadır.
Victoria's Secret & Co	Amerika	Victoria's Secret Amerikalı bir moda şirketi, perakendeci Limited Brands'ın bir parçasıdır. Ağırlıklı olarak kadın iç çamaşırı, pijama, dış giyim, mayo, ayakkabı, parfüm, şampuan ve vücut losyonları gibi ve aynı zamanda güzellik ürünleri satışı vardır.

Kaynak: Bloomberg, Thomson Reuters, İlgili Şirket Siteleri

Şirket	Ülke	FD/FAVÖK*		F/K**	
		2021	2022 T	2021	2022T
Hanesbrands INC	ABD	7,7x	8,0x	8,2x	8,6x
Thai Wacoal PCL	Tayland	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Sabina PCL	Tayland	18,2x	14,1x	25,9x	18,5x
Calida Holding	İsviçre	10,2x	9,6x	28,8x	23,2x
Wolford AG	Avusturya	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Van de Velde N.V.	Belçika	9,2x	8,1x	17,0x	15,1x
Victoria's Secret & Co	Amerika	4,4x	4,2x	7,2x	7,5x
MEDYAN		9,2x	8,1x	17,0x	15,1x

Kaynak: Bloomberg, Thomson Reuters, Rasyonet

*Grup 2 içerisinde bulunan Thai Wacoal ve Wolford şirketleri Firma Değeri/FAVÖK ve F/K çarpanları mevcut olmadığından değerlendirilme kapsamında dikkate alınmamıştır.

7.2.3. Grup 3 Benzer Şirket Çarpanları

Grup 3 şirketlerinin Suwen'e göre önemli ölçüde daha büyük şirketler olması ve gelişmiş ülkede faaliyet gösteren firmalar olması sebebiyle çarpanlarına %15 iskonto uygulanmıştır.

Grup 3 için belirlenmiş şirketlerin , ülke isimleri, 2021 yılı ve 2022 yılı tahmini Firma Değeri/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç çarpan değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Şirket	Ülke	Kısa Bilgi
Industria de Diseno Textil	İspanya	Inditex olarak bilinen Industria de Diseno Textil SA, ağırlıklı olarak tekstil endüstrisinde faaliyet gösteren İspanya merkezli bir şirkettir. Şirketin faaliyetleri arasında erkek, kadın ve çocuk giyim, ayakkabı ve moda aksesuarlarının yanı sıra ev mobilyaları ve ev tekstil ürünlerinin tasarımı, konfeksiyonu, üretimi, dağıtımı ve perakende satışı yer almaktadır. Zara, Bershka, Stradivarius, Oysho, Pull & Bear ve Massimo Dutti markaları altında giyim satışı yapmaktadır. Şirket, çok sayıda yan kuruluş aracılığıyla dünya çapında faaliyet göstermektedir.
Fast Retailing Co	Japonya	Fast Perakendecilik Co Ltd, Japonya merkezli bir holding şirkettir. Şirket, dört faaliyet alanıyla faaliyet göstermektedir. UNIQLO markası altında Japonya pazarında erkek, kadın, çocuk ve bebek kıyafetleri gibi gündelik kıyafetlerin yanı sıra diğer ürünlerin satışı ile ilgilenmektedir. Şirket ayrıca gayrimenkul kiralama ve diğer işlerle de uğraşmaktadır.
Hennes & Mauritz AB (H&M)	İsveç	Hennes & Mauritz AB, giyim endüstrisinde faaliyet gösteren İsveç merkezli bir şirkettir. H&M, H&M Home, COS, Monki, Weekday, Cheap Monday ve & Other Stories gibi markalar altında faaliyet göstermektedir. Giyim eşyalarının ve ilgili aksesuarların tasarımı, üretimi ve pazarlaması ile uğraşmaktadır. Şirketin ürün yelpazesi, erkek, kadın, çocuk ve gençlere yönelik iç giyim ve spor kıyafetleri, ayrıca kozmetik ürünler, aksesuarlar, ayakkabılar ve ev tekstil ürünlerinden oluşmaktadır. Şirket, ürünlerini 40'tan fazla pazara yayılmış bir dizi markalı mağazada sunmaktadır.
V.F. Corporation	Amerika Birleşik Devletleri	V.F. giyim, ayakkabı ve ilgili ürünlerin tasarımı, üretimi, tedariki, pazarlaması ve dağıtımı ile ilgilenmektedir. Dış giyim, ayakkabı, kot, sırt çantası, bavul, aksesuar, spor giyim, mesleki ve performans giyim kategorilerinde bir marka portföyüne sahiptir. Markaları arasında öncelikle The North Face, Vans, Timberland ve Kipling bulunmaktadır.
Next Plc	İngiltere	NEXT plc giyim, ayakkabı, aksesuar, güzellik ve ev ürünleri sunan Birleşik Krallık merkezli bir perakendecidir. Şirketin birkaç farklı iş kolu üzerinden faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirket Birleşik Krallık ve İrlanda'da 500'den fazla mağazadan oluşan bir zincirdir. Şirketin franchise ortakları 32'den fazla ülkede yaklaşık 199 mağaza işletmektedir.
Marks and Spencer Group (M&S)	İngiltere	Marks and Spencer Group (M&S), dünya çapında 1.380'den fazla mağazası ile İngiltere'de bulunan bir perakendecidir. Şirket, Marks & Spencer Şirketler Grubu'nun holding şirkettir. Şirket, kadın giyim, iç giyim, erkek giyim, çocuk giyim, güzellik ve ev ürünleri satmakta ve müşterilerine yaklaşık 300 tam kapsamlı mağaza aracılığıyla hizmet vermektedir. Sahip olduğu 220'den fazla ve yaklaşık 350 franchise Simply Food mağazası dahil olmak üzere yaklaşık 910 mağazası İngiltere'de bulunmaktadır.
OVS	İtalya	OVS, erkek giyim, kadın giyim ve çocuk giyim tasarımları, geliştiren ve satan İtalya merkezli bir moda şirkettir. Şirket, diğerlerinin yanı sıra giyim, aksesuar, ayakkabı, spor giyim ve ev mobilyası gibi geniş bir yelpazede farklı ürünler sunmaktadır. OVS ve UPM markalarının sahibidir ve aynı ticari markalar altında e-mağazalara sahiptir. Totalde 1.600'den fazla mağazaya sahiptir.
Superdry	İngiltere	Superdry, dünya çapında yaklaşık 670'den fazla satış noktasında Superdry markası altında hazır giyim, erkek giyim, kadın giyim ve aksesuar tasarımlar, üretir ve satar.

Kaynak: Thomson Reuters, ilgili Şirket Siteleri

Şirket*	Ülke	FD/FAVÖK*		F/K**	
		2021	2022 T	2021	2022T
Industria de Diseno Textil	İspanya	12,7x	8,0x	46,8x	17,5x
Fast Retailing Co	Japonya	14,7x	13,7x	39,1x	33,5x
Hennes & Mauritz A (H&M)	İsveç	7,3x	6,8x	22,1x	17,4x
V.F. Corporation	ABD	26,3x	14,0x	18,9x	17,9x
Next Plc	İngiltere	13,9x	8,6x	28,5x	12,0x
Marks and Spencer Group	İngiltere	7,6x	4,9x	70,6x	7,4x
OVS	İtalya	8,7x	12,3x	m.d.	10,7x
Superdry	İngiltere	11,6x	6,0x	m.d.	16,9x
MEDYAN		11,6x	8,3x	22,1x	16,9x

Kaynak: Bloomberg, Thomson Reuters, Rasyonet

*Grup 3 içerisinde değerlendirilmiş V.F. Corporation şirketi 2021 senesi Firma Değeri/FAVÖK çarpanı uç değer olarak nitelendirildiği için değerlendirme kapsamında dikkate alınmamıştır.

** Grup 3 içerisinde değerlendirilmiş Industria de Diseno Textil, Fast Retailing Com ve Marks and Spencer Group (M&S) 2021 senesi F/K çarpanları uç değer olarak nitelendirildiği için değerlendirme kapsamında dikkate alınmamıştır.

** Grup 3 içerisinde değerlendirilmiş Fast Retailing Co. 2022 senesi F/K çarpanı uç değer olarak nitelendirildiği için değerlendirme kapsamında dikkate alınmamıştır.

Yapılan gruplandırma çarpanları Grup1 için %40, Grup2 için %40 ve Grup3 için %20 oranında ağırlıklandırılarak elde edilen çarpanların ortalamaları yansıtılmıştır;

Çarpan Analizi	FD/FAVÖK		F/K	
	2021	2022T	2021	2022T
Grup1 Medyan Değeri (%40)	7,9x	7,5x	12,2x	15,6x
Grup2 Medyan Değeri (%40)	9,2x	8,1x	17,0x	15,1x
Grup3 Medyan Değeri (%20)*	9,9x	7,0x	18,8x	14,3x
Ağırlıklandırılmış Çarpan Değeri	8,8x	7,6x	15,4x	15,2x

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

*Grup 3 Benzer Şirket Analizi hesaplamasında %15 iskonto uygulanmıştır.

Grup1, Grup2 ve Grup3 olarak nitelendirilmiş, ilgili ülke borsalarında işlem gören benzer şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K **2021 yılı** ağırlıklandırılmış çarpanları sırasıyla;

- $FD/FAVÖK = 8,8x$,
- $F/K = 15,4x$ olarak hesaplanmıştır.

FD/FAVÖK ve F/K **2022 yılı tahmini** ağırlıklandırılmış çarpanları ise sırasıyla;

- $FD/FAVÖK = 7,6x$,
- $F/K = 15,2x$ olarak hesaplanmıştır.

TÜRKİYE SINAI KALKINMA BANKASI A.Ş.
Medişi Nispetiye Cad. 81 Fındıklı 34127 İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 42527 / www.tskb.com.tr
Büyük Mükellefler V.D. 879 005 3309

7.2.4. Piyasa Çarpanları Analizi Değerleme Sonucu

Piyasa çarpanları analizi sonucu ortaya çıkan firma değeri ve öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Bin TL	FAVÖK		Net Kar	
	2021	2022T	2021	2022T
Değer	114.347	215.709	42.924	72.676
Ağırlıklandırılmış Çarpan	8,8x	7,6x	15,4x	15,2x
Ağırlıklandırılmış Çarpan Değeri	1.010.309	1.648.863	663.034	1.102.155

Bin TL	FD/FAVÖK		F/K*	
	2021	2022T	2021	2022T
Firma Değeri	1.010.309	1.648.863	-	-
Net Borç	131.874	131.874	-	-
Özsermaye Değeri	878.435	1.516.989	663.034	1.102.155
Ağırlıklandırma	%25,00	%25,00	%25,00	%25,00
Ağırlıklandırılmış ÖzSermaye Değeri	598.856		441.297	
Sonuç	1.040.153			
İskontosuz Birim Pay Değeri (TL)	20,80			

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

*2021 sene sonu ve 2022T F/K çarpanları kullanılarak bulunan değer "Özsermaye Değeri" olarak kabul edilmiştir.

8. Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları (İNA) ve piyasa çarpanları analizi kullanılmıştır. İndirgenmiş nakit akımları yaklaşımı ile hesaplanan özsermaye değerine %50, kendi içinde farklı ağırlıklara sahip olan piyasa çarpanları analizine de aynı oranda %50 vererek **1.156,3** milyon TL halka arz öncesi özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Değerleme çalışması sonucunda bulunan, ağırlıklandırılmış öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Değerleme Özeti (Bin TL)	Öz Sermaye Değeri**	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.272.412	50%	636.206
Piyasa Çarpan Analizi*	1.040.153	50%	520.077
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri	1.156.283		

* FD/FAVÖK 2021, FD/FAVÖK 2022 T, F/K 2021 ve F/K 2022T çarpanları ile ortaya çıkan değerlerin ağırlıklı ortalamasıdır.

** Şirket'in özsermaye değeri hesaplanırken İndirgenmiş Nakit Akımları'ndan elde edilen firma değerinden IFRS 16 kapsamında düzeltilmiş net borç tutarı, Çarpan Analizi kapsamında ise Şirket'in firma değerinden toplam net borç tutarı hesaplamaya dahil edilmiştir.

Söz konusu değerin halka arz öncesi ödenmiş sermayeye (50.000.000 TL) bölünmesi sonucunda iskonto öncesi pay değeri **23,13 TL** olarak hesaplanmıştır. Elde edilen bu değere **%20,00** halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz birim pay fiyatı **18,50 TL** olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri (TRY 000)	1.156.283
Ödenmiş Sermaye (TL)	50.000.000
Birim Pay Değeri (TL)	23,13
Halka Arz İskontosu (%)	%20,00
İskontolu Öz Sermaye Değeri (TRY 000)	925.004
İskontolu Birim Pay Değeri (TL)	18.50

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

9. Ekler

9.1. Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No: 156
06530 Ankara

04.04.2022

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığını F maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

TÜRKİYE SINAI KALKINMA BANKASI A.Ş.
Sicil No: 274900 / T.C. 81 Fındıklı 34427 İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 42527 / www.tsib.com.tr
Mükellefler V.D. 879 003 3309

Onur Aksoy
Müdür

Hakan Aygen
Genel Müdür Yardımcısı

9.2. Yetkinlik Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı

04.04.2022

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Kimteks Poliüretan San. ve Tic. A.Ş.'nin ("Şirket") şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 06.12.2021 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca Gayrimenkul Dışı Varlıkların Değerlemesinde Uyulacak Genel Esaslar'da belirtilen;

- Bir kalkınma ve yatırım bankası olarak, değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen en az 5 çalışana,
- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI ANONİM ŞİRKETİ

TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
Merkezi: Marmara Cad. 81 Fındıklı 34427 İSTANBUL
Tic. Sicil No: 42527 / www.tsbb.com.tr
Büyük Mükellefler V.D. 87 00 00 00 00 00

Onur Aksoy
Müdür

Hakan Aygen
Genel Müdür Yardımcısı

9.3. Lisans Belgeleri

Onur Aksoy

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/4BBB5319-7E27-42EC-BA16-0C0EC108348D>



Paylaş

LinkedIn

Yeterlilik URL'si(Doğrulama Bağlantısı)

SERMaye PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kurulusudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
 SPL	25.08.2010	204694	AKTİF LİSANS

ONUR AKSOY, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

Pelin Güleç

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/919DB8CC-6D1D-4A5E-91B8-6E26561C1A6F>



Paylaş

LinkedIn

Yeterlilik URL'si(Doğrulama Bağlantısı)

SERMaye PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kurulusudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
 SPL	19.11.2015	209965	AKTİF LİSANS

PELİN GÜLEÇ, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

Gürkan Yasin Özcan

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://lst.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/E1D349D1-E9CE-48A4-85C1-6D2E0D44BFEB>



Paylaş

LinkedIn

Yeterlilik URL'si (Doğrulama Bağ)

SERMayE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	24.12.2021	920049	AKTİF LİSANS

GÜRKAN YASİN ÖZCAN, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
Medişi Nispetiye Cad. 81 Etiler/34427 İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 42527 / www.tsb.com.tr
Büyük Mükellefler V.D. 879 000 8300