

ARTEMİS HALI

Artemis Halı Anonim Şirketi

Fiyat Tespit Raporu

3 Ocak 2024



KISALTMALAR

Kısaltma

A.D.	Anlamk Deđil
A.Ş.	Anonim Şirket
A.B.D.	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, Dolar, USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin Resmi Para Birimi
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
AR-GE	Araştırma ve Geliştirme
BİST	Borsa İstanbul
CRR	Sermaye Yeterlilik Oranı (Toplam Yatırım/Satış)
EBITDA	FAVÖK-Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar
EBIT	Esas Faaliyet Karı
EV	Firma Değeri
EVA	Ekonomik Katma Değer
FVFM	Finansal Varlıkların Fiyatlama Modeli
GEB	Göneş Enerji Santrali
GÖG	Genel Üretim Giderleri
NA	İndirgenmiş Nakim Akımları
Info Yatırım	Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
KKO	Kapasite Kullanım Oranı
KDV	Katma Değer Vergisi
M.D.	Mevcut Değer
ROA	Aktif Karlılık
ROIC	Yatırımın Getirisi
ROE	Özkaynak Getirisi
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
SMM	Setilan Malın Maliyeti
Şirket, Artemis	Artemis Halli A.Ş.
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
YAG	Yatırım Aracı Gayrimenkul
YK	Yönetim Kurulu
YBSO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

RAPOR ÖZETİ

Raporun Amacı

Bu rapor, Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info Yatırım) ile Artemis Haft Anonim Şirketi (Şirket) arasında 11 Eylül 2023 tarihinde imzalanan ve 3 Ocak 2024 tarihinde revize edilen halka arza aracılık ve yüklenim sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerler Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Etik İlkeler

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde yürütülmüştür.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmuş ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.

Bilerek akdatıcı, hatah, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır.

Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme projesi gizlilik içerisinde ve bağırsız bir şekilde yürütülmüştür.

Görev bağırsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözlemeksizin yerine getirmiştir.

Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağırsız ve objektif tavsiyelere bağılı değildir.

Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler, Şirket adına Eren Bağırsız Denetim A.Ş. (2020-2021-2022-2023/09) tarafından hazırlanan bağırsız denetim raporuna, kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgilere, Bloomberg-Finnet-Rasyonet veri tabanına, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere ve diğer verilere dayanmaktadır.

Info Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanunî mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmamıştır.

Değerleme çalışmamıza esas teşkil etmek üzere Info Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmıştır.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağırsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağırsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Farklı tarihlerdeki finansal verilerle değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırılmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki, vergisel ve finansal durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Değerlemesi Yapılacak Varlık

Yapılan değerlendirme kapsamında Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

Değerleme Tarihi & Rapor Tarihi

Değerleme tarihi 5 Aralık 2023 olup rapor tarihi 3 Ocak 2024'tür.

Değerleme Para Birimi

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak ABD doları kullanılmıştır.

Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır.

Uluslararası değerlendirme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirilmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

Sorumluluk Beyanı

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

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

Fiyat Tespit Raporunun Hazırlanışı

İşbu fiyat tespit raporu Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Aynı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arz aracı ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma iznlerinin her ikisine birlikte sahip olan Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili kararına istinaden gayrimenkul dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti verabilmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 06/10/2022 tarih ve 58/1477 sayılı kararında açıklandığı üzere Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar listesinde yer almaktadır. İşbu değerlendirme raporu Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği üyelerinin birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kuralları ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır. Fiyat tespit raporunu hazırlayan Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirebilmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip personeli istihdam etmektedir. İşbu fiyat tespit raporunu hazırlayan ekibin 15 yılın üzerinde kurumsal finansman ve danışmanlık tecrübesine ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 ve türev lisansına sahibi Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. kurumsal finansman yöneticileri Hüseyin Güler ve Temur Kayhan tarafından yönetilmiştir. Ekibin liderleri değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahiptir.

Yatırım Tezi

EBITDA Marjının 2023 yılında %31,4 olacağı tahmin edilirken sonraki yıllarda kademeî artışla 2022 yılı seviyesine olan %37,6 seviyesine yaklaşacağı öngörülmektedir.



Kaynak : Şirket & Info Yatırım Tahminleri

2023/09 itibarıyla gerçekleştirilen gelir 2023 sonu net satış beklentisini beyit ederken döner ürün satış payının azalışı ve yükselen KKO brüt marjında hafif artış beraberinde gelmektedir.



Kaynak : Şirket & Info Yatırım Tahminleri

Şirket'in yatırımlarına büyük oranda tamamlanması nedeniyle projeksiyonda idare yatırımları modellemektedir.



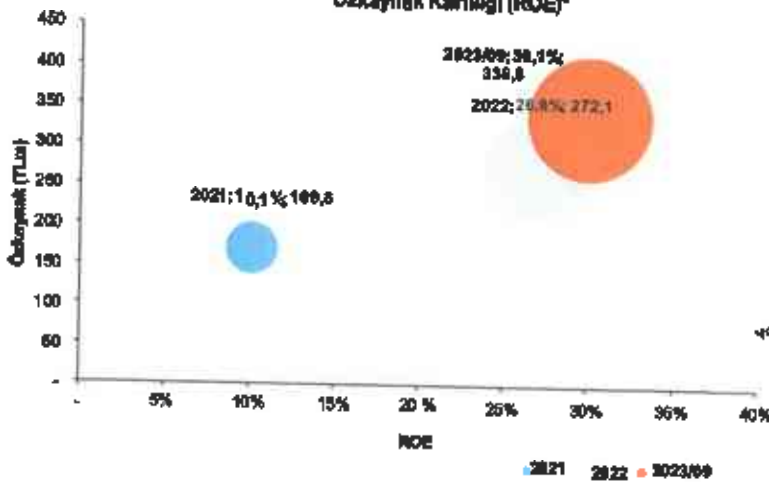
Kaynak : Şirket & Info Yatırım Tahminleri

2020-2022 arasında ihracat oranı %24 olarak gerçekleşirken 2022/09'da depresyon seviyesine kısıtlı edili nedeniyle ihracat payı gerilemiştir.

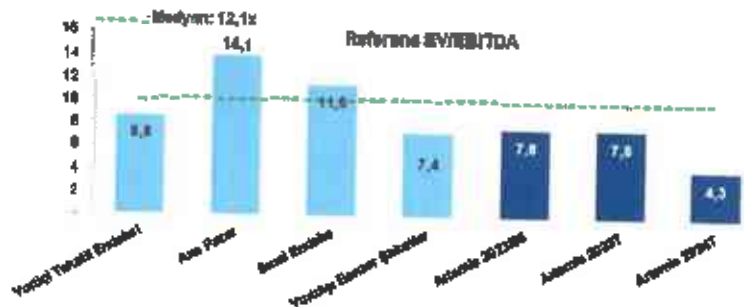


Kaynak : Şirket

Özkaynak Karlılığı (ROE)*



Ne ke arz değeri ve şirketin 2023 - 2024 EBITDA rakamlarına göre EV/EBITDA çarpanları



Kaynak : Bloomberg & Fintel

Değerleme

Halka arz iskontosunu öncesi 1.592 m TL edli piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosu sonrası 1.268 m TL değere ulaşılmıştır.

INA'dan hesaplanan değere %50; Yurtdışı benzerler, BİST Tekstil Endeksi ve BİST Sınai Endeks çarpanlarından gelen değere sırasıyla %20, %10 ve %10 ağırlık verilmiştir

Halka arz fiyatı ile belirlenen Şirket değeri, 2023/09'da gerçekleşen EBITDA ve net kar verilerine göre 7,8x EV/EBITDA ve 12,5x F/K çarpanlarına işaret etmekteyken 2023 beklenti EBITDA'sına göre 7,8x EV/EBITDA çarpanına denk gelmektedir.

Duyarlılık analizinde Şirket değer aralığı 900 m TL ve 2.835 m TL bandında hareket etmektedir

Değerleme Özeti

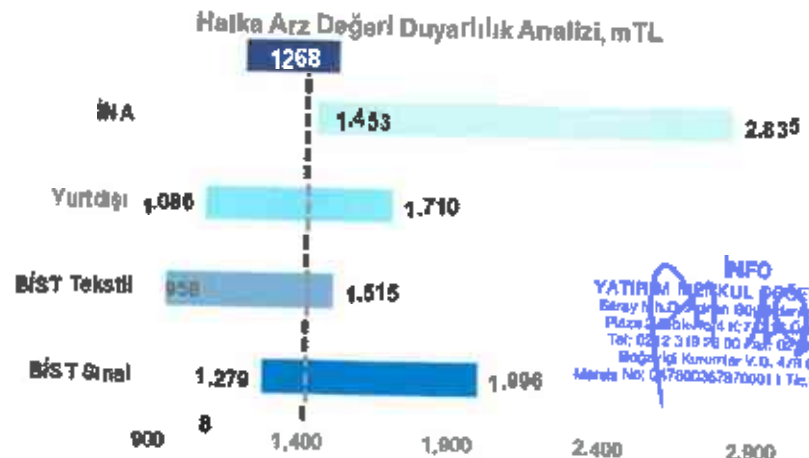
%20,4 halka arz iskontosu, nihai değerde Şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz INA'ya %50 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerde dikte etmek adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir. Şirket ile benzer aynı işi yapan ve BİST'te işlem gören bir şirket bulunmaması sebebiyle Şirket'in halka arz sonrası yer alacağı Tekstil Endeksi ve Sınai Endeks çarpanlarından değer hesaplanmış ve Tekstil Endeksi'nden hesaplanan değeri %20 Sınai Endeks'ten hesaplanan değere %10 ağırlık verilmiştir. Yurtdışında borsalarda işlem gören ve Artemis Hali'ya benzer faaliyette bulunan şirket çarpanlarına ise %20 ağırlık verilmiştir. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre halka arz fiyatı belirlenirken tespit edilen değere %20,4 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Şirket için halka arz iskontosu sonrası 1.268 m TL piyasa değeri ve pay başı 26,35 TL değer tespit edilmiştir. Bulunan değer cari 7,8x EV/EBITDA ve 12,5x F/K çarpanlarına işaret ederken Şirket için daha normalize bir dönem olan 2023'ün tamamında öngörülen EBITDA'ya (204,8 milyon TL) göre çarpan ise 7,8x hesaplanmaktadır. Şirket gelirlerinin bir kısmının döviz cinsinden olması ve Haziran-Temmuz 2023 kur hareketinin tam etkisinin 2024'e yansıtılacak olması, %60-65 bandında yer alan kapasite kullanım oranının yükseleceği beklentisi, ihracat ve imalat faaliyetleri sebebiyle sahip olunan vergi teşvikleri nedeniyle efektif vergi oranının düşük olması, Şirket'in marka bilinirliğinin yüksek olması ve 2024 sonu EBITDA tahhüdünün verilmiş olması 2023 sonu için tespit edilen 7,8x EV/EBITDA çarpanını mekul kalmaktadır.

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
INA	1.802	50,0%	36,03
BİST Tekstil Endeksi	1.237	20,0%	24,74
BİST Sınai Endeks	1.637	10,0%	32,75
Yurtdışı Benzerler	1.398	20,0%	27,96
İskonto Öncesi Değer	1.592	100%	31,83
Halka Arz İskontosu	-20,4%		
Halka Arz Piyasa Değeri	1.268		25,35

Değer Çarpanları	2023/09	2023T	2024T
EV/EBITDA	7,8	7,8	4,3
F/K	12,5	m.d.	m.d.
EV/Net Satış	2,5	2,3	1,5
PD/DD	3,8	m.d.	m.d.

INA Duyarlılık Analizi

Piyasa çarpanları ve INA yaklaşımı için iyimser ve kötümser senaryolar simüle edilmeye çalışılmış, değerlerin oynaklığı ortaya konulmuştur. Baz senaryoda INA değerinin yaklaşık %71'i projeksiyon dönemindeki beklentilerden kaynaklanırken, INA modeli en iyimser ve iyi kötümser senaryolarda 1.453-2.835 m TL bandında hareket etmektedir. Tüm değer senaryoları ise 958 m TL ve 2.835 m TL bandında hareket etmektedir.



Temel Yatırım Unsurları

Şirket, düşük borçluluk, sade bilanço yapısı, güçlü marka algısı ve lojistik avantajı ile önemli bir konumda yer alıyor

Yerli hammadde tedariki

Gaziantep sektör için stratejik bir konum

2024 yılı EBITDA'sı için Şirke ortakları taahhüt vermişlerdir

Şirket, ürettiği ürünlerin tasarımını, kendi bünyesinde bulunan tasarım ekibi ile yapmakta olup bu durum Şirket'in marka değerine, imajına ve tanınırlığına katkı sağlamaktadır.

Değerleme görüşü. Şirket'in sektörde uzun yıllara dayanan tecrübesi, kuruluşundan bu yana 15 m'nin metrekare hali üretilmiş olması, Üretim 2 ana bayi kanalıyla Türkiye'nin 81 ilinde mevcut satış noktaları aracılığıyla penetre olması, güçlü marka algısı, Şirket tesislerinin pazarlara erişim anlamında oldukça stratejik bir konumda olması, bir grubun parçası olması ile sağlanabilecek sinerjiler, gelirlerde ihracatın kayda değer bir oranda olması nedeniyle sağlanan avantaj, hammaddenin belli oranda yerli pazardan temin edilmesi ile elde edilen kur avantajı, imalatçı olunması ve ihracat yapısı ile sağlanan vergi teşvikleri, güçlü teknolojik altyapının getirdiği verimlilik, 2024 sonunda beklenen güçlü EBITDA büyümesi ve ilgili büyüme için Şirket'in yatırımcılara taahhüt vermesi, ilişkili taraf hacminin görece düşük olması, sade bilanço ve şirket yapısı, düşük Net Borç/EBITDA rasyosu ve cazip değerlendirme çarpanları Şirket'i yatırım için ön plana çıkarmaktadır.

Hammadde ihtiyacının büyük oranda yurtiçinden temin edilmesi. Şirket, üretimde kullandığı hammaddeleri önemli oranda iç pazardan karşılamaktadır. Bu sebeple, özellikle Türk Lirası'nın yabancı para birimleri karşısında değer kaybetmesi, hammadde tedarikinde doğrudan bir maliyet yükselişine sebep olmayacaktır. Şirket, ödemelerini Türk Lirası ile yapmakta olduğundan, vade tarihinde ödemelerini Türk Lirası ile gerçekleştirmektedir. Bununla birlikte hammaddenin yurt içinden sağlanması, lojistik verimi yükseltmekte ve tedarik zincirindeki riskleri azaltmaktadır. Ayrıca ülkemizde bu sektörde çok sayıda tedarikçi bulunması, Şirket'in hammadde ithal etme zorunluluğu olmamasını ve ilerleyen süreçte de benzer bir zorunluluğun ortaya çıkma ihtimalinin düşük olmasını sağlamaktadır.

Lojistik avantajı. Gaziantep Organize Sanayi Bölgesi'nde yer alan üretim tesisi, makine halısı üretiminde ABD, Belçika ve Çin ile birlikte dünyada başı çeken merkezlerden biri olan Gaziantep'te kurulmuştur. Ülkemizin makine halısı üretiminin büyük çoğunluğu özellikle dokuma makine halısı üzerine yoğunlaşmış olan Gaziantep'te yerleşik olan firmalarca yerine getirilmektedir. Bu özellikleri ile kendi içersinde de oluşan güçlü hammadde üreticileri ile hızlı ve kaliteli tedarik sağlanabilmektedir. Pazarın yine bu bölgede dünya devli haline gelmiş olmasının sebeplerinden bir tanesi de lojistik ulaşımın kolaylıkla sağlanabilmesinden kaynaklanmaktadır. Kullanılan otobanlar ile kara taşımacılığı çok ciddi avantajlar sağlanmakta; aynı zamanda Mersin ve İskenderun limanlarının çok yakın olması sebebi ile deniz taşımacılığı aracılığı ile deniz aşırı ülkelere sevkiyatlar gerçekleştirilmektedir.

Grup yapısı. Hızlı gelişen moda sektöründe trendler, renkler en büyük farklılıktan yaratılmaktadır. Bu açıdan düşünüldüğünde zaman, modayı yakından takip etmek, trend olacak ürünleri oluşturmak için hız, çok büyük önem taşımaktadır. Şirket, ilişkili taraf şirketleri içerisinde yer alan Acme Tekstil'den iplik boyama hizmeti almakta ve müşteriler tarafından istenilen renkleri kendi bünyesinde hızlıca hazırlayarak sevkiyat avantajına sahip bulunmaktadır.

Artemis markası. Şirket, uzun yıllardır hali sektöründe faaliyet göstermekte olup ülkemizde bu sektörün önde gelen firmalarındandır. Marka bilinirliğinin yükseldiği sayesinde, tüketici gözünde güvenilir bir konuma sahiptir. Bununla birlikte uzun yıllar bu piyasada bulunmuş olmanın bir getirisi olarak gerek tüketiciye gerekse faaliyetler kapsamında ticari ilişki kurulan kişi ve kurumlara sağlanan güven, faaliyetlerin devamlılığı ve hacmi için önemli bir avantajdır. Sektöre girdiği günden bugüne kadar hazırladığı koleksiyonlar, yenilikçi tasarımlar ile AR-GE çalışmalarını sonucu sunduğu yeni ürünlerin beğenilmesi sonucunda Artemis markasının bilinirliğini, ürettiği ürünlerin kalitesi ve çeşitliliği ile de destekleyerek, kendisini Türkiye'de bulunan ilk beş markadan birisi olarak konumlandırmıştır.

İhracat gücü ve vergi teşvikleri. Şirket 2020-2022 arasında toplam satışların ortalamada %24'ünü ihracat ile gerçekleştirenken 2021'de bu oran %28,4'e kadar yükselmiştir. Ortadoğu ve ABD pazarı olmak üzere Şirket bugüne kadar 20'den fazla ülkeye ihracat gerçekleştirmiştir. Kurların arttığı ya da iç pazarda risklerin olduğu durumlarda ihracat önemli bir avantaj olarak öne çıkarken Şirket ihracat yapısı ve üretici olması nedeniyle vergi avantajına sahiptir.

Penetrasyon ve teknolojik alt yapı. Şirket, üretimini Gaziantep'te bulunan fabrikasında yapmakta olup çalışmakta olduğu 2 ana bayi kanalıyla Türkiye'nin 81 ilinde mevcut satış noktaları aracılığıyla müşterilere hizmet sunabilmektedir. Şirket teknolojik gelişimleri yakından takip ederek, oluşturduğu altyapı sayesinde, süreçlerini aksaklık yaşamadan yürüterek, uçtan uca veri bütünlüğünü sağlamış ve süreklilik haline getirerek sürekli gelişim iküsü ile sürdürmektedir.

Riskler**İşletme sermayesi ve hızlı değişen moda temel riskler**

Üretici sayısı. 200 civarında birçoğu markasız olan halı teseline ev sahipliği yapan Gaziantep ilinde konumlanan Artemis Halı, bu rekabetçi piyasa içerisinde marka olarak büyümüş ender üreticiler arasında yer almaktadır. Tasarım gücünü avantaja çevirerek kalma değerli ürün gamına konsantre olarak bunu kendine avantaja çevirmiştir. Ancak Gaziantep'te üretici sayısının fazla olması rekabeti güçleştirmektedir.

Hızlı değişen moda. Sürekli kendini yenileyen renkler, yeni kaliteler, giyim sektöründe olduğu gibi halı ve dekorasyon sektöründe de güncelliğini korumaktadır. Şirket, senede 2 defa hazırlanan koleksiyonlarda yer alan renklerin stok maliyetlerini, ilgili taraf şirketi bünyesinde bulunan boyama tesisleri ile en doğru şekilde yönlendirebilmektedir. Halı sektöründe modanın hızlı değişmesi Şirket'in stoklarının atıl malmaması için sürekli değişim sürecinde olmasını gerektirmektedir.

İşletme sermayesi ihtiyacı. Üretim, talebe bağlı olarak yapılmaktadır. Dolayısıyla bayilerden ve diğer müşterilerden alınan siparişlere karşılık olarak Şirket'e yapılan ödemeler genellikle uzun vadeye yayılmış çaklar aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Bu durum her zaman için bir tahallat problemi riski yaratmaktadır. Müşteriler ya da bayilerin iflası ya da konkordato ilan etmesi gibi hallerde tahallatın zamanında yapılamaması Şirket'in kur farkı ya da enflasyon sebebiyle oluşacak değer azalmalarından daha fazla etkileneceği anlamına gelmektedir. Bu durum ayrıca büyüme için yüksek işletme sermayesi anlamına gelmektedir.

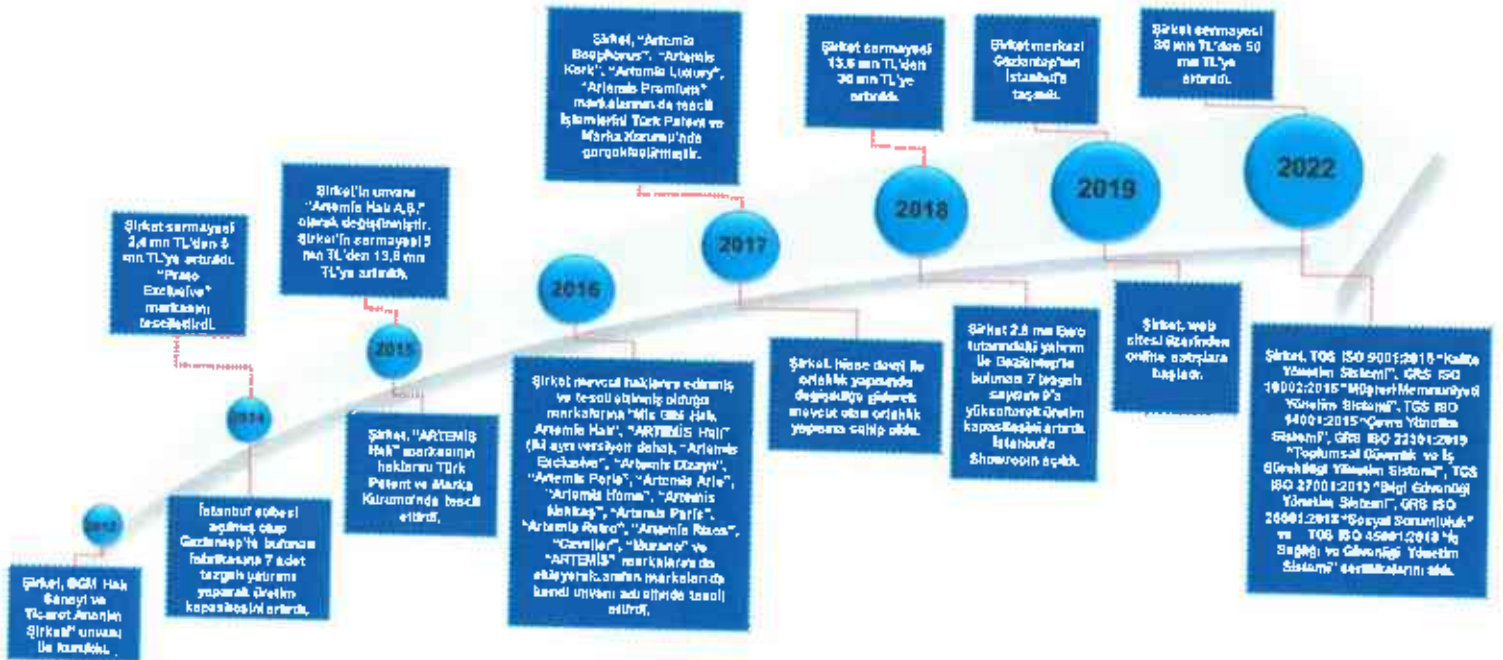
Şirket Profili

Şirket "BGM Halı Sanayi ve Ticaret A.Ş." unvanı ile 2012 yılında Gaziantep'te kurulmuş olup 2015 yılı içerisinde unvan değişikliğine giderek Artemis Halı A.Ş. unvanını almıştır

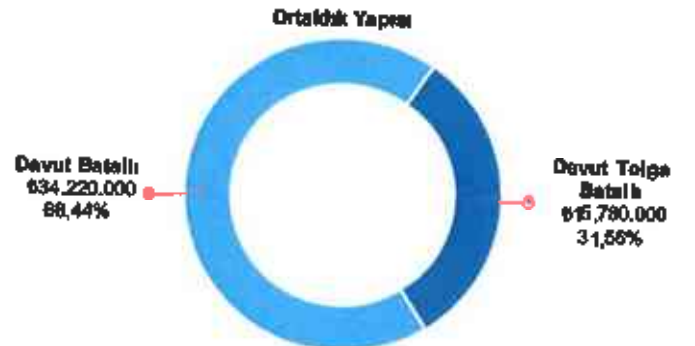
ABD, Meksika, Rusya, Ürdün, Irak, Katar, Suudi Arabistan, Gürcistan, Kırgızistan, Slovenya bazı ihracat ülkeleridir

2012'de kuruldu. Şirket, 16.07.2012 tarihinde, BGM Halı Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanı ile 2.400.000 TL sermaye ile parça ve duvardan duvara makine halısı imalatı, ihracatı ve dahilî ticaretini yapmak üzere Gaziantep ili Şehitkamil ilçesinde kurulmuş ve faaliyete geçmiştir. Şirket 02.03.2015 tarihli genel kurul kararı ile BGM Halı Sanayi ve Ticaret A.Ş. olan unvanını Artemis Halı A.Ş. olarak değiştirmiştir. Şirket'in faaliyet ürünleri, imalatı, ithalatı, ihracatı, alım-satım ve pazarlamasını yapmaktadır. Şirket'in merkez ofisi Balmumcu Beşiktaş/İstanbul'da bulunmakta olup fabrikası Şehitkamil/Gaziantep'tedir. Şirket, üretimini Gaziantep'te 20.518 m² kapalı, 11.112 m² açık alan üzerine kurulu fabrikasında gerçekleştirmektedir. Şirket'in 25.01.2023 tarihli kapasite raporuna göre halı dokuma kapasitesi 1.994.304 (m²/yıl)'dır. Şirket'in söz konusu fabrikada 2022 yılındaki üretim miktarı 813.692,38 m² olarak gerçekleşmiştir. Şirket, projeler dahilinde müşterilerin talepleri ve ihtiyaçlarına yönelik ürünlerin tasarımından başlayarak, üretim ve teslim dahil olmak üzere tüm süreçlerde aktif rol almaktadır. Şirket, alparçg üzerine ürettiği vafvaya standart ürün grubunda yer alan ürünlerinin tasarım, üretim ve teslim süreçlerini kendisi takip etmekte ve yerine getirmektedir. Şirket, dünya trendlerini yakından takip ederek halı tasarımını ve halı üretimini yapmakta olup ürettiği halıların yurt içindeki satışlarını bölge bayileri aracılığı ile Türkiye genelinde 1.500'ün üzerinde satış noktasında yapmaktadır.

Ortaklık yapısı: Şirket sermayesinin %68,4'ük kısmına karşılık gelen 34.220.000 TL'lik kısmı Davut Batallı'ya, %31,6'lık kısmına karşılık gelen 15.780.000 TL'lik kısmı Davut Tolga Batallı'ya aittir. Şirket paylarının toplamda 7.500.000 TL'lik kısmı A Grubu paylardan oluşmakta olup bu tutarı 3.750.000 TL'lik kısmı Davut Batallı'ya, 3.750.000 TL'lik kısmı Davut Tolga Batallı'ya aittir.



Ortaklık Yapısı			
Ortağın Unvanı	Pay Grubu	Sermaye Tutarı, TL	Oran
Davut Tolga Batallı	A	3.750.000	31,6%
	B	12.030.000	
Davut Batallı	A	3.750.000	68,4%
	B	30.470.000	
Toplam	A + B	60.000.000	100%



Şirket Profili

Eylül 2023 itibarıyla toplam personelin 146'sı mavi yaka, 36'sı beyaz yaka personeldir oluşmaktadır

Şirket, %8 Ekonomik, %24 Premium ve %68 Luxury ürün grubu olmak üzere 3 ana ürün grubunda yer alan ürünlerin üretimini ve tasarımını yapmaktadır

Şirket'in 25.01.2023 tarihli kapasite raporuna göre halı dokuma kapasitesi yıllık 1.994.304 m²'dir

Personel sayısı. 30 Eylül 2023 itibarıyla Şirket'te 182 personelin 51 merkezde, 177'si Gaziantep Fabrikada çalışmaktadır. İlgili tarih itibarıyla toplam personelin 146'sı mavi yaka, 36'sı beyaz yaka personeldir oluşmaktadır.

Ürünler & ürün çeşitleri. Şirket, kuruluşundan itibaren yaklaşık 15 milyon m² halı üretmiş olup üretim, doğal elyaflardan yapılan yıkanmış ve ütülenmiş ürün gruplarından oluşmaktadır. Şirket, yurt içi piyasada 19 adet, ihracat pazarında ise 25'i aşkın koleksiyondan oluşan ve tüm markaları kendisine ait olan ürün yelpazesine sahiptir. Şirket portföyünde bulunan halıların tasarımını kendi bünyesinde çalışan tasarımcılar tarafından yapılmakta ve patent tescilleri alınmaktadır. Şirket, Ekonomik, Premium ve Luxury ürün grubu olmak üzere 3 ana ürün grubunda yer alan ürünlerin üretimini ve tasarımını yapmaktadır. Şirket'in Luxury Collection, Premium Collection ve Ekonomik Collection olarak üç ana ürün grubu bulunmaktadır. Luxury Collection'da yer alan ürünler farklı kalitelerde, yün, bambu, pamuk gibi doğal elyaflar kullanılarak, doğal olarak dokunan el halisi hissiyatını son teknoloji makinelerde ipek dokuları yakalanılarak üretilmektedir. Luxury grubunda 44 adet farklı desen ve bunlara ek olarak renk ve ebat alternatifleri bulunmaktadır. Premium Collection, günlük kullanımlarda daha az tozuyan, anti alejrik özelliklere sahip elyaflardan üretilen, abstract, modern, klasik, modern-klasik desenler ile süslenen halılar, üretim kapasitesinde ciddi bir yere sahiptir. Premium grubunda 84 adet farklı desen ve bunlara ek olarak renk ve ebat alternatifleri bulunmaktadır. Ekonomik (Eco) Collection, yazlık, mutfak ve daha küçük alanların dekore edilmesel için hazırlanan koleksiyonlarda özel elyaflar kullanılarak hem ekonomik hem de kullanışlı bir ürün grubu tasarlanmıştır. Eco grubunda 47 adet farklı desen ve bunlara ek olarak renk ve ebat alternatifleri bulunmaktadır.

Üretim tesisi. Şirket üretimini Gaziantep'te 5. Organize Sanayi Bölgesi'nde 20.516 m² kapalı, 11.112 m² açık alandan oluşan toplam 31.630 m²lik alan üzerine kurulu fabrikasında gerçekleştirmektedir. Bu üretim tesisinde 3.000 m² mamul depo ve 3.000 m² ipik deposu olmak üzere toplam 6.000 m² depo alanı mevcuttur. Fabrika binası müşkül taraflardan olan Doğu Taşıt Muayene İstasyonları İşletmeciliği A.Ş.'den 10 yıllığına 2023 yılı başında kiralanmıştır.

Personel Sayısı



Fiyat Tezari Raporunda yıl sonu personel sayısı, Bağımsız Denetim Raporunda yıllık ortalama personel sayısı verilmektedir. Bu nedenle Fiyat Tezari Raporu ve Bağımsız Denetim Raporundaki personel sayıları farklılık gösterebilir.

Üretim Tesisi

Tesis Adı	: Fabrika Binası
Adres	: Başpınar OSB Mah. 5. OSB 83507 Cad. No:14 Şehitkamil/Gaziantep
Büyüklük	: 31.630 m ²
Açık Alan	: 11.112 m ²
Kapalı Alan	: 20.516 m ²
Kullanım Amacı	: Şirket faaliyetlerini gerçekleştirme amaçlı
Mülkiyet Durumu	: Kiralık
Sigorta Durumu	: Var

Üretim ve Satış Miktarları (miktar, m²)

Üretim Yılı	Dönem Başı Stok	Üretim	Satış İade	Satış	Dönem Sonu Stok
2020	578.339	929.435	0	691.089	616.685
2021	616.685	774.022	25.595	1.156.874	259.428
2022	259.428	813.692	10.184	851.004	232.300
2023/9	232.300	889.304	1.063	982.371	140.296

Yönetim Kurulu

Davut Tolga Batallı
YK Başkanı

► 1976 yılında Gaziantep doğan Davut Tolga BATALLI, ilkokulu Gaziantep Kolej Vakti'nde, ortaokulu ve liseyi ise Ankara Atatürk Anadolu Lisesi'nde tamamlamıştır. 2000 yılında Yeditepe Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü'nden mezun olmuştur. Yüksek lisansını ABD'de National University'de elektronik ticaret üzerine yapmıştır. 2002 yılında iş hayatına atılan Davut Tolga BATALLI, Acme Holding A.Ş., Acme Tekstil Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş. ve Doğu Taahhüt Müayene İstasyonları İşletmeciliği A.Ş. şirketlerinde Yönetim Kurulu Başkanlığı görevine devam etmektedir. 2004 yılından itibaren İstanbul Ticaret Odası'nda Komite Başkanlığı, Disiplin Kurulu Başkanlığı ve Meclis Üyeliği, 2016 yılında İstanbul İTO Bünyesinde İstanbul Dünya Ticaret Merkezi (İDTM) Yönetim Kurulu, Üyeliği, 2000 yılından itibaren de Fenertepe Spor Kulübü'nde Kongre Üyeliği görevlerine devam etmektedir.

Davut Batallı
YK Başkan Vekili

► 1979 yılında Gaziantep'te doğan Davut BATALLI, ilköğrenimini Gaziantep Kolej Vakti'nde tamamladıktan sonra, Ankara Özal Yöneliş Koleji'nden mezun olmuştur. Bilkent Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Ekonomi bölümü mezunudur. Ayrıca 2014 yılında Anadolu Üniversitesi Dış Ticaret bölümünü de tamamlamıştır. Davut BATALLI, Acme Holding A.Ş., Acme Tekstil Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş., Doğu Taahhüt Müayene İstasyonları İşletmeciliği A.Ş.'de Yönetim Kurulu Başkan Vekili, Arma Yatac A.Ş., Acme Export Dış Ticaret A.Ş. ve Arma Home Mağazacılık A.Ş.'de ise Yönetim Kurulu Başkanı görevlerine devam etmektedir. Davut BATALLI'nın ayrıca Boğaziçi Üniversitesi'nden ve İstanbul Ticaret Odası'ndan alınan çeşitli mesleki başarı sertifikaları da bulunmaktadır.

Mehmet Kürşat Batallı
YK Üyesi

► 1985 yılında Gaziantep'te doğan Mehmet Kürşat BATALLI, ilkokulu Ankara Yöneliş Koleji'nde okuduktan sonra ortaokulu ve liseyi Ankara'da Orta Doğu Teknik Üniversitesi (ODTÜ) Geliştirme Vakti'nde okumuştur. 2008 yılında Yeditepe Üniversitesi Mimarlık ve Mühendislik Fakültesi'nde Bilgisayar Mühendisliği Bölümü'nden mezun olmuştur. Üniversite yıllarında, Boğaziçi Üniversitesi'nin yaz dönemi programlarına dahil olmuştur. 2009 yılında iş hayatına atılan Mehmet Kürşat BATALLI, Acme Holding A.Ş.'de %14 oranında pay sahibidir. 2021 yılından itibaren Türkiye Mobilya Sanayicileri Derneği (MOSDER), 2022 yılından itibaren Mobilya ve Yatac Sanayicileri Derneği (MOYSAD) dernek üyeliği bulunmaktadır.

Ali Başkan
Bağımsız YK Üyesi

1977 yılında Ordu'da doğan Ali BAŞKAN, ilkö ve ortaokulu Ordu İİ Perşembe İpeşine bağlı Medresesi'nde ve liseyi Fatsa İmam Hatip Lisesi'nde okumuş, 1995 yılında Kafkas Üniversitesi Arbin Meslek Yüksekokulu'ndan mezun olmuştur. Daha sonra Açık Öğretim Fakültesi'ni bitirerek lisans eğitimini tamamlamıştır. 1988 yılında Ordu'da kurulu Orman Ürünleri sektöründe faaliyet gösteren Çamcan A.Ş. firmasında sırasıyla Finans, Muhasebe ve Maliyet Muhasebesi birimlerinde 15 yıl görev yapmış ve firmadan 6 adet fabrikasının tüm malı (Finans, Muhasebe, Bütçe, Maliyet) süreçlerini yönetmiştir. 2013 yılında Sakarya'da kurulu olan Çamcan Entegrasyon A.Ş. firmasına Mali İşler Müdürü olarak firmanın tüm ERP altyapısının yenilenmesi sürecini yönetmiş, tüm mal süreçlerinde etkin rol alarak aynı zamanda üretim ve diğer süreçlerle muhasebenin entegrasyonu üzerine çalışmalar yapmıştır. 2019 yılında kumaş, sünger, mobilya, çelik ve hijyen sektörlerinde faaliyet gösteren Aydın Şirketler Grubu'nun Sakarya'daki Aydın Endüstri A.Ş. firmasında Maliyet Analiz Müdürü olarak çalışmaya başlamış olup, 2019 yılında görevinden ayrılmıştır.

Tuncay Yıldırım
Bağımsız YK Üyesi

► 1969 yılında Ankara'da doğan Tuncay YILDIRIM, ilkokulu, ortaokulu ve liseyi Ankara'da Ankara okumuştur. Orta ve lise öğrenim yılleri sırasında, İngiltere Bournemouth'da İngiliz dil okulu, Leipzig'de Fransız dil okulu, Almanya Stuttgart'ta Alman dil okullarında düzenli eğitimlere katılarak, lisansını çok iyi notlarla almıştır. 1985 yılında Fribourg Üniversitesi Ekonomi ve Sosyal Bilimler Fakültesi'nden mezun olmuştur. Mezun olduktan sonra 1 yıl bağımsız danışman olarak çalışmıştır. 1988 yılında iş hayatına atılan Tuncay YILDIRIM, Yılan Hacıoğlu Sanayi Ticaret A.Ş.'de 9 yıl çalıştıktan sonra 1997'de Esal Enerji Üretim ve Ticaret A.Ş.'de çalışmaya başlamıştır. Burada da 5 yılı tamamladıktan sonra 4 yıl hizmet vereceği İstanbul Etyal ve İplik Sanayi ve Ticaret A.Ş.'de çalışmaya başlamıştır. Akabinde Caidoro Elektrik Üretim ve Ticaret A.Ş.'de görev almış, ardından da Yılan Yatırım Holding'de 10 yıllık bir çalışma serüvenini yaşamıştır. Daha sonrasında Aris Energy ve sonrasında halen çalışmakta olduğu Technosol Solar Greece President'i'de çalışma hayatına devam etmektedir. 2008 yılından itibaren enerji sektöründe birçok başarıya imza atan danışmanlar ekibinde etkin ve görevler üstlenmiştir.

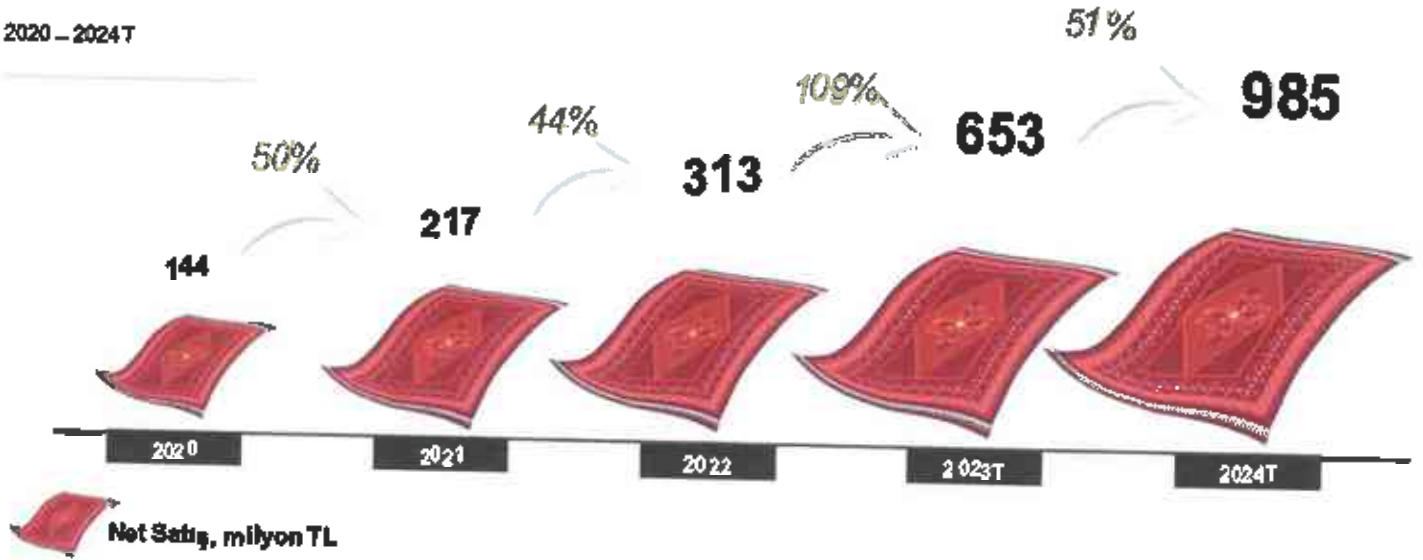
FAALİYET ÖZETİ

Ortaklık Yapısı & Könye	Ürün Grupları & Mali Veriler	Sektör																		
<p>Ortaklıklar</p> <p>68,4% Davut Batallı</p> <p>31,6% Davut Tolga Batallı</p> <p>Könye</p> <p>Kuru küp: 2012</p> <p>Faaliyet Alanı: Hal Üretimi & Satışı</p> <p>Merkezi: Beşiktaş / İstanbul</p> <p>Çalışan Sayısı: 182</p>	<p>Şirket'in Ana Ürün Grupları</p> <ul style="list-style-type: none"> - Ekonomik Collection - Luxury Collection - Frankfurt Collection <table border="1"> <thead> <tr> <th>Mali Veriler</th> <th>2023/09 4Ç</th> <th>2023T</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Net Satışlar</td> <td>584,9 mTL</td> <td>653,3 mTL</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>204,9 mTL</td> <td>204,9 mTL</td> </tr> <tr> <td>Net Kar</td> <td>197,2 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> <tr> <td>Özdeyimek</td> <td>336,8 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> <tr> <td>Aktifler</td> <td>900,4 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> </tbody> </table>	Mali Veriler	2023/09 4Ç	2023T	Net Satışlar	584,9 mTL	653,3 mTL	EBITDA	204,9 mTL	204,9 mTL	Net Kar	197,2 mTL	m.d.	Özdeyimek	336,8 mTL	m.d.	Aktifler	900,4 mTL	m.d.	<p>Sektör</p> <p>Özgül (eng) ipekleri üzerine aynı bir desen (piki) ile değişik renklerde döşülen atlarak, aralarından birkaç sıra silki (argaç) piki geçilip döşülerek aynı yönde veya yer yer farklı yönlere döşülürken, kabarmak olarak kendine, hava yünü olan dokumalara "hal" denmektedir. Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör, hal sektörüdür. Faaliyetin büyük bölümü yurt içinde yürütülmekte olup yurt dışı pazarlarına da ihraç gerçekleştirilmektedir. Geleneksel olarak dokuma yöntemleriyle ve günümüzde ise dolunarak ya da tefling (düzzenin kumayına ipeklerin döşünmesi) yoluyla üretilen halin tekstil yüzeyleri olarak tanımlanan halın sektörde önemli dünya pazarında da kayda değer ürün gruplarından birini oluşturması sonucunu doğurmuştur. Dünyada halin üretimi, el halı, makine halı ve çöfse halı olmak üzere, üretim teknikleri, yatırım eğilimleri, maliyetleri, tüketici profilleri, kullanım amaçları, pazar yapısı ve sermaye yoğunluğundan oldukça farklı olan üç ana gruba incelenmektedir.</p>
Mali Veriler	2023/09 4Ç	2023T																		
Net Satışlar	584,9 mTL	653,3 mTL																		
EBITDA	204,9 mTL	204,9 mTL																		
Net Kar	197,2 mTL	m.d.																		
Özdeyimek	336,8 mTL	m.d.																		
Aktifler	900,4 mTL	m.d.																		

Kaynak: Ticaret Bakanlığı

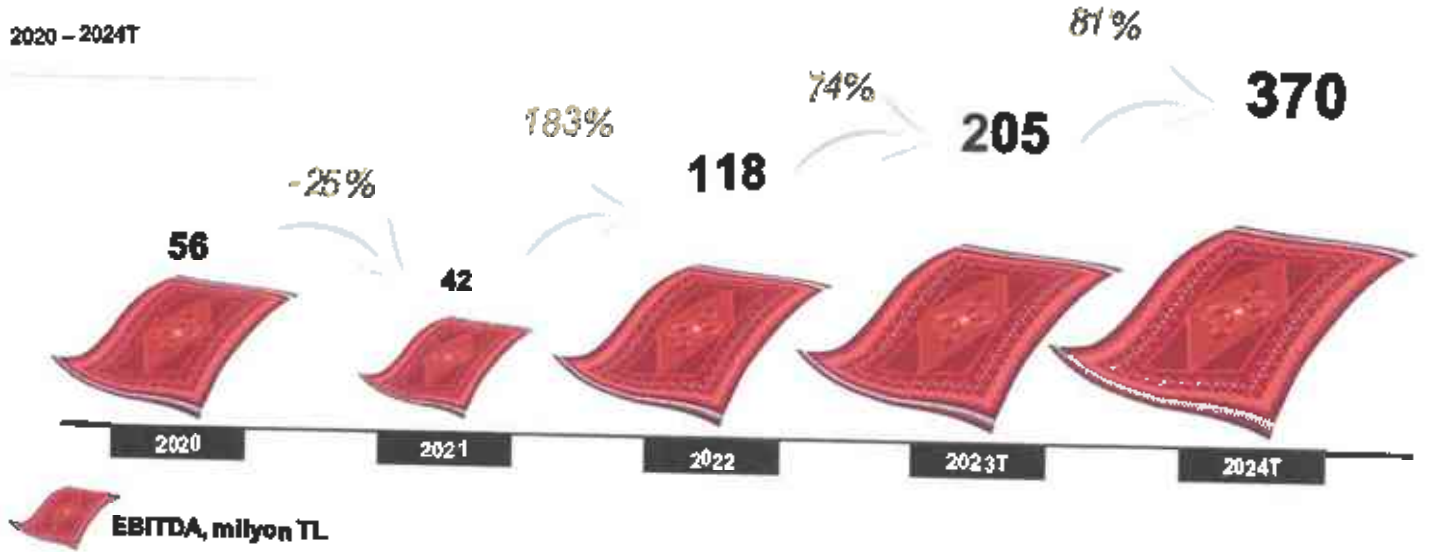
62% YBBO

2020 – 2024T



61% YBBO

2020 – 2024T



Satışlar

Şirket'in ürünleri Eko, Lüks ve Premium olmak üzere üç ayrı fiyat segmentiyle satılmaktadır

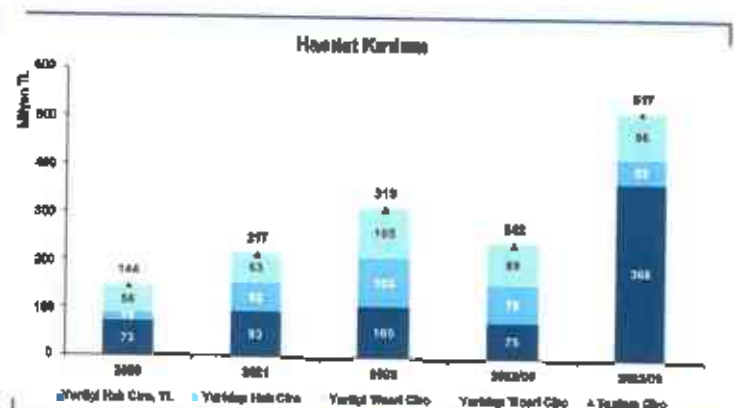
2023'ün ilk 9 ayında net satışlar %114 artış göstermekte birlikte 982.372 m² halı satışı gerçekleşmiş olup KKO %65,7 seviyesine yükselmiştir

2023'ün ilk yarısında ihracat performansı, Şubat ayında meydana gelen deprem nedeniyle Mersin ve Iskenderun limanlarında lojistik sıkıntılarının yurt dışı sevkiyatları olumsuz etkilemiştir

Satışlarda genel görünüm. Şirket'in satışları yurtiçi ve ihracat olarak iki ana başlıkta irdelenmiş ve her iki kanal için de üretimden satışlar ve ticari ürün satışları aynı ayrı detaylandırılmıştır. Şirket'in ürünleri Eko, Lüks ve Premium olmak üzere üç ayrı fiyat segmentiyle satılmaktadır. Şirket'in üretim kapasitesi 2020 yılında 1,8 mn m², 2021 yılında 1,8 mn m² seviyesindeyken 2023 yılında yaklaşık 2 mn m² seviyesine yükselmiştir. Şirket'in 2020-2021-2022 yıllarındaki halı satışları sırasıyla 891.089 - 1.156.874 - 851.005 m² olup kapasite kullanım oranları %54,4 - %64,2 - %47,2 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2022 yılında yaşanan yüksek enflasyonist ortam halı sektöründe bir talep daralmasına neden olmuş ve bu sebeple yurt içinde satış adetleri %22 düşmüştür. Tüm dünyada yaşanan yüksek enflasyon ve alım gücünün düşmesinin etkisiyle ihracat miktarları da düşüş kaydetmiştir. Miktarlardaki düşüşe rağmen halı fiyatlarında yaşanan artışın etkisiyle üretimden halı satış gelirleri 2022 yılında %35 artışla 208,4 milyon TL kaydedilmiştir. 2023'ün ilk 9 ayında 982.372 m² halı satışı gerçekleşmiş olup KKO %65,7 seviyesine yükselmiştir. Şirket'in 2020 yılında 144,4 milyon TL olan hasılatı 2021 yılında 2020 yılına göre %50,4 artışla 217,3 milyon TL'ye, 2022 yılında 2021 yılına göre %44,1 artışla 313,1 milyon TL'ye yükselmiş olup 01.01.2023-30.09.2023 ara döneminde de bir önceki yılın aynı dönemine göre %113,7 artışla 517,4 milyon TL'ye yükselmiştir. Hasılatın dönemler itibarıyla artışında, pandemi nedeniyle artelanması talep kaynaklı miktaral artış, enflasyondan kaynaklı fiyat artışlarının etkili ve ihracat konusunda geniş bir pazara girilmiş olunması etkili olmuştur.

Yurt içi ve yurt dışı satışlar. Yurt içi üretimden halı satışları 2023'ün ilk 9 ayında geçen yılın aynı dönemine göre %252 artışla 786.089 m² seviyesinde gerçekleşmiştir. Yurt içinde m² başı satış fiyatı 2020-2021-2022 yıllarında sırasıyla 97, 159, 394 TL olarak kaydedilirken 2023'ün ilk 9 ayında geçen senenin aynı dönemine göre %40 artışla 468 TL olmuştur. Yurt dışı üretimden halı satışları 2023'ün ilk 9 ayında 196.283 m² seviyesindedir. 2023'ün ilk yarısında ihracat performansı, Şubat ayında meydana gelen depremler nedeniyle Mersin ve Iskenderun limanlarında lojistik sıkıntılarının yurt dışı sevkiyatları olumsuz etkilemesi nedeniyle geçen senenin aynı dönemine göre %81 azalış göstermiştir. Yurt dışı satışlarda m² başı satış fiyatı 2020-2021-2022 yıllarında sırasıyla 111, 107, 177 TL kaydedilirken 2021 yılında ihracat adetlerini artırmak adına fiyattan bir miktar feragat edilmiş olup 2020 yılına göre ortalama satış fiyatı 111 TL'den 107 TL'ye gerilemiştir. 2023'ün ilk 9 aylık döneminde geçen senenin aynı dönemine göre %74,5 artışla 272 TL olmuştur. 06.02.2023 tarihinde merkez üssü Kahramanmaraş olan ve 10 ili (Kahramanmaraş, Kilis, Hatay, Osmaniye, Adıyaman, Gaziantep, Şanlıurfa, Diyarbakır, Malatya ve Adana) etkileyen deprem felaketi neticesinde, Gaziantep'te bulunan fabrikada depremden etkilenen ve yakınılarını kaybeden personelin işe gelmemesi nedeniyle devam eden 2 aylık süreçte çok büyük olmamakta beraber üretim ve sevkiyat süreçlerinde gecikmeler olmuştur. İlerleyen dönemlerde bu gecikmeler telafi edilerek tamamlanmıştır.

Ticari ürün satışları. Şirket 2020-2023/09 dönemleri arasında özellikle yurt içinde ticari ürün satışı da gerçekleştirmiştir. Özellikle uzun süredir stoklarda tutulan ve artık kullanılması düşünülmeyen ipikler 2022 yılında ve 2023 yılının ilk yarısında satılarak envanterden çıkarılmıştır. 2020 yılında halı satışlarını desteklemek adına ev tekstil ürünleri promosyon olarak verilmiş ve bu satışları elde edilen gelir yurtiçi ticari ev tekstil segmentinde ayrılanmıştır. Şirket, kendi koleksiyonunda olmayan ürünleri diğer halı üreticilerinden almakta ve kendi markasıyla satışını gerçekleştirmektedir. Ticari makine halısı olarak ayrılan bu segmentin 2023 ilk 9 ayındaki geliri 18,9 milyon TL'dir.



Finansal Analiz

İşletme sermayesi kaynaklı kısa vadeli yükümlülükler artmakta

Finansal borçlar önemli oranda kısa vadeli ve TL bazlıdır

Fabrika binası ve genel merkez ilişkili taraftan 2023 başında 10 yılına kiralanmıştır

Şirket'in çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçları, 2020, 2021, 2022 yılsonları ve 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla sırasıyla 1,4 milyon TL, 1,7 milyon TL, 2,9 milyon TL ve 8,4 milyon TL'dir. 30.09.2023 dönemindeki artış ücretlere yapılan zamlardan ve EYT kapsamındaki personele yapılan tazminat ödemelerinden kaynaklanmıştır

Maddi olmayan duran varlıklar. Maddi olmayan duran varlıklar içinde yer alan haklar, ağırlıklı olarak bilgisayar programları, patent ve yazılım bedellerinden oluşmaktadır. Diğer maddi olmayan duran varlıklar ise desen yazılımı, CPS program bedeli, lisans yenilerine gibi varlıklardan oluşmaktadır.

Kısa vadeli yükümlülükler. Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri; kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler, ticari borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, diğer borçlar, ertelenmiş gelirler, dönem karı vergi yükümlülüğü, kısa vadeli karşılıklar ve diğer kısa vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır. Kısa vadeli yükümlülüklerin toplam kaynaklar içindeki payı 2020, 2021 ve 2022 yılsonları ve 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla sırasıyla sırasıyla %48, %55, %57 ve %58'dir. Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri, 2020 yılsonunda 158,7 milyon TL iken 2021 yılsonunda finansal borçlar ve ticari borçlardaki artışa bağlı olarak 2020 yılsonuna göre %58,7 artışla 248,8 milyon TL'ye, 2022 yılsonunda finansal borçlar, ticari ve diğer borçlardaki artışa bağlı olarak 2021 yılsonuna göre %51,7 artışla 377,2 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla da finansal borçlar ve ertelenmiş gelirlerdeki artışa bağlı olarak 2022 yılsonuna göre %33,6 artışla 503,7 milyon TL'ye yükselmiştir.

Finansal borçlar. Şirket'in mevcut ekonomik koşullar çerçevesinde, peşin hammadde alımı suretiyle fiyat avantajından yararlanmak için banka kredileri kullanma yoluna gitmesinden dolayı kısa vadeli finansal borçları özallıkta 2023 yılı Eylül ayında artış göstermiştir. 2023/09 itibarıyla Şirket'in finansal borçlarının %97,51 işletme sermayesi finansmanı kaynaklı kısa vadeli'dir. 2020, 2021, 2022 ve 2023/09'da toplam finansal borçlar sırasıyla 130,3 mın TL, 160,3 mın TL, 141,8 mın TL ve 326,2 mın TL olarak gerçekleşmiş olup borçların artışında kısmi yatırımlarla birlikte daha çok büyüme kaynaklı işletme sermayesi kredileri ve artan kur etkisidir. Carl dönemde 326,2 mın TL olan finansal borçların 79,6 mın TL'lik kısmı Euro bazlıdır. TL kredilerde faiz oranı ortalama %23,82 olup Euro kredilerde ilgili rakam %8,39'dur. Şirket'in kısa vadeli kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükleri, 2020 yılsonunda 2,6 milyon TL iken 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre %20,3 artışla 3,1 milyon TL'ye yükselmiş olup 2022 yılsonunda 2021 yılsonuna göre %98,7 düşüşle 0,04 milyon TL'ye gerilemiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla ise 2022 yılsonuna göre kayda değer oranda artarak 3 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket'in uzun vadeli kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükleri, 2020, 2021, 2022 yılsonları ve 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla sırasıyla 3,0 milyon TL, 0,04 milyon TL, 0 TL ve 49,2 milyon TL'dir. Kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler, Şirket'in Doğu Taşır'tan Bakırmucu Mah. İtli Sok. No:8/1 Beşiktaş/İstanbul adresinde bulunan Şirket merkez ofisi ve Başpınar OSB Mah. 5. OSB 83607 Cad. No:14 Şehitkamil/Gaziantep adresinde bulunan fabrikanın kira yükümlülüklerinin kısa vadeye isabet eden kısmından oluşmaktadır. 2019 yılında yapılan kira sözleşmelerine dayanarak hesaplanan yükümlülükler, ayrıntı amortismanlar sonucu 2022 yılında kira sözleşme süresinin sona gelmesiyle gerilemiştir. 2023 yılı başında 10 yıl süreli yeni kira sözleşmesi düzenlenmesi nedeniyle kira yükümlülüğünün yeniden hesaplanmaya başlamasıyla kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla yükselmiştir.

Ticari borçlar. Şirket'in kısa vadeli ticari borçları, 2020 yılsonunda 48,2 milyon TL iken 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre %120,0 artışla 101,5 milyon TL'ye yükselmiş olup ilgili dönemdeki artışın temel sebebi 2020 yılında başlayan pandemi sonrası dönemde hammaddeye ulaşımın sektörde zorlaşması ile hammadde fiyatlarının 2021 yılında yükselmesidir. Ayrıca ilgili yarıdaki satış hacmindeki yükseliş, enflasyon ve kur artışına bağlı olarak Şirket'in alış fiyatlarının yükselmesi ticari borçları etkilemiştir. Ticari borçlar, 2022 yılsonunda 2021 yılsonuna göre %28,9 artışla 128,8 milyon TL'ye yükselmiş olup artışın temel sebebi Şirket'in artan iş hacmiyle beraber yaşanan enflasyonist etkidir. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla da ticari borçlar, 2022 yılsonuna göre %7,5 düşüşle 119,2 milyon TL' olarak kaydedilmiştir. Kısa vadeli ticari borçların toplam kaynaklar içindeki payı 2020, 2021 ve 2022 yılsonları ve 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla sırasıyla %14, %22, %19 ve %13'tür.

Finansal Analiz

İlişkili taraflara diğer borçlar azaldı

Diğer borçlar. Şirket'in kısa vadeli diğer borçları, 2020 yılsonunda 19,2 milyon TL iken 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre %59,1 düşüşle 7,9 milyon TL'ye gerilemiş olup 2022 yılsonunda 2021 yılsonuna göre önemli oranda artarak 91,6 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla ise 2022 yılsonuna göre %43,3 düşüşle 15,2 milyon TL'ye gerilemiştir. İlişkili taraflara olan diğer borçlar ticari olmayan, finansman sağlamak amaçlı gerçekleştirilen işlemler kapsamında oluşmuştur. İlgili borçlara ilişkin faiz hesaplamaları yapılmaktadır. Cari dönemde ilgili borçların neredeyse tamamı kapatılmıştır.

Şirket yurtiçinde 2 bölgesel ana bayi ile çalışmaktadır

Kısa vadeli ertelenmiş gelirler. Şirket'in kısa vadeli ertelenmiş gelirleri, 2020 yılsonunda 13,3 milyon TL iken 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre %31,6 düşüşle 9,1 milyon TL'ye gerilemiş olup 2022 yılsonunda 2021 yılsonuna göre %137,9 artışla 21,7 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla da 2022 yılsonuna göre %61,6 artışla 35,1 milyon TL'ye yükselmiştir. 2022 yılsonu itibarıyla 6,0 milyon TL'lik gelecek aylara ait gelir faturası kesilmiş ancak stok sevkiyatı yapılmadığı için bir sonraki yılın hesaplarına girecek tutardan oluşmaktadır. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla 35,1 milyon TL'lik alınan sipariş avansları ise ağırlıklı olarak ana bayilerden Çimen Halı'dan satış sözleşmesine bağlı alınan bağları çekilerinden kaynaklanmıştır.

%30 özkaynak karlılığı

Uzun vadeli yükümlülükler. Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri, uzun vadeli borçlanmalar, kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler, uzun vadeli ticari borçlar, uzun vadeli karşılıklar, ertelenmiş vergi yükümlülüğü ve uzun vadeli diğer borçlardan oluşmaktadır. Uzun vadeli yükümlülüklerin toplam kaynaklar içindeki payı 2020, 2021 ve 2022 yılsonları ve 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla sırasıyla %19, %7, %2 ve 7'dir. Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri, 2020 yılsonunda 63,7 milyon TL iken 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre %47,3 düşüşle 33,5 milyon TL'ye, 2022 yılsonunda 2021 yılsonuna göre %65 düşüşle 11,7 milyon TL'ye gerilemiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla ise uzun vadeli kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülüklerin artmasının etkisiyle yılsonuna göre %410,3 artışla 59,8 milyon TL'ye yükselmiştir.

Yükselen karlılık ve makine teçhizat yeniden değerlemesi özkaynak artışında temel parametreler

%30 özkaynak karlılığı. Şirket'in özkaynakları 2020 yılsonunda 107,9 milyon TL iken, 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre %57,3 artışla 169,8 milyon TL'ye, 2022 yılsonunda 2021 yılsonuna göre %60,3 artışla 272,1 milyon TL'ye, 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla da 2022 yılsonuna göre %23,8 artışla 336,8 milyon TL'ye yükselmiştir. Özkaynaklardaki yükseliş temel olarak; dönemler itibarıyla artış gösteren karlılığa bağlı olarak görülmüştür. Bununla birlikte Şirket'in Gaziantep'te yer alan fabrikasında bulunan makine ve teçhizatların değer tespitine yönelik yaptırılan değerleme raporları kapsamında görülen değer artışlarının da özkaynakların yükselmesinde etkil olmuştur. 2023/09'da oluşan son 4 çeyrek net dönem karına göre özkaynak karlılığı %30 oranına ulaşmıştır.

Finansal Analiz

2020, 2021, 2022 ve 2023/09'da pazarlama giderlerinin satış payı sırasıyla %11,3, %9,1, %4,6 ve %2,6 olarak gerçekleşmiştir.

Kur farkları esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerde en önemli kalemler

Yatırım amaçlı gayrimenkuller konut ve arsadan oluşmakta olup ilgili varlıkların yeniden değerlemesi yatırım faaliyetlerinden gelir üretmektedir

Şirket sipariş usulü çalıştığı için 2020'de siparişlerin büyük oranda kesintileşmesi ile pandemi şirket'i 2021 yılında daha çok etkilemiştir

2021'de kar marjından feragat edilerek yeni ihracat pazarlarına girilmesi ve pandemi EBITDA ve net karlıktaki gerilemenin temel sebepleri

Pazarlama giderleri. Şirket'in 2020 yılında 16,3 milyon TL olan pazarlama, satış ve dağıtım giderleri, 2021 yılında 2020 yılına göre %20,9 artışla 19,8 milyon TL'ye yükselmiş olup 2022 yılında ise 2021 yılına göre %28,5 düşüşle 14,5 milyon TL'ye gerilemiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara döneminde de bir önceki yılın aynı dönemine göre %30 artışla 13,3 milyon TL'ye yükselmiştir. Prim giderleri; satış karşılığında ana bayilere ödenen satış primlerinden, ihracat giderleri; navlun, sigorta ve gümrükleme, iç nakliye yanmazlık test masrafları gibi giderlerden oluşmaktadır. Kargo ve nakliye giderleri ise yurt içi sevkiyat giderleridir.

Esas faaliyetlerden diğer gelir/giderler. Şirket'in 2020 yılında 3,3 milyon TL olan esas faaliyetlerden diğer gelirler, 2021 yılında 2020 yılına göre %801 artışla 23,2 milyon TL'ye yükselmiş olup 2022 yılında ise 2021 yılına göre %38,4 düşüşle 14,7 milyon TL olarak kaydedilmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara döneminde de bir önceki yılın aynı dönemine göre %40,2 düşüşle 13,1 milyon TL'ye gerilemiştir. Şirket'in 2020 yılında 3,6 milyon TL olan esas faaliyetlerden diğer giderler, 2021 yılında 2020 yılına göre %350,6 artışla 16,3 milyon TL'ye, 2022 yılında da 2021 yılına göre %38,5 artışla 22,8 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara döneminde de bir önceki yılın aynı dönemine göre %70,2 artarak 44,2 milyon TL'ye yükselmiştir. Esas faaliyetlerden diğer gelir/giderler içinde en önemli kalemler, ticari alacak ve borç kur farkı gider ve gelirleri olup söz konusu rakamlar Şirket'in ipik alımlarını dövizle endekseli olarak yapması nedeniyle, sipariş verdiği tarih ile ödeme tarihi arasındaki oluşan kur farklarından oluşmaktadır. Ayrıca ihracat bazlı oluşan döviz bazlı ticari alacaklardaki kur değişimi de ilgili hesaplarda etkili olmaktadır.

Yatırım faaliyetlerinden gelirler. Şirket'in 2020 yılında 0,8 milyon TL olan yatırım faaliyetlerinden gelirleri, 2021 yılında 2020 yılına göre %165,3 artışla 0,95 milyon TL'ye, 2022 yılında da 2021 yılına göre %330,3 artışla 3,9 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara döneminde de bir önceki yılın aynı dönemine göre %258,7 artışla 6,3 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkulleri, Sarıyer/Sakarya'da bulunan 1 adet tarla, Phyalepağa/İstanbul'da bulunan 1 adet konuttan oluşmakta olup söz konusu yatırım amaçlı gayrimenkuller için yaptırılan değerlendirme raporları kapsamında oluşan değer artışları çerçevesinde 2022 yılı ve 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla yatırım faaliyetlerinden gelirler hesabında da artış görülmüştür.

Finansman giderleri. Şirket'in 2020 yılında 27,7 milyon TL olan finansman giderleri, 2021 yılında 2020 yılına göre %4,8 artışla 29,0 milyon TL'ye, 2022 yılında da 2021 yılına göre %51,2 artışla 43,9 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %33,6 oranında artarak 42,5 milyon TL olmuştur. Şirket'in finansman giderleri temel olarak faiz giderlerinden oluşmakta olup finansal borçlarla beraber artış göstermiştir. Tamamına yakın ilişkililerle yapılan para transferleri nedeniyle edat faiz gelirlerinden oluşan finansman gelirleri, 2020, 2021, 2022'de sırasıyla 1,7 mn TL, 1,3 mn TL ve 4,0 mn TL olarak gerçekleşirken 2023/09'da bir önceki yılın aynı dönemine göre %48,9 artarak 3,2 mn TL olarak kaydedilmiştir.

EBITDA gelişimi. Şirket 2020, 2021, 2022 yıllarında sırasıyla 65,5 mn TL, 41,5 mn TL ve 117,7 mn TL EBITDA üretmiştir. 2023/09'da ise 158,8 mn TL EBITDA ile önceki senenin aynı dönemine göre %121,8'lik büyüme yakalanmıştır. 2023/09'da son 4 çeyrek EBITDA kalemi 204,9 mn TL olarak kaydedilirken 2023/08-2020 arasında EBITDA'da yıllık bileşik büyüme oranı %80,7 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 2020 yılında 22,9 milyon TL olan net karı, 2021 yılında 2020 yılına göre %24,7 düşüşle 17,2 milyon TL'ye gerilemiş olup 2022 yılında ise 2021 yılına göre %323,8 artışla 72,9 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %78,9 artışla 64,9 milyon TL'ye yükselmiştir. 2023/09'da son 4 çeyrek net dönem karı ise 101,2 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında başlayan pandemi ile dünyadaki ticari faaliyetlerin olumsuz etkilenmesi, taşıma maliyetlerinin yükselmesi, yurt içinde döviz kurunda yaşanan artışlar ile finansman giderleri ve hammadde maliyetlerinin artmasıyla 2021 yılında net kar azalmıştır. Pandemi süresince Türkiye genelinde yaşanan hammadde tedarik sıkıntısı sebebiyle, hali aşküründe ipik tedarik zorlaşmış; buna rağmen hasılatta düşüş yaşanmamıştır. 2021'de yeni ihracat pazarlarına girebilmek adına kar marjından feragat edilmesi de bu durumda etkili olmuştur. 2022 yılında pandeminin etkilerinin azalması ve tedarik zincirindeki rahatlamadan kaynaklı karlılıkta artış artmıştır.

Gelir Tablosu

31 Aralık, TL	2020 Gerçekleşmiş ÖBDR	2021 Gerçekleşmiş ÖBDR	2022 Gerçekleşmiş ÖBDR	2022/09 Gerçekleşmiş ÖBDR	2023/09 Gerçekleşmiş ÖBDR	Son 4 Çeyrek	2020-2023/09 YBBO (%)
Net Satışlar	144.437.631	217.261.813	313.096.460	242.136.837	517.439.810	588.398.423	66,7%
Değişim		50,4%	44,1%		113,7%		
Satışların Maliyeti	(73.759.462)	(158.869.140)	(185.168.895)	(163.167.728)	(340.084.791)	(362.085.458)	78,3%
Değişim		-17,3%	119,1%		124,6%		62,7%
Brüt Kar	70.648.069	58.392.673	127.927.565	78.979.909	177.354.819	226.313.965	
Değişim		-17,3%	119,1%		124,6%		
Brüt Marj	48,9%	26,9%	40,9%	32,6%	34,3%	38,5%	
Genel Yönetim Gid.	(4.089.843)	(5.147.413)	(8.301.624)	(6.376.946)	(18.539.797)	(20.464.475)	79,6%
Değişim		25,9%	61,3%		199,7%		
Geçire Oranı	2,8%	2,4%	2,7%	2,6%	3,6%	3,5%	
Satış-Pazarlama Değ. Gid.	(16.336.750)	(19.754.387)	(14.521.922)	(10.252.306)	(13.328.247)	(17.597.863)	2,7%
Değişim		20,9%	-26,6%		30,0%		
Galine Oranı	11,3%	9,1%	4,6%	4,2%	2,6%	3,0%	
Toplam Faaliyet Giderleri	(20.428.593)	(24.901.800)	(22.823.546)	(16.629.252)	(31.868.044)	(38.062.338)	25,4%
Değişim		21,8%	-8,3%		91,6%		
Geçire Oranı	14,1%	11,6%	7,3%	6,9%	6,2%	6,6%	
Faaliyet Karı	50.221.476	33.490.873	105.114.509	62.349.657	145.496.775	188.251.627	61,7%
Değişim		-33,3%	213,9%		133,3%		
Faaliyet Kar Marjı	34,8%	15,4%	33,6%	25,7%	28,1%	32,0%	
Amortisman	5.334.801	8.053.580	12.579.508	9.248.069	13.296.906	16.630.325	51,2%
EBITDA	55.556.277	41.544.463	117.694.017	71.596.748	168.783.681	204.881.952	60,7%
Değişim		-26,2%	183,3%		121,6%		
EBITDA Marjı	38,5%	19,1%	37,6%	29,6%	30,7%	34,6%	
Esas Faaliyet. Dış. Gel.	3.307.548	23.187.192	14.745.673	21.935.520	13.106.893	5.917.046	23,6%
Esas Faaliyet. Dış. Gid.	(3.813.657)	(16.282.808)	(22.650.813)	(25.970.698)	(44.202.063)	(40.782.208)	141,4%
EBİT	49.915.367	40.395.257	97.398.369	58.314.690	114.391.605	153.389.465	60,4%
Değişim		-19,7%	140,9%		96,2%		
EBİT Marjı	34,6%	18,6%	31,1%	24,1%	22,1%	26,1%	
Yat. Faal. Gel., Net	822.997	905.664	3.896.932	1.749.121	6.274.811	8.422.622	
Fin. Gid., Net	(26.052.167)	(27.760.861)	(39.695.275)	(29.630.373)	(39.243.895)	(49.808.797)	26,3%
Vergi Önceki Kar	24.686.197	13.538.960	61.311.028	30.433.257	81.422.521	112.300.290	73,5%
Vergi	(313.148)	(1.260.610)	(2.095.968)	(3.528.228)	(12.719.630)	(12.089.368)	
Ertelemiş vergi geliri / (gideri)	(1.491.824)	4.944.696	14.580.339	9.791.740	(3.766.169)	1.022.430	
Efektif Vergi Oranı	1,3%	9,3%	4,7%	11,6%	15,6%	10,8%	
Net Kar	22.861.227	17.224.036	72.995.399	38.698.799	64.936.722	101.233.352	71,7%
Değişim		-24,7%	323,6%		76,9%		
Net Marj	15,8%	7,9%	23,3%	15,2%	12,5%	17,2%	

Değerleme**Değerleme Yöntemleri**

Şirketin pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

Gelir ve Pazar yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak uygulanmıştır

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

Statik olmayan iş modelleri için İNA daha uygundur

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayım dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelliğindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

Piyasa Çarpanları Analizi. Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolarındaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlendirmede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarından biridir. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlendirmeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır.

EV/EBITDA ve F/K çarpanı kullanılmıştır

Öne çıkan çarpanlar. Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in sektöründe sıkça kullanılan Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA) ve F/K çarpanları kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen (30.09.2022-30.09.2023) EBITDA ve net kar esas alınarak şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA)

Piyasa Değeri/Net Kar (F/K)

Genel Varsayımlar. Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır:

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek izahnamede yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

-Şirket yönetimi ve kıllı personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğolmayacağı.

Yönetim tarafından belirlenen projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir.

Değerleme Metodolojileri

İNA

%27,9 AOSM ve %32,7 özsermaye maliyeti modellenmiştir

%27,9 AOSM. 10 yıllık devlet tahvilinin son 3 aylık ortalaması olan %27,22 hesaplanmaktadır. Değerleme tarihi itibarıyla kapanış seviyesi 3 aylık ortalamasının altında olmasına rağmen muhafazakar tarafta kalmak adına kapanış variel alınmamıştır. Yıllara sarfı 10 yıllık devlet tahvili faizlerinin düşeceği beklentisi mevcut olup son dönem halka arz fiyat tespit raporlarında bu durum AOSM hesabında dikkate alınmaktadır. İşbu raporda risksiz getirinin projeksiyon dönemi ve uç değerlerde değişmeyeceği varsayılmış olup düşen oranlarda risksiz faiz oranı kullanılması durumunda AOSM'nin yıllara sarfı düşeceği göz önünde bulundurulmalıdır. En iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz %5,5 sermaye piyasası risk primi kullanılmıştır. Şirket'in borsada işlem görmeye başlayacak olması nedeniyle FVFM varsayımlarına göre özsermaye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemiştir. Şirket paylarının borsalarda işlem görmemesi ve alıcının blok lotlarda pay alacak olması firmaya özgü riskin oluşmasını beraberinde getirmektedir. Şirket'in kaldırıcı tutarı dikkate alınmıştır. Şirket'in paylarının ilk defa borsada işlem göreceği olması sebebiyle beta 1x olarak alınmıştır. Şirket'in borçlanma maliyeti risksiz getirinin 200 baz puan üstü olarak kabul edilmiştir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")		
TL		
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli		
Risksiz Faiz Oranı	27,22%	10 Yıllık TL bazlı Devlet Tahvilinin Değerleme Tarihi İtibarıyla 3 aylık ortalaması olarak dikkate alınmıştır.
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Payları İlk Defa Borsada İşlem Görecek Şirket İçin 1 Kabul Edilmiştir.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Görmüş Yatırım İktisini Yansıtan %5,5 Özsermaye Piyasa Risk Primi Kullanılmıştır.
Özsermaye Maliyeti	32,7%	Risksiz Arzdenetim Oranı+(Özsermaye Piyasa Risk Primi*İşlem Görmüş Aktif Beta)
AOSM		
Özsermaye Maliyeti	32,7%	Yukarıda Hesaplanmış Olan Özsermaye Maliyeti
Borç Maliyeti	29,2%	Uzun Vadeli Risksiz Getiri +%2
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	48,2%	Mevcut Bilanço Ve Yurtiçi Borçlarının Ortalaması Dikkate Alınmıştır.
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	50,8%	1- Toplam Finansmandaki Borç Oranı
Kurumlar Vergisi Oranı	21,0%	Projeksiyon Dönemindeki Ortalama Vergi Oranı Alınmıştır.
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	27,9%	(% Özsermaye Oranı X Özsermaye Maliyeti) + (% Borç Oranı X (1 - Kurumlar Vergisi) X Borç Maliyeti)



Net Borç

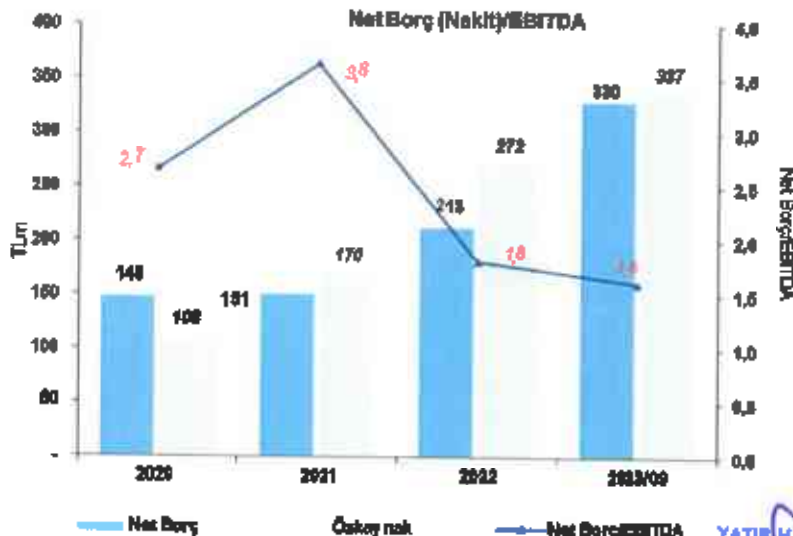
TL kredilerde ortalama faiz oranı %24 olup 2023/09'da net borç 329,9 milyon TL'dir.

Carl dönemde borçların önemli bir kısmı TL bazlı olup büyük bir kısmı kısa vadeli'dir.

1,6x Net Borç/EBITDA. Net borç hesabına Şirket'in ticari amaçlı olmayan ve diğer borç/alacaklarda takip edilen grup içi finansman amaçlı borç/alacak bakiyeleri de dahil edilmiş olup Şirket Yönetimi bu alacak ve borçların bakiyelerinin azaldığını ifade etmiştir. 2020 yılında 148,4 milyon TL olan net borç 2021 yılında önemli bir artış göstermemiş ve 151,1 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket'in 2022 yılındaki net borcu 213,5 milyon TL'ye yükselmiş olup temel sebebi işletme sermayesi için kullanılan banka finansmanı ve diğer borçlardır. Kısa ve uzun vadeli kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler, Şirket'in Doğu Taşıt'tan Şirket merkez ofisi ve fabrika binasının TFRS 16 kapsamında muhasebeleştirilmesinden kaynaklanmaktadır. 2019 yılında yapılan kira sözleşmelerine dayanarak hesaplanan yükümlülükler, aylık amortismanlar sonucu 2022 yılında kira sözleşme süresinin sona gelmesiyle 41,089 TL'ye gerilemiştir. 2023 yılı başında 10 yıl süreli yeni kira sözleşmesi düzenlenmesi nedeniyle kira yükümlülüğünün yeniden hesaplanmaya bağlanması sonucunda kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülüklerin kısa vadeli kısmı, 30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla 3,0 milyon TL'ye ve uzun vadeli kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler ise 49,2 milyon TL'ye yükselmiştir. 2023/09'da net borç 329,9 milyon TL hesaplanırken TFRS 16 kapsamındaki kiralama yükümlülükleri hariç net borç rakamı ise 277,8 milyon TL'dir. Artan borçluluğu üretilen EBITDA ile ölçmek daha anlamlı sonuçlar doğurmaktadır. 2020 ve 2021'de Net Borç/EBITDA rasyosu yüksek seyredirken 2022 ve 2023/09'da sırasıyla 1,6x ve 1,6x olarak gerçekleşmiş ve düşük borçluluğa işaret etmiştir. 2023/09 itibarıyla Şirket'in finansal borçlarının büyük bir kısmı TL bazlı olmakla birlikte kısmen Euro kredi kullanılmıştır. 2023/09 itibarıyla TL kredilerde faiz %23,8 seviyesinde seyredirken Euro kredide faiz oranı %6,39'dur.

Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç				
TL'm	2020	2021	2022	2023/09
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,6	6,7	5,4	23,9
Diğer Alacaklar*	0,2	3,4	14,6	39,9
Kısa Vad. Finansal Yatırımlar	-	0,1	-	-
Kısa Vadeli Borçlanmalar	19,0	60,6	118,2	306,5
Uzun Vad. Borç. Kısa Vad. Ks.	56,5	64,2	15,4	11,5
KV Kiralama Yük.	2,6	3,1	0,0	3,0
Diğer Borçlar*	19,2	7,9	91,6	15,2
Uzun Vadeli Finansal Borç	54,7	25,4	10,2	8,2
UV Kiralama Yük.	3,0	0,0	-	49,2
Net Borç	148,4	151,1	213,5	329,9
Özkaynak	107,9	189,8	272,1	336,8
Net Borç/Özkaynak	137,8%	80,0%	78,5%	97,9%
Net Borç/EBITDA	2,7	3,6	1,8	1,6
EBITDA**	55,8	41,5	117,7	204,9

*Grup içi finansman işlemlerinden oluşmaktadır.
**2023/09 yılık finansman EBITDA'ya Net olarak alınmıştır.



İşletme Sermayesi

Dönem sonu varlıklar yerine yıl ortalamasına göre işletme sermayesi modellenmiştir

2022 yılında 243,0 milyon TL işletme sermayesi ihtiyacı bulunan Şirket'in 2023 sonunda 271,4 milyon TL ihtiyacı olacağı ve gelire oranının %41,6 olacağı öngörüldükten sonraki yıllarda bu oranının %20-30 bandında kalacağı varsayılmıştır

Atıl stokların sabitlenmesiyle normalize işletme sermayesi. İşletme sermayesi analizi yapılırken bilanço verileri dönem başı ve dönem sonunun ortalaması şeklinde dikkate alınmıştır. Hek sektöründe ticari alacak vadelerinin uzun olduğu Şirket Yönetimi tarafından beyan edilirken pandemi döneminde bu vadelerin bir miktar daha uzadığı ve 2020-2021 yıllarında sırasıyla 289 ve 183 gün kaydedildiği görülmektedir. 2022 yılında alacak vadeli 2021 yılına göre gerileyerek 166 gün kaydedilmiştir. 30 Eylül 2023 bilançosuna göre hesaplanan ticari alacak vadeli 157,9 gün seviyesinde yer almakta olup 2023 yılının sonunda 150 gün olacağı öngörülmüştür. 2024 yılında da 150 gün olacağı varsayılırsa sonraki yıllarda Şirket yönetimi gelirdeki payının artması beklenen ve alacak vadeleri yurtiçine göre daha düşük olan ihracatın da etkisiyle toplam alacak vadesinin kademeli şekilde 136 gün seviyelerinde normalize olacağını beklemektedir. Ayrıca Şirket'in satış hacmi arttıkça müşteri nezdinde gücünün artmasıyla alacak vadelerinin kısmen düzleşeceği öngörülmektedir. Ticari borç ödeme vadeleri de hali sektörü özelinde oldukça yüksek seyredirken Şirket'in 2020-2022 dönemi borç ödeme vadeleri sırasıyla 257 - 186 - 236 gün seviyesindedir. Ortalama ticari borç ödeme vadeli 2023/09 ara döneminde yapılmış olan ödemelerin etkisiyle tek seferlik 125,6 güne düşmüş olsa da Şirket yönetimi ile yapılan görüşmelerde ara dönemin fiili durumu yansıtmadığı ve 2023 yılsonunda ticari borçların 200 milyon TL seviyesinde olacağı ifade edilmiş olup bu durumda borç ödeme vadesinin ortalama 150 gün olacağı hesaplanmıştır. Böylelikle alacak ve borç gün süreleri 2023 yılında 150 gün kabul edilirken sonraki yıllarda da eşit olacağı kabul edilmiş ve borç ödeme gün süresi 2024 yılında 150 gün, 2025 yılında 145 gün ve sonrasında 135 gün olarak öngörülmüştür. Stok gün süresi 2020-2022 yılları arasında 573 - 353 - 422 gün hesaplanmış olmasına rağmen vadelerin yüksek olmasının temel sebebi Şirket'in stoklarında uygun alıcı ve fiyat için bekletilen, kullanılmamış durumdaki çoğunluğu ipelik olan malzemelerin stok bakiyelerini yüksek göstermesidir. 2023'ün ilk yarısında Şirket atıl durumda olan bu stokları satarak envanterini güncelleştirmiş ve uzun süreli stoklar bilançodan çıkarılmıştır. Yönetim bundan böyle 90-100 gün bandında stok gün süresi beklerken modelde 2023-2026 arasında sırasıyla 150-110-105-100 gün stok tutma süresi öngörülmüştür. Şirket atıl durumda olduğu ifade edilen ve uzun süreli bekleyen ipelik stoklarını 2023'ün ilk yarısında sattığını ifade etmiştir. Dolayısıyla geçmiş dönemde üretilmiş kullanılmayan stoklar nedeniyle stok gün süresi yüksek seyretmiştir. 2023/09 itibarıyla BDR'deki stok tutan 129 milyon TL'dir (2022 yıl sonu 237 milyon TL) ve stok gün süresi sadece 2023/09 stokları dikkate alındığında 130 gün hesaplanmaktadır. 2023 yılında bu rakam 150 gün olarak kabul edilirken sonraki yıllarda enflasyondaki beklenen düşüşün de etkisiyle stok tutma ihtiyacının azalacağı da göz önünde bulundurularak kademeli şekilde 100 güne düşürülmüştür. Verilen avanslardan oluşan peşin ödenmiş gider gün süresi 2020-2022 döneminde 2,2 - 2,3 - 31,2 gün seviyelerindedir. 2022 yılındaki yüksek enflasyonist ortamın etkisiyle hammadde tedariklerini garantilemek adına verilen avansların arttığı ifade edilirken projeksiyon döneminde enflasyonda yaşanacak gerileme ile PÖG süresinin kademeli şekilde düşeceği varsayılmıştır. Alınan avanslardan oluşan ertelenmiş gelir gün süresi ise 2020 - 2022 dönemleri arasında sırasıyla 33,7 - 18,9 - 18,0 gün hesaplanırken projeksiyon döneminde son 3 yılın ortalamasına olan 22,1 gün olacağı öngörülmüştür. Net borç hesabında dikkate alınmayan diğer dönem varlıklar ve diğer kısa vadeli yükümlülüklerin cari dönemde hesaplanan gün sürelerinin projeksiyon dönemi boyunca gerçekleşeceği varsayılmıştır.

İşletme Sermayesi (mTL)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Ticari Alacaklar, Ort.	114	160	141	260	406	631	658	775	908
Stoklar, Ort.	110	154	214	174	160	219	267	326	380
Peşin Ödenmiş Giderler, Ort.	0	1	16	87	48	42	27	16	19
Diğer Dönen Varlıklar, Ort.	0	5	10	0	9	12	15	18	21
Ticari Borçlar, Ort.	62	81	120	174	238	382	381	438	613
Ertelenmiş Gelirler, Ort.	13	11	16	39	60	81	104	127	148
Diğer Kısa Vadeli Yük., Ort.	2	2	3	18	13	17	22	27	31
Satışlar	144	217	313	653	968	1.338	1.719	2.094	2.458
Satış	74	158	185	423	660	780	976	1.188	1.395
Ticari Alacak Vadeli, Ort.	289,0	182,8	164,5	158,0	180,0	145,0	136,0	135,0	138,0
Stok Tutma Süresi, Ort.	572,8	352,9	422,3	150,0	110,0	105,0	100,0	100,0	100,0
PÖG Süresi, Ort.	2,2	2,3	31,2	76,0	31,2	28,0	10,0	6,0	5,0
Diğer Dönen Varlıklar, Ort.	1,0	7,8	11,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Ticari Borç Vadeli, Ort.	257,4	185,9	236,9	180,9	180,9	148,9	135,9	138,0	135,0
Ertelenmiş Gelir Süresi, Ort.	33,7	18,9	18,0	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1
Diğer KV Yükümlülükler, Ort.	8,7	4,4	8,2	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Net Dönüşüm	585,2	537,1	378,0	197,9	114,0	87,9	82,8	77,9	77,9
İşletme Sermayesi	163,9	174,2	243,0	312,0	327,7	403,3	457,9	541,8	634,1
Değişim	163,9	10,3	68,8	69,0	15,7	75,6	54,6	83,9	92,3
İşletme Sermayesi/Satış	113,8%	80,2%	77,6%	47,6%	33,3%	30,2%	26,6%	25,9%	25,9%

Nakit Akışı

Değerleme standartlarının izin verdiği ölçüde nakit akımlarının dönem ortasında oluşacağı varsayılırken İNA modeli 2.802 mn TL değer tespit etmiştir. 30 Eylül 2023 tarihli nakit akım değeri değerlendirme tarihi olan 5 Aralık 2023'e özsermaye maliyeti ile getirmiştir.

2023 yılı nakit akımından 2023/09'da oluşan nakit akımı çıkarılarak model kurgulanmıştır

İNA yaklaşımı ile iskonto öncesi pay başı 38,03 TL değer. 2023-2028 arası dönemde Şirket yönetimiyle yapılan görüşmeler neticesinde Info Yatırım tarafından hazırlanan nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir. 2023'ün dokuz ayında %114 gelir büyümesi kaydeden Şirket'in 2023 yılının tamamındaki gelir hedefi %109 artışla 653 milyon TL seviyesindedir. Bu artışın temelinde 2023'ün ilk yarısında deprem nedeniyle Mersin ve Iskenderun limanlarındaki lojistik probleminin ortadan kalkması ve 2023 Haziran ve Temmuz aylarında döviz kurlarında yaşanan yükselişin Şirket'in ihracat performansına olumlu etkilerinin olması ile yüksek seyreden enflasyon yalmaktadır. 2024 yılında üretimden elde edilen gelirlerde yaklaşık %14,2'lik bir reel büyüme yaşanacağı öngörülmesine rağmen ticari makine halinde reel büyüme olmayacağı, sadece enflasyon kadar gelir artışı olacağı öngörülmüştür. Şirketin ticari işlik satışlarının olmayacağı öngörülmesi nedeniyle toplam ticari ürün satış gelirinin düşeceği varsayılmış ve böylelikle toplam gelirlerin 2024 yılında beklenen ortalama enflasyon rakamı olan %54,1'in altında olacak şekilde %50,8 artışla 985 milyon TL'ye yükseleceği öngörülmüştür. Sonraki yıllarda ticari ürün satışları beklenen enflasyon kadar arttırılırken üretimden satışlarda azalan oranlarda reel büyüme öngörülmüştür. 2029 yılında reel büyüme olmayacağı varsayılarak uç değer büyüme oranı olan %5 kadar gelir ve maliyet kalemleri artırılmış ve uç değer öncesinde normalizasyon sağlanmaya çalışılmıştır. 2020'de %38,5, 2021'de %19,1 ve 2022'de %37,6 olan EBITDA marjının 2023 yılında %31,4 olacağı ve sonraki yıllarda %37,3-%37,6 bandında seyredeceği öngörülmüş olup 2020 ve 2022 marjlarının hafif altında olacağı varsayılmıştır. Şirket'in üretim tesisi ve merkez ofisi için 37.600 TL olarak aylık kira giderleri fabrika için 779.717 TL ve merkez ofisi için 37.600 TL olarak belirlenmiştir. TFRS16 kapsamında bu giderler kira olarak yazılmamakta; kullanım hakkı varlığı olarak amortisman ayrılmakta ve karşılığında faaliyet kiralama yükümlülüğü olarak finansal borçlara kayıt atılmaktadır. Fikri nakit akışını hesaplayabilmek adına Şirket'in ödeyeceği kira giderleri nakit akımlarından düşülürken finansal borçlardan da faaliyet kiralaması borçları çıkarılmıştır. Şirket 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu madde 32/7 ve 32/8'e göre ihracat faaliyetlerinden 5 puan ve imalat faaliyetlerinden 1 puan kurumlar vergisi indirimine sahiptir. Projeksiyon dönemi boyunca ihracat, yurtiçi imalat ve ticari ürün gelirlerinin gelirlerdeki payı hesaplanarak Şirket için ortalama kurumlar vergisi tespit edilmiş ve bu orandan 5 yıl boyunca halka arz kurumlar vergisi indirimi olan 2 puan düşülmüştür. Projeksiyon süresi 2029'da tamamlanmış ve normalize yıl sonrası ise %5 uç değer (devam eden değer) büyümesi uygulanırken İNA'da elde edilen değerlerin %32,2'si uç değerden kaynaklanmaktadır.

İNA (mTL)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	Normalize	Uç değer	
Net Satışlar	144	217	313	653	985	1.338	1.719	2.084	2.458	2.898	2.898	2.898	
Değişim		60%	44%	108%	51%	38%	26%	22%	17%	10%		5%	
EBITDA	58	42	118	209	370	498	642	783	920	1.012	1.062	1.062	
Değişim		-28%	183%	74%	81%	35%	20%	22%	17%	10%		5%	
EBITDA Marjı	38,5%	19,1%	37,6%	31,4%	37,6%	37,3%	37,4%	37,4%	37,6%	37,6%	37,6%	37,6%	
Esas Faaliyet Mali	50	48	97	188	357	498	628	788	904	1.001	1.051	1.051	
Değişim		-19%	141%	94%	90%	36%	29%	22%	18%	11%		5%	
TFRS16 Kira Giderleri	58,9	48,8	138,3	183,6	341,1	483,1	589,8	733,5	854,5	957,5	1.054,4	1.054,4	
Kurumlar Vergisi Matrahı	(0)	(1)	(3)	(20,5)	(72,1)	(97,7)	(128,4)	(154,4)	(181,8)	(220,5)	(231,5)	(231,5)	
Operasyonel Vergiler	0,5%	2,5%	2,2%	23,5%	21,1%	21,1%	21,1%	21,1%	21,8%	23,0%	23,0%	23,0%	
Elektrik Vergi Oranı	5	3	13	18	13	13	14	18	18	11		11	
Amortisman	(5)	(5)	(15)	(2)	(4)	(9)	(7)	(8)	(10)	(11)		(11)	
Net Yatırım Giderleri	3,8%	2,4%	4,7%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%		0,4%	
Yatırım/Satış	-1,0	-0,6	-1,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-1,0		-1,0	
Yatırım/Amortisman	164	174	243	312	328	493	458	542	634	887	732	732	
İşletme Bormayesi		(10)	(89)	(89)	(16)	(76)	(58)	(54)	(82)	(83)		(83)	
İşletme Bormayesi Değiş.		25	31	180	282	298	425	502	586	674	739	3.384,8	
Kaldıraçsız Nakit Akımı					%142	%13,8	%43,1	%18	%18,9	%12,9	%6,7	%5,0	
Değişim					27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	
AOSM					90	218	194	217	208	188	164	141	672

İndirgenmiş Nakit Akımı

İrma Değeri	1.888
Uç Değer Payı	28,0%
Uç Değer Büyüme	5,0%
Uç Değer Çıkış Çarpanı	3,2
Net Borç (Nakit)	338
TFRS16 Yükümlülükler	62,2
YAG	8,6
Piyasa Değeri (30.09.2023)	1.712
Piyasa Değeri (05.12.2023)	1.882
Hisse Sayısı	50
Hisse Fiyatı	38,03

2023/09 Serbest Nakit Akımı, mTL

EBITDA	158,78
Vergi	-127,2
Yatırım	1,45
NİS Değişim	-128,58
Serbest Nakit Akımı	6,45

İNA Duyarlılığı

EBITDA sapması, uç değer büyüme oranı ve AOSM'ye göre senaryolar

İNA duyarlılık analizi, İNA'dan hesaplanan hisse başı fiyatın İNA parametrelerine olan duyarlılığı farkı, AOSM oranları, uç değer büyüme oranları ve projeksiyon döneminde öngörülen EBITDA sapmasına göre analiz edilmiştir. AOSM baz senaryoya göre %5 ve %10 daha yüksek/düşük alındığında ve öngörülen EBITDA'lar %5 ve %10 daha yüksek/düşük okduğunda hisse başı fiyat 31,22-56,03 TL bandında değişmektedir. Öngörülen EBITDA'lar %5 ve %10 daha yüksek/düşük okduğunda ve uç değer büyüme oranı %1-%9 bandında değiştiğinde hisse başı fiyat 29,06-44,66 TL bandında değişmektedir. AOSM baz senaryoya göre +, - %5 ve %10 alındığında ve Uç Değer büyüme oranı %1-%9 bandında değiştiğinde hisse başı fiyat 34,07-56,70 TL bandında değişmektedir.

İNA Piyasa Değeri AOSM&EBITDA Duyarlılığı						
Baz Değer	mTL	AOSM				
		1802	22,7%	23,9%	25,2%	26,5%
EBITDA Sapması	-10,0%	2.143	1.967	1.814	1.680	1.561
	-5,0%	2.308	2.120	1.967	1.816	1.689
	0,0%	2.472	2.274	2.101	1.950	1.816
	5,0%	2.637	2.427	2.245	2.086	1.943
	10,0%	2.802	2.580	2.368	2.220	2.071

İNA'dan Hesaplanan Hisse Başı Fiyatın AOSM&EBITDA Duyarlılığı						
Baz Fiyat	TL	AOSM				
		36,03	22,7%	23,9%	25,2%	26,5%
EBITDA Sapması	-10,0%	42,87	39,34	36,28	33,59	31,22
	-5,0%	48,16	42,41	39,15	36,29	33,77
	0,0%	49,48	45,47	42,02	38,99	36,32
	5,0%	52,74	48,54	44,88	41,69	38,87
	10,0%	56,03	51,61	47,76	44,38	41,41

İNA Piyasa Değeri Uç Değer&EBITDA Duyarlılığı						
Baz Değer	mTL	Uç Değer Büyüme Oranı				
		1802	1,0%	3,0%	5,0%	7,0%
EBITDA Sapması	-10,0%	1.453	1.497	1.548	1.610	1.685
	-5,0%	1.572	1.619	1.675	1.741	1.822
	0,0%	1.691	1.742	1.802	1.873	1.959
	5,0%	1.810	1.866	1.928	2.004	2.096
	10,0%	1.930	1.987	2.055	2.135	2.233

İNA'dan Hesaplanan Hisse Başı Fiyatın Uç Değer&EBITDA Duyarlılığı						
Baz Fiyat	TL	Uç Değer Büyüme Oranı				
		36,03	1,0%	3,0%	5,0%	7,0%
EBITDA Sapması	-10,0%	29,06	29,94	30,97	32,20	33,70
	-5,0%	31,44	32,38	33,50	34,83	36,44
	0,0%	33,82	34,84	36,03	37,46	39,18
	5,0%	36,21	37,29	38,56	40,08	41,92
	10,0%	38,59	39,74	41,09	42,71	44,66

İNA Piyasa Değeri Uç Değer&AOSM Duyarlılığı						
Baz Değer	mTL	AOSM				
		1802	22,7%	23,9%	25,2%	26,5%
Uç Değer Büyüme Oranı	1,0%	2.244	2.084	1.943	1.817	1.703
	3,0%	2.347	2.170	2.016	1.877	1.755
	5,0%	2.472	2.274	2.101	1.950	1.818
	7,0%	2.631	2.402	2.206	2.037	1.888
	8,0%	2.833	2.564	2.337	2.143	1.977

İNA'dan Hesaplanan Hisse Başı Fiyatın Uç Değer&AOSM Duyarlılığı						
Baz Fiyat	TL	AOSM				
		36,03	22,7%	23,9%	25,2%	26,5%
Uç Değer Büyüme Oranı	1,0%	44,86	41,89	38,86	36,33	34,07
	3,0%	46,93	43,40	40,30	37,55	35,10
	5,0%	49,45	45,47	42,02	38,99	36,32
	7,0%	52,61	48,04	44,12	40,73	37,77
	8,0%	56,70	51,28	48,74	42,87	39,53

INA Varsayımları

Info Yatırım tarafından makro ekonomik modelin verdiği enflasyon ve kur beklentileri kullanılmıştır

Makro tahminler. Geçmiş veriler, Info Yatırım tarafından kurgulanan makro model ve Merkez Bankası tahminleri dikkate alınarak kur ve enflasyon varsayımları modele entegre edilmiştir. Her ne kadar dolar/TL tahminleri kurgulanmış olsa da Şirket'in ihracat fiyatlarının TL enflasyonu kadar artacağı öngörülmüştür. Şirket için TL bazlı bir değerlendirme modeli kurgulanmıştır. 2023 yılsonu enflasyonunun %65,7 ve ortalama enflasyonun %53,9 olacağı tahmin edilirken 2024 yılsonu ve ortalama enflasyonun sırasıyla %39,2 ve 54,1 olacağı öngörülmüştür.

Kurumlar vergisi. Efektif vergi oranı ihracat ve imalat teşvikleri ile halka arz teşviki göz önünde bulundurularak hesaplanmıştır. Gelirlerin içindeki ihracat, yurtdışı imalattan satışlar ve ticari ürün satışlarının yıllara sari ağırlığı hesaplanmış olup ihracat gelirleri %20, yurtdışı imalat gelirleri %24 ve ticari ürün satış gelirleri %25 kurumlar vergisiyle ağırlıklandırılarak yıllara sari efektif vergi oranı tespit edilmiştir. Bu orandan halka arz sonrası 5 yıllık dönem olan 2024-2028 yılları arasında %2'lik vergi istisnası modele entegre edilmiştir.

Yıllık Makro Veriler	Gerçekleşmiş				Tahmin					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Yıl Sonu TÜFE	441	505	687	1.128	1.870	2.602	3.279	3.945	4.535	5.094
Yıllık Enflasyon	11,8%	14,6%	36,1%	64,3%	65,7%	39,2%	28,0%	20,4%	15,0%	12,3%
Yıllık Ortalama TÜFE	418	470	582	968	1.490	2.298	2.948	3.621	4.250	4.825
Yıllık Ort. TÜFE Değişimi	15,2%	12,2%	19,6%	72,3%	53,9%	54,1%	28,3%	22,9%	17,4%	13,5%
Yıl Sonu ÖFE	454	568	1.022	2.021	2.985	4.304	5.574	6.828	7.947	9.018
Yıllık Üretici Enflasyonu	7,4%	25,1%	79,8%	97,7%	47,7%	44,2%	29,5%	22,5%	16,4%	13,5%
Yıllık Ortalama ÖFE	448	600	720	1.844	2.471	3.733	4.953	6.210	7.400	8.487
Yıllık Ort. ÖFE Değişimi	17,6%	12,2%	43,9%	128,6%	50,3%	51,1%	32,7%	25,4%	19,2%	14,8%
Yıl Sonu ABD CPI	257	280	279	297	306	314	321	327	334	341
Yıllık ABD Enflasyon	2,3%	1,4%	7,0%	6,5%	3,2%	2,5%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%
Yıllık Ortalama ABD CPI	256	289	271	293	305	310	318	324	331	338
Yıllık Ort. ABD CPI Değişimi	1,8%	1,2%	4,7%	8,0%	4,1%	1,9%	2,4%	2,1%	2,0%	2,0%
Yıl Sonu Dolar/TL	5,9402	7,3405	12,9775	18,8968	29,4869	40,9000	51,4294	60,8854	68,3915	75,3187
Yıllık Değişim	12,9%	23,8%	78,8%	44,1%	57,6%	38,8%	25,7%	18,0%	12,7%	10,1%
Yıllık Ortalama Dolar/TL	5,6897	7,0049	8,8889	14,5529	23,7071	34,9754	46,1438	55,7940	64,3428	71,8883
Yıllık Değişim	17,9%	23,9%	28,9%	86,3%	43,2%	47,6%	31,9%	20,9%	15,3%	11,4%

Kurumlar Vergisi Detayı	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Kurumlar Vergisi Matrahı, TL	178.655.754	341.078.969	463.053.887	599.834.180	733.510.391	864.310.388
Yurtdışı İmalat Geliri, TL	452.500.000	734.108.039	989.129.213	1.261.737.523	1.528.788.022	1.774.220.629
İhracat Geliri, TL	103.130.682	220.255.410	308.881.990	408.171.082	508.897.735	610.821.935
Ticari Ürün Satış, TL	97.617.551	30.824.428	39.554.759	48.804.818	57.059.662	64.780.575
Toplam Gelir, TL	653.248.233	985.187.878	1.337.545.962	1.718.513.233	2.094.443.419	2.449.823.139
Yurtdışı İmalat Kurumlar Vergisi Oranı	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
İhracat Kurumlar Vergisi Oranı	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Ticari Satış Kurumlar Vergisi Oranı	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Halka Arz Kurumlar Vergisi İndirimi		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Efektif Vergi Oranı	23,8%	21,1%	21,1%	21,1%	21,1%	21,0%
Ödenecek Vergi	20.520.290	72.093.508	97.731.671	126.434.408	154.447.329	181.756.788

INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
 Barış 313 00 00 Fec. 02/12/25
 Tel: 0212 313 00 00 Fec: 02/12/25
 Büyükdere Kurumlar V.D. 478 0036 307
 Mersis No: TR80090678700011 Tic.Sic.No: 271001

Ticari satış payı projeksiyonda azalacak. Şirket 2020-2023/09 dönemleri arasında özellikle yurtiçinde ticari ürün satış da gerçekleştirmiştir. Özellikle uzun süredir stoklarda tutulan ve artık kullanılması düşünülmeyen ipkiler 2022 yılında ve 2023 yılının ilk yarısında satılarak envanterden çıkarılmıştır. Şirket yetkilileri önümüzdeki dönemde böyle bir satış olmayacağını ifade etmiş ve projeksiyonda ticari ipik satış dikkate alınmamıştır. 2020 yılında halı satışların desteklemek adına ev tekstil ürünleri promosyon olarak verilmiş ve bu satışın elde edilen gelir yurtiçi ticari ev tekstil segmentinde sunulan olup projeksiyonda dikkate alınmamıştır. Artemis Hali kendi koleksiyonunda olmayan ürünleri diğer halı üreticilerinden almakta ve kendi markasıyla satışını gerçekleştirmektedir. Ticari makne halısı olarak sınıflanan bu segmentin 2023 ilk 9 ayındaki geliri 18,9 milyon TL olup 2023 beklentisi 20 milyon TL seviyesindedir. Sonraki yıllarda beklenen enflasyon oranı kadar artacağı öngörülmüş olup brüt kar marjının %9,1 seviyesinde olacağı varsayılmıştır.

Artemis Projeksiyon TL												
Yurtiçi Üretimden Hali Satışları	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Yurtiçi Toplam Hali Satışları m2	794,779	892,189	267,889	229,914	796,089	900,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,100,000	1,100,000
Yıllık Değişim		-22,0%	-64,1%		291,7%	267,7%	8,3%	8,0%	8,0%	3,0%	3,2%	2,2%
Yurtiçi Toplam Birim Fiyat, TL/m2	97	189	384	334	480	476	794	942	1,168	1,389	1,640	1,640
Yıllık Değişim		64,7%	147,3%		46,0%	29,0%	54,1%	28,3%	22,0%	17,4%	17,4%	13,0%
Yurtiçi Toplam Hali Satış Geliri, TL	77,888,649	82,718,716	108,188,268	74,682,166	387,938,880	423,900,000	794,168,000	949,428,000	1,201,737,000	1,389,798,000	1,774,220,000	1,774,220,000
Yıllık Değişim		27,0%	13,4%		392,4%	390,2%	62,2%	34,7%	27,0%	21,2%	16,7%	16,7%
Yurtiçi Ticari Ürün Satışları	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	
Yurtiçi Ticari İplik Satışları m2	374	475	881	488	1,080	1,080						
Yıllık Değişim		27,0%	22,2%		221,8%	174,4%						
Yurtiçi Ticari Birim Fiyat, TL/m2	23,762	37,484	187,819	118,819	48,187	48,187						
Yıllık Değişim		15,1%	198,0%		-68,7%	-65,2%						
Yurtiçi Ticari İplik Satış Geliri, TL	12,897,280	17,808,783	164,311,819	58,211,859	75,086,316	75,086,316						
Yıllık Değişim		39,9%	294,2%		29,5%	29,5%						
Yurtiçi Ticari Ev Tekstil, TL	28,870,880											
Yıllık Değişim		-100,0%										
Yurtiçi Ticari Makne Halısı, TL	41,888,320	48,184,282	28,184,182	14,878,187	28,088,888	28,088,888	28,088,888	28,088,888	28,088,888	28,088,888	28,088,888	
Yıllık Değişim		41,888,320	-2,7%		-23,0%	-69,2%	54,7%	28,3%	22,0%	17,4%	13,0%	
Yurtiçi Diğer Gelirler, TL	23,764,891	3,084,418	2,189,189	1,914,248	301,239	301,239						
Yıllık Değişim		-82,4%	-65,2%		-89,2%	-88,9%						
Yurtiçi Toplam Satış Geliri, TL	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	
Yurtiçi Toplam Satış Geliri, TL	128,218,997	188,698,137	280,899,877	163,897,948	684,975,378	684,117,361	794,962,488	1,028,688,872	1,318,342,148	1,589,848,888	1,800,801,280	
Yıllık Değişim		29,4%	34,9%		185,0%	102,0%	39,0%	34,8%	27,4%	21,0%	16,0%	
Yurtiçi Üretimden Hali Satışları	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	
Yurtiçi Toplam Hali Satışları m2	128,318	574,884	882,818	884,876	198,988	288,888	488,888	588,888	678,888	888,888	888,888	
Yıllık Değişim		321,0%	7,6%		-89,5%	-69,7%	38,8%	2,5%	7,8%	5,1%	8,6%	
Yurtiçi Toplam Birim Fiyat, TL/m2	111	187	477	188	273	288	484	883	798	841	884	
Yıllık Değişim		2,7%	84,7%		74,8%	59,8%	54,7%	28,3%	22,0%	17,4%	13,0%	
Yurtiçi Toplam Hali Satış Geliri, TL	16,188,881	81,888,237	108,188,272	76,188,288	52,388,232	102,138,888	228,288,418	388,288,888	488,171,888	688,887,738	818,881,588	
Yıllık Değişim		308,0%	67,3%		-31,7%	0,0%	173,8%	49,7%	38,2%	28,0%	20,7%	
Yurtiçi Toplam Satış Geliri, TL	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	
Yurtiçi Toplam Satış Geliri, TL	18,884,794	81,888,878	188,188,779	78,188,888	63,388,232	188,138,888	228,288,418	388,288,888	488,171,888	688,887,738	818,881,588	
Yıllık Değişim		308,1%	67,3%		-31,7%	0,0%	173,8%	49,7%	38,2%	28,0%	20,7%	
Yurtiçi Yurtiçi Toplam Satış Geliri	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	
Toplam Satış Geliri, TL	144,437,531	217,281,813	313,898,488	242,138,827	977,438,610	883,348,233	883,187,878	1,337,348,282	1,718,813,233	2,094,443,418	2,448,823,138	
Yıllık Değişim		50,4%	44,7%		173,7%	78,8%	68,8%	35,8%	28,3%	21,0%	17,0%	
İkmalat Kullanım Oranı	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	
Toplam Hali Üretim İkmalatı m2	1,838,838	1,891,728	1,891,728	1,891,728	1,894,304	1,894,304	1,894,304	1,894,304	1,894,304	1,894,304	1,894,304	
Yıllık Hali Satış, m2	891,889	1,188,874	881,888	728,188	882,872	1,388,888	1,488,888	1,588,888	1,688,888	1,788,888	1,788,888	
Yıllık Değişim		28,8%	-26,4%		38,8%	88,8%	14,8%	8,4%	5,7%	4,2%	3,0%	
İKMO	84,4%	64,2%	47,2%	68,7%	85,7%	85,2%	74,8%	78,2%	83,2%	88,7%	88,8%	
Yurtiçi Hali Satışları	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	
Yurtiçi Hali Satışları m2	794,779	892,189	267,889	229,914	796,089	900,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,100,000	1,100,000	
Yıllık Değişim		-22,0%	-64,1%		291,7%	267,7%	8,3%	8,0%	8,0%	3,0%	2,2%	
Yurtiçi Toplam Birim Fiyat, TL/m2	97	189	384	334	480	476	794	942	1,168	1,389	1,640	
Yıllık Değişim		64,7%	147,3%		46,0%	29,0%	54,1%	28,3%	22,0%	17,4%	13,0%	
Yurtiçi Hali Satış Geliri m2	128,318	874,884	882,818	884,876	198,988	288,888	488,888	588,888	678,888	888,888	888,888	
Yıllık Değişim		321,0%	7,6%		-89,5%	-69,7%	38,8%	2,5%	7,8%	5,1%	8,6%	
Yurtiçi Toplam Birim Fiyat, TL/m2	111	187	477	188	273	288	484	883	798	841	884	
Yıllık Değişim		-3,7%	64,7%		74,8%	59,8%	54,7%	28,3%	22,0%	17,4%	13,0%	
Toplam Satış m2	891,889	1,188,874	881,888	728,188	882,872	1,388,888	1,488,888	1,588,888	1,688,888	1,788,888	1,788,888	
Yıllık Değişim		29,0%	-26,4%		38,8%	88,8%	14,8%	8,4%	5,7%	4,2%	3,0%	
m2 başı Fiyat	88	189	245	211	428	427	883	823	1,088	1,178	1,332	
Yıllık Değişim		36,9%	83,9%		103,3%	74,0%	69,4%	27,0%	22,0%	17,1%	13,1%	
Yurtiçi Hali Satış Geliri	72,888,849	82,718,716	108,188,268	74,682,166	387,938,880	423,900,000	794,168,000	949,428,000	1,201,737,000	1,389,798,000	1,774,220,000	
Yıllık Değişim		27,0%	13,4%		392,4%	390,2%	62,2%	34,7%	27,0%	21,2%	16,7%	
Yurtiçi Hali Satış Geliri	18,884,881	81,888,878	188,188,779	78,188,888	63,388,232	188,138,888	228,288,418	388,288,888	488,171,888	688,887,738	818,881,588	
Yıllık Değişim		308,0%	67,3%		-31,7%	0,0%	173,8%	49,7%	38,2%	28,0%	20,7%	
Toplam Hali Satış Geliri	88,188,888	188,188,888	288,188,888	188,188,888	423,938,888	688,188,888	1,201,888,888	1,688,888,888	2,094,888,888	2,448,888,888	2,888,888,888	
Yıllık Değişim		75,1%	35,0%		173,4%	188,7%	38,8%	28,3%	22,0%	17,4%	13,0%	
Yurtiçi Ticari Satış Geliri	28,870,880											
Yıllık Değişim		-100,0%										
Toplam Ticari Satış Geliri	88,279,881	82,888,888	108,188,888	88,279,881	88,279,881	88,279,881	88,279,881	88,279,881	88,279,881	88,279,881	88,279,881	
Yıllık Değişim		11,8%	68,8%		8,0%	-6,8%	-89,4%	28,3%	22,0%	17,4%	13,0%	
Toplam Satış Geliri	144,437,531	217,281,813	313,898,488	242,138,827	977,438,610	883,348,233	883,187,878	1,337,348,282	1,718,813,233	2,094,443,418	2,448,823,138	
Yıllık Değişim		50,4%	44,7%		173,7%	78,8%	68,8%	35,8%	28,3%	21,0%	17,0%	

İNA Varsayımları

Şirket'in temel üretim girdisi iplik olup en büyük maliyet kalemini oluşturmaktadır.

Mevcut tesislerdeki makine ve ekipmanların yeni teknoloji olması sebebiyle üretim miktarının artması personel sayısına aynı oranda yansımamaktadır.

Genel üretim giderlerinin %75'i sabit giderlerden oluşmaktadır.

TFRS 16 kapsamındaki amortisman giderleri projeksiyon döneminde dikkate alınmadı.

Satışların maliyeti. Şirket'in üretimden satışlarının maliyeti ilk madde malzeme, direkt işçilik, genel üretim giderleri (GÜG) ve amortisman giderleri olarak 4 ana kalemden modellenmiştir. Ticari ürün satışlarının maliyeti %9,1 brüt kar marjı olacağı varsayımıyla hesaplanmıştır. İlk madde ve malzeme maliyeti hesaplanırken Şirket'in üretim sürecinde kullanmış olduğu reçetelerden hesaplanan metrekare başına iplik tüketimi 2020-2023/09 dönemi arasında incelenmiş ve Şirket yetkililerinin vermiş olduğu beyana istinaden 2023 ve sonrasında bir metrekare hali için kullanılacak iplik miktarının yaklaşık 2,30 kg olacağı öngörülmüştür. İplik fiyatları piyasada oluşan arz ve taleple beraber döviz kurlarındaki hareketten de etkilenmekte olup 2020-2023/09 döneminde sırasıyla 6,82 – 37,38 – 35,24 – 74,63 TL hesaplanırken 2023 yılının tamamında 78,36 TL olacağı öngörülmüş ve sonraki yıllarda beklenen ortalama enflasyon ile artırılmıştır.

İşçilik ve genel üretim giderleri. Direkt işçilik giderleri hesaplanırken Şirket yönetiminin öngördüğü satış miktarına göre istihdam edilmesi beklenen kişi sayısı ile ortalama personel maliyeti dikkate alınmıştır. Ortalama personel maliyeti hesaplanırken 2023 yılında ilk 6 aydaki aylık maliyete Temmuz 2023'te yapılan asgari ücret zammı eklenmiştir. 2024 yılındaki ortalama personel maliyeti 2023 yılı Aralık ayında öngörülen ortalama personel maliyetine yaklaşık %40 olarak beldenen asgari ücret artışı eklenerek hesaplanmıştır. Sonraki yıllardaki ortalama personel başı maliyet bir önceki yıla göre gerçekleşmiş enflasyon oranıyla artırılarak hesaplanmıştır. Şirket'in kapasite yatırımlarını tamamlamış olması ve mevcut üretim makinelerinin yeni teknoloji olması sebebiyle üretimdeki artış kadar personel ihtiyacı olmayacağı Şirket yetkilileri tarafından ifade edilmiştir. Böylelikle yıllara sari personel başı üretim ve satış metrekaresi artış göstermektedir. Genel üretim giderlerinin yaklaşık %75'inin sabit %25'inin üretime bağıli değişken giderlerden oluştuğu Şirket tarafından ifade edilmiş olup projeksiyon döneminde sabit giderler beklenen ortalama enflasyon ile değişken giderler ise enflasyonla beraber satış metrekaresindeki artışa göre modellenmiştir.

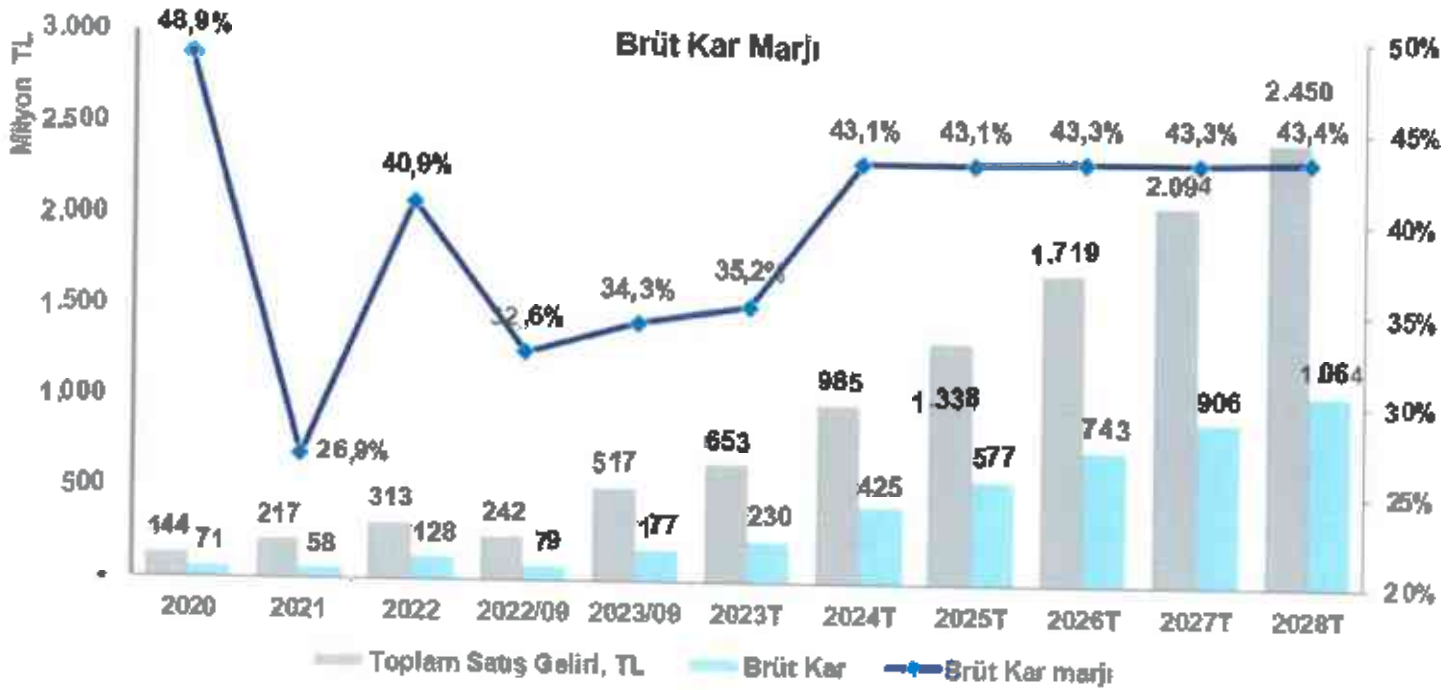
Amortisman giderleri. Şirket'in son 3 yıl ve 2023/09 döneminde bağımsız denetim raporunda yer alan TFRS bazlı finansal tablolarında kullanım hakkı varlıkların amortisman ayrıntı olarak giderleştirilmektedir. Projeksiyon döneminde kira giderleri nakit akımlarından ayrıca düşüldüğü için kullanım hakkı amortismanları hesaplanmamış, sadece maddi ve maddi olmayan duran varlıkların amortismanları projekte edilmiştir. Yeni yapılacak yatırımların 10 yılda amortisman ayrıntı olarak giderleşeceği ve bütün amortisman giderlerinin genel üretime yansıtacağı varsayılmıştır. Gelir ve maliyet varsayımları sonrasında Şirket'in 2020-2023/09 döneminde sırasıyla %48,9 - %26,9 - %40,9 - %34,3 olan brüt kar marjının karlılığı düşük olan ticari ürün segmentünün gelirlerdeki payının azalacak olmasının etkisiyle 2023 yılında %35,2'ye yükselmesi beklenirken sonraki yıllarda kapasite kullanım oranının yükselmesi ve verimli yatırımların sonucunda işçi verimliliğinin artması öngörüsüyle %43'ün üzerine çıkacağı beklenmektedir.

Satışların Maliyeti - İlk Madde Malz.	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
İlk madde ve malzeme, TL	14.983.232	57.891.183	118.888.022	107.368.888	150.422.973	244.483.750	412.491.187	603.182.928	727.874.248	889.548.187	1.044.950.286
Toplam Kullanılan Metrekarede, kg	2.136.842	1.581.878	3.374.169	2.341.847	2.417.888	3.128.880	3.498.800	3.894.800	3.818.800	3.978.888	4.117.000
Toplam Hali Satış, m2	891.888	1.108.874	881.888	725.188	952.872	1.200.888	1.488.888	1.688.888	1.688.888	1.788.888	1.788.888
m2 Hali Başına Harcanan Madde Kullanımı, kg	2,48	1,84	3,88	3,23	2,48	2,48	2,38	2,38	2,38	2,38	2,38
Ortalama Metrekarede Fiyat, TL/kg	6,82	57,38	35,24	45,88	74,63	78,36	128,77	164,98	198,43	223,58	284,61
Yükü Değişim		448,4%	-5,7%		82,8%	72,4%	64,7%	28,3%	22,0%	17,4%	15,2%

Satışların Maliyeti - Direkt İşçilik	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Direkt İşçilik Giderleri, TL	8.088.248	12.483.884	18.388.282	18.888.187	24.481.874	34.273.488	67.671.248	82.261.291	107.688.121	123.887.947	153.818.884
Yükü Değişim		52,0%	65,3%		82,7%	76,6%	68,9%	44,3%	30,6%	24,0%	15,0%
Ortalama Çabukluk Başına	113	137	128	131	138	150	198	148	148	148	188
Aylık Çabukluk Maliyeti, TL	8.888	7.883	12.821	11.384	28.387	21.871	38.325	48.828	61.784	74.328	88.483
Yükü Değişim		28,7%	88,2%		94,7%	74,7%	86,3%	86,2%	36,0%	20,4%	16,0%
Satışlar m2 Başına İşçilik, TL/m2	8,88	18,78	28,78	16,48	34,88	28,27	38,43	62,13	84,74	77,39	88,88
Yükü Değişim		20,2%	111,1%		34,0%	15,7%	46,6%	38,0%	24,2%	18,8%	17,7%
İşçi Başına Gelirler Hali, m2	7.888	8.444	8.348	8.554	18.112	10.888	11.888	11.288	11.448	11.888	11.833

Satışların Maliyeti - GÜG	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
GÜG (Amortisman Harcı), TL	8.888.877	18.483.887	28.488.157	28.441.282	34.822.880	32.884.273	82.188.798	98.877.284	84.882.881	100.487.327	115.818.344
Yükü Değişim		20,7%	65,2%		70,6%	88,7%	59,0%	30,4%	24,4%	18,0%	14,6%
Toplam Hali Satış, m2	891.888	1.108.874	881.888	725.188	881.872	1.200.888	1.488.888	1.688.888	1.688.888	1.788.888	1.788.888
Satışlar m2 Başına GÜG, TL/m2	8,8	9,1	34,1	28,5	38,8	28,2	35,1	43,1	61,4	68,1	64,3
Yükü Değişim		-7,1%	185,0%		-12,3%	-4,6%	39,7%	22,8%	19,4%	13,8%	10,7%

Satışların Maliyeti - Amortisman	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Amortisman Gİç. MDV+MDV	2.375.963	4.897.896	8.932.214	8.467.164	7.598.088	10.098.798	10.098.661	10.098.679	11.623.284	12.461.062	13.448.891
Amortisman Gİç. Kıtlıktan Hakkı Var,	2.491.265	2.442.886	2.833.367	1.847.825	2.911.618	2.911.618	-	-	-	-	-
Satışların Maliyeti - Ticari Mal	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Satışın Netiz maliyeti	37.832.348	79.836.338	14.908.643	19.328.391	89.261.546	87.817.581	26.822.288	26.926.572	44.166.017	51.872.429	88.881.432
Yükü Değişim		87,3%	-79,0%		644,0%	554,0%	-71,0%	22,3%	22,6%	17,4%	12,0%
Toplam SMM & Brüt Kar	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Toplam Satışların Maliyeti	79.798.482	168.688.946	155.168.285	143.167.728	340.064.791	422.591.547	690.171.161	790.478.252	876.015.364	1.186.334.904	1.388.193.837
Brüt Kar	79.848.680	68.982.873	127.908.888	78.878.900	177.564.818	230.255.288	425.618.985	577.088.830	743.487.848	988.316.615	1.063.710.681
Yükü Değişim		-17,3%	118,1%		124,0%	80,0%	84,6%	35,8%	28,8%	27,6%	17,4%
Brüt Kar oranı	48,9%	28,8%	46,9%	32,0%	34,3%	35,2%	43,1%	43,1%	43,3%	43,3%	43,4%



İNA Varsayımları

Personel giderlerinde öngörülen yüksek artış sonrası genel yönetim giderlerinin 2023 yılında %205 artacağı beklenmektedir.

Genel yönetim giderleri, Personel giderleri hesaplanırken 2023 yılında ilk 6 aydaki aylık maliyete Temmuz 2023'te yapılan asgari ücret zammı eklenmiştir. 2024 yılındaki ortalama personel maliyeti 2023 yılı Aralık ayında öngörülen ortalama personel maliyetine yaklaşık %40 olması beklenen asgari ücret artışı eklenerek hesaplanmıştır. Sonraki yıllardaki personel giderleri bir önceki yılsonundaki gerçekleşmiş enflasyon oranıyla artırılarak hesaplanmıştır. Danışmanlık giderleri 2022 ve 2023 yılında Şirket'in halka arz nedeniyle katlanmış olduğu giderlerin 2024 yılında normalize olarak 1,5 milyon TL olarak gerçekleştirileceği öngörülmüş ve sonraki yıllarda beklenen ortalama enflasyon kadar artırılmıştır. Amortisman giderlerinin 2023 yılından sonra aynı kalacağı varsayılmıştır. Diğer genel yönetim giderleri 2023 yılında ilk 9 aydaki çeyrek bazında gerçekleşmiş tutarların 2023'ün son çeyreğinde de gerçekleştirileceği varsayılarak hesaplanırken sonraki yıllarda beklenen ortalama enflasyon oranı kadar artacağı öngörülmüştür. Böylelikle 2023 yılında genel yönetim giderlerinin yıllık %205 artışla 25,9 milyon TL, 2024 yılında %29,0 artışla 32,7 milyon TL olacağı hesaplanmıştır. Genel yönetim giderlerinin genelde sabit giderlerden oluşması nedeniyle gelire oranının 2023 yılında %3,9 olacağı ve sonraki yıllarda kademeli düşüşle %3,0'a gerileyeceği öngörülmektedir.

Genel Yönetim Giderleri, TL	2020	2021	2022	2022/209	2023/209	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Personel giderleri	1.072.091	2.001.116	3.435.000	2.690.000	3.076.700	12.001.000	20.172.001	20.072.910	35.300.791	42.000.410	46.001.000
Yıllık Değişim		20,0%	34,1%		249,4%	208,3%	60,3%	90,2%	20,0%	20,4%	15,0%
Danışmanlık giderleri	910.000	000.000	2.300.100	1.210.000	3.000.000	4.700.000	1.500.000	1.900.000	2.300.000	2.770.000	3.100.000
Yıllık Değişim		100,0%	200,0%	171,0%	171,0%	113,4%	54,7%	20,3%	20,0%	17,4%	10,0%
Amortisman ve kira payı giderleri	407.000	707.000	001.000	077.000	1.000.000	2.001.001	2.001.001	2.001.001	2.001.001	2.001.001	2.001.001
Yıllık Değişim		100,0%	0,0%	0,0%	500,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Uygun giderleri	113.200	100.000	200.000	100.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Yıllık Değişim		0,0%	0,0%	0,0%	500,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Diğer giderleri	40.000	100.000	200.000	100.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Yıllık Değişim		200,0%	0,0%	0,0%	500,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bakım ve onarım giderleri	270.000	100.000	200.000	100.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Yıllık Değişim		-40,0%	40,0%	100,0%	74,4%	54,1%	20,0%	20,0%	20,0%	17,4%	10,0%
Vergi, resmî ve harç giderleri	00.000	00.000	00.000	00.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Yıllık Değişim		-10,0%	10,0%	10,0%	272,0%	363,0%	54,7%	20,0%	22,0%	17,4%	10,0%
Tamamî diğer giderleri	00.000	00.000	00.000	00.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Yıllık Değişim		100,0%	-52,0%	0,0%	200,0%	302,0%	54,7%	20,0%	22,0%	17,4%	10,0%
Diğer ve diğer giderleri	00.000	00.000	00.000	00.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Yıllık Değişim		0,0%	100,0%	0,0%	0,0%	70,7%	0,0%	20,0%	20,0%	17,4%	10,0%
Diğer giderleri	00.000	00.000	00.000	00.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Yıllık Değişim		-33,0%	0,0%	0,0%	-27,1%	27,0%	54,7%	20,0%	22,0%	17,4%	10,0%
Toplam GYS, TL	4.000.000	3.947.410	3.901.000	3.376.000	10.000.000	20.000.000	32.000.000	40.000.000	50.000.000	50.000.000	50.000.000
Yıllık Değişim		20,0%	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%	20,0%	20,0%	20,0%	10,0%	10,0%
Getire Oranı	2,0%	2,0%	2,7%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

NA Varsayımları

Pazarlama gider kalemlerinin önemli bir kısmı gelire endekslenerek projekte edildi.

Pazarlama giderleri, Bayilere satış hedefi nedeniyle verilen taffi, promosyon vb giderlerin yer aldığı prim giderlerinin 2023 ve sonraki yıllarda gelirin %0,9 seviyesinde olacağı öngörülmüştür. Personel giderleri hesaplanırken Şirket yönetiminin öngördüğü personel sayısı ile ortalama personel maliyeti dikkate alınmıştır. Ortalama personel maliyeti hesaplanırken 2023 yılında ilk 6 aylık aylık maliyete Temmuz 2023'te yapılan eşgari ücret zammı eklenmiştir. 2024 yılındaki ortalama personel maliyeti 2023 yılı Aralık ayında öngörülen ortalama personel maliyetine yaklaşık %40 olması beklenen eşgari ücret artışı eklenerek hesaplanmıştır. İhracat giderleri kısmen sabit gider olarak ifade edilmiş olup 2023 yılından itibaren İhracat gelirinin %1,8'i kadar olacağı varsayılmıştır. 2023 yılında 1,2 milyar TL'lik reklam harcaması öngören Şirket'in 2024 ve sonrasında gelirlerdeki büyümeyi desteklemek adına gelirinin %0,9'u kadar reklam harcaması yapacağı varsayılmıştır. Amortisman giderlerinin 2023 yılındaki seviyesinde kalacağı varsayılırken diğer gider kalemlerinin içinde hem sabit hem de değişken giderlerin yer alması nedeniyle gelire oranının 2023 yılında %2,5, 2024 yılında %3,6 olacağı ve sonraki yıllarda bu seviyeyi koruyacağı öngörülmektedir.

Pazarlama Giderleri, TL	2020	2021	2022	202209	202208	20221	20241	20251	20261	20271	20281
Prim giderleri											
Yükü Değişim	8.481.905	10.008.884	2.876.794	2.388.874	8.888.714	8.888.714	8.125.388	12.398.824	15.917.736	18.998.788	22.891.488
Gelire Oran	8,9%	4,0%	-73,0%	1,0%	126,1%	0,9%	60,0%	36,0%	28,0%	21,0%	17,0%
Personel giderleri											
PAZ Ortalama Personel Sayısı	29	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28
Aylık Personel Maliyeti	4.577	5.884	6.281	8.882	13.885	14.582	22.398	32.388	41.018	48.388	58.781
Yükü Değişim	0,9%	0,9%	0,7%	0,7%	107,0%	171,4%	80,3%	39,2%	28,0%	24,0%	15,0%
Gelire Oran	0,9%	0,9%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
İhracat giderleri											
Yükü Değişim	2.718.188	3.422.187	3.578.448	2.048.278	884.886	1.802.871	4.082.847	8.488.823	7.881.182	8.284.178	11.278.218
İhracat Gelire Oran	17,9%	0,9%	-1,3%	3,0%	31,2%	-48,0%	112,0%	40,2%	32,2%	34,0%	30,1%
Reklam giderleri											
Yükü Değişim	1.248.828	2.288.844	2.888.788	1.287.862	925.583	1.284.124	9.588.388	12.828.844	16.282.821	18.772.248	22.272.268
Gelire Oran	1,2%	1,0%	30,8%	0,8%	-30,7%	-58,2%	83,0%	30,0%	29,0%	21,0%	17,0%
Kargo, nakliye giderleri											
Yükü Değişim	488.283	878.471	1.784.278	1.287.518	1.104.887	1.288.818	2.188.878	2.888.242	3.888.901	4.472.782	5.221.428
Gelire Oran	0,3%	0,4%	112,7%	0,6%	0,2%	-10,0%	60,0%	26,0%	28,0%	21,0%	17,0%
Teşvii ajans giderleri											
Yükü Değişim	387.844	388.248	217.171	243.823	88.811	118.418	282.888	234.182	287.278	337.225	363.888
Gelire Oran	0,2%	0,2%	-11,0%	0,2%	-33,0%	-62,7%	34,7%	28,3%	22,9%	17,4%	13,0%
Amortisman ve Rfa payı giderleri											
Yükü Değişim	171.172	218.248	152.794	134.212	78.912	105.248	105.248	188.748	188.748	188.748	188.748
Gelire Oran	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bakım ve onarım giderleri											
Yükü Değişim	15.744	22.842	15.128	8.184	25.888	34.244	82.248	68.218	83.488	84.282	111.888
Gelire Oran	0,0%	0,0%	-35,0%	0,0%	321,0%	128,0%	84,7%	28,3%	22,9%	17,4%	13,0%
Diğer giderler											
Yükü Değişim	888.888	388.828	748.881	671.884	888.828	718.248	1.082.288	1.478.818	1.888.488	2.382.821	2.888.888
Gelire Oran	0,7%	0,2%	0,2%	0,2%	-0,5%	-3,0%	60,8%	35,0%	28,0%	21,0%	17,0%
Toplam Pazarlama Giderleri, TL											
Yükü Değişim	14.338.738	18.784.287	14.521.822	12.281.246	12.281.247	16.482.488	35.082.828	47.282.418	61.488.878	74.821.828	87.487.758
Gelire Oran	11,3%	8,1%	4,8%	4,2%	2,8%	4,4%	112,0%	37,0%	28,2%	21,0%	16,0%
Toplam Pasifite Giderleri, TL											
Yükü Değişim	20.428.882	24.881.888	22.822.848	18.828.242	31.888.844	41.781.828	67.888.887	91.881.882	115.172.258	138.817.248	168.881.828
Gelire Oran	14,1%	10,0%	7,3%	6,8%	8,2%	8,4%	8,9%	6,9%	6,7%	6,0%	4,8%

İNA Varsayımları

2023 yılında EBITDA'da 2022'ye göre %74 büyüme beklenmekte

Şirket önden sipariş aldığı için pandemi 2020 yerine 2021'de daha etkili olmuştur

EBITDA marjı projeksiyon döneminde 2020 ve 2022 yıllarındaki seviyelerin haffi altında dengelenmekte

Şirket 2024 EBITDA tahmini için yatırımcılara taahhütte bulunmuştur

EBITDA gelişimi. Şirket 2020, 2021, 2022 yıllarında ortalama 55,5 mın TL, 41,5 mın TL ve 117,7 mın TL EBITDA üretmiştir. 2023/09'da ise 158,8 mın TL EBITDA ile önceki senenin aynı dönemine göre %122'lik büyüme yakalamıştır. 2023/09'da son 4 çeyrek EBITDA kalemi 204,9 mın TL olarak kaydedilirken 2023/09-2020 arasında EBITDA'da yıllık bileşik büyüme oranı %60,7 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında pandeminin etkisiyle dünyadaki ticari faaliyetlerin olumsuz etkilenmesi, taşıma maliyetlerinin artması, yurt içinde döviz kurunda yükseltiler sonucu hammadde tedarikinde yaşanan sorunlar ve tüketici algısında yaşanan değişimler nedenleriyle 2021 yılında EBITDA %25 azalmıştır. Pandemi süresince Türkiye genelinde yaşanan hammadde tedarik sıkıntısı sebebiyle, hali sektöründe iplik tedarikli zorlaşmış; buna rağmen üretim metrekareleri artırılarak, hasılatla düşüş yaşanmamıştır. 2021'de yeni ihracat pazarlarına girebilmek adına kar marjından feragat edilmesi de bu durumda etkili olmuştur. 2022 yılında pandeminin etkilerinin azalması ve tedarik zincirindeki rahatlama rağmen yüksek seyreden enflasyon kaynaklı satış hacmi azalırken birim fiyatlarında yaşanan yükseliş neticesinde gelirlerde yükseliş kaydedilmiştir. 2020 yılında 55,6 milyon TL EBITDA üretilmiş olan Şirket'in EBITDA marjı %38,5 kaydedilmiştir. 2021 yılında EBITDA rakamı 41,5 milyon TL'ye ve EBITDA marjı da %19,1'e gerilemiştir. 2022 yılında yaşanan toparlanma ile EBITDA %183 artarken EBITDA marjı %37,6 kaydedilmiştir. 2023'ün ilk 9 ayında esgari ücrette yapılan artışa ve yüksek enflasyona nazaran döviz kurunun görece stabil kalmasının yanında Şubat ayında yaşanan depremin ihracat talebi için önemli olan Mersin ve Iskenderun limanlarında sevkiyat sorunlarına neden olması sebebiyle EBITDA marjı %30,7 kaydedilirken EBITDA tutarı 2022'nin aynı dönemine göre gelirlerde yaşanan %114'lük artışla %122 yükselerek 158,8 milyon TL kaydedilmiştir. 2023'ün ikinci yarısında ilk yarıya göre yüksek seyreden döviz kurları toplam satış miktarı içerisinde %20'lik paya sahip ihracat performansına olumlu yansımakta olup yurtiçinde bazı önemli oyuncuların çekilmesinin yurtiçi satış performansını olumlu etkilemesiyle 2023 EBITDA beklentisi 205 milyon TL ve EBITDA marjı beklentisi %31,4 seviyesindedir. Sonrakı yıllarda mevcut durumda %60-65 bandında olan KKO'nun yükselmesi beklentisiyle yaşanan reel büyüme ve karlılığı düşük olan ticari ürün satışlarının toplam gelirlerdeki payının azalacak olmasının etkisiyle EBITDA marjının 2020 ve 2022 seviyeleri olan %38-39 bandının haffi altında %37,3-%37,6 bandına oturması beklenmektedir.

Faaliyet Karı/EBITDA, TL	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Faaliyet Karı	90.221.875	33.888.873	105.114.809	82.388.887	146.688.776	189.684.196	307.327.888	485.987.777	828.826.888	767.200.879	988.727.917
Yük. Değişim		-30,9%	213,0%		74,1%	78,9%	86,8%	35,9%	20,4%	22,3%	77,7%
Faaliyet Kar Marjı	38,8%	19,1%	38,8%	25,7%	28,1%	28,9%	34,7%	35,9%	38,8%	38,7%	39,9%
Toplam Amortisman Giderleri	5.324.801	8.053.508	12.579.508	9.246.888	13.288.888	18.428.338	22.907.781	33.442.890	44.138.295	44.887.383	45.847.823
EBITDA	85.008.277	44.944.483	117.884.817	71.388.348	136.783.881	204.888.883	378.235.339	488.718.887	842.454.888	782.788.888	942.877.888
Yük. Değişim		-46,2%	183,2%		153,8%	74,1%	80,7%	34,9%	28,7%	21,9%	17,8%
EBITDA Marjı	38,6%	19,1%	37,6%	29,8%	30,7%	31,4%	37,6%	37,3%	37,6%	37,4%	37,6%
TTTÖ 16 Kuru Giderleri, TL											
Ölçü Birimindeki Ölçülen Kuru					308.990	483.498	747.803	1.048.343	1.314.875	1.877.486	1.893.371
Ölçü Birimindeki Ölçülen Kuru	3.130.481	3.735.819	3.138.819	2.381.884	2.817.483	3.204.804	4.082.946	5.173.747	6.178.736	6.271.283	6.984.188

2024 yılından itibaren kar marjı düşük ticari mal satışlarının ciro payının azalması ve artan kapasite kullanım oranı ile sağlanan ölçek ekonomisi sayesinde EBITDA marjının 2020-2022 yıllarındaki seviyelerin haffi altında dengelenmesi beklenmektedir.



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

Piyasa Çarpanları Yurtiçi Çarpanlar

BIST Tekstil ve BIST Sınai endeks çarpanları ile sırası ile 1.237 mn TL ve 1.637 mn TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

BIST Sınai ve BIST Tekstil çarpanları baz alındı. BIST'ta yer alan şirketler incelenmiş ve ana faaliyet alanı halı üretimi olan tek şirket olarak Royal Hali tespit edilmiştir. Bununla birlikte Royal Hali yakın izleme pazarında işlem gördüğünden benzer şirket tespitinde dikkate alınmamıştır. Şirket ile birebir aynı alanda faaliyet gösteren bir şirket tespit edilememesi nedeniyle Şirket'in bir üretim şirketi olduğu göz önünde bulundurularak BIST Sanayi endeksindeki şirketler ve Şirket'in tekstil sektöründe faaliyet gösteriyor olması nedeniyle BIST Tekstil Endeksindeki şirketler benzer şirketler olarak kullanılmıştır. Her iki endeksten de ayrı ayrı değer tespiti yapılmış ve çarpan metodunda değer tespit edilirken söz konusu her iki değere de ağırlık verilmiştir. Uç değerlemeleri elemine etmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına yurtdışı şirketlerin EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü ömürleme dahil edilmemiştir. Değer tespitinde F/K ve EV/EBITDA çarpanları kullanılmış olup her ikisine %60'şer ağırlık verilmiştir. Nihai değere ulaşıırken çarpanlardan gelen değere yatırım amacı gayrimenkul değeri eklenmiştir. PD/DD ve EV/Net Satış rasyoları faaliyet karlığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri nedeniyle çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

BIST Tekstil Endeksi		5 Aralık				Net Satış	EBITDA	2023/09	2023/09	2023/09	
BIST Kodu	Şirket Adı	PD (Milyon TL)	EV/ EBITDA	EV/ Satışlar	F/K	2022-2023/09	2022-2023/09	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak	
			2023/09	2023/09	2023/09	2023/09	2023/09	YBBO(%)	YBBO(%)		
ATEKS	Akn Tekstil	2.780	81,3	2,4	14,8	2,2	70,4%	7,6%	4,0%	7,06	0,34
ARSAN	Arsan Tekstil	2.337	30,4	3,0	3,0	1,3	24,0%	-4,3%	9,8%	(17,11)	(0,46)
BLCYT	Bilici Yatırım	1.677	7,3	2,7	3,8	1,3	81,6%	18,0%	36,5%	(2,61)	(0,35)
BOSSA	Bosasa	7.059	18,8	2,6	7,0	2,9	78,7%	20,9%	16,8%	3,31	0,73
DAGI	Dagi Giyim	1.173	17,0	2,0	(1.281,3)	3,8	118,3%	186,9%	11,6%	6,38	2,25
DERİM	Derimad	884	5,5	0,4	16,1	6,1	111,8%	143,3%	8,1%	(0,08)	(0,08)
DESA	Desa Deri	5.091	8,9	2,4	8,8	5,2	112,9%	147,2%	27,1%	(1,20)	(0,82)
ENSRI	Ensal Deri Gıda	2.890	35,1	12,9	55,4	11,1	74,5%	66,9%	38,8%	3,29	1,15
HATEK	Hatay Tekstil	937	132,9	2,3	148,0	1,5	38,6%	-68,4%	1,7%	40,04	0,66
İSSEN	İgbir Sentetik Dokuma	6.263	17,0	2,7	20,8	3,1	69,6%	24,4%	16,0%	1,70	0,35
KRTEK	Kansu Tekstil	1.040	8,8	1,2	6,1	1,8	82,4%	15,4%	13,6%	2,42	0,70
KORDS	Kordisa Teknik Tekstil	18.224	13,5	1,1	86,1	1,4	81,7%	28,1%	9,0%	4,90	0,80
LUKSK	Lüke Kadir	2.282	44,0	5,6	28,0	6,4	50,2%	14,2%	10,7%	3,07	0,48
MEGAP	Mega Polietilen	1.243	5,3	0,7	8,0	2,0	105,4%	234,3%	18,0%	1,56	0,86
MINDS	Menderes Tekstil	2.717	5,4	1,0	4,8	0,6	40,5%	61,4%	19,4%	2,23	0,46
RODRG	Rodrigo Tekstil	444	68,5	9,5	(623,0)	11,5	47,5%	525,4%	14,3%	1,00	0,18
RUBNS	Rubaris Tekstil	2.054	10,6	1,9	13,0	1,9	84,9%	50,6%	17,9%	0,57	0,11
SKTAS	Söktaş	1.245	8,8	1,5	(7,1)	1,9	72,8%	22,8%	23,4%	1,86	0,81
SUNTK	Sun Tekstil	7.676	10,3	1,4	10,8	3,9	65,0%	43,4%	13,9%	(0,12)	(0,04)
YATAS	Yataş	4.407	5,8	0,7	10,2	3,0	83,4%	80,1%	13,1%	1,95	1,61
YUNSA	Yönse	4.577	7,1	2,5	7,4	2,9	91,1%	228,8%	34,4%	(0,07)	(0,03)
Ortalama		3,610	9,7	1,8	12,1	2,2	73,0%	58,0%	17,0%	2,9	0,5
Medyan		2.337	8,76	1,9	5,4	1,9	72,8%	43,4%	14,3%	1,8	0,4
Minimum		444	5,3	0,4	(1.281,3)	0,6	24,0%	-66,4%	1,7%	-17,1	-0,8
Maksimum		18.224	132,9	12,9	148,0	11,6	119,3%	625,4%	38,8%	40,0	2,3
Artemis		1.237	8,8	2,7	10,4	3,7	75,4%	68,5%	34,8%	1,6	1,0

BIST Sınai Endeksi		5.12.2023				Net Satış	EBITDA	2023/09	2023/09	2023/09	
BIST Kodu	Şirket Adı	PD (Milyon TL)	EV/ EBITDA	EV/ Satışlar	F/K	2022-2023/09	2022-2023/09	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak	
			2023/09	2023/09	2023/09	2023/09	2023/09	YBBO(%)	YBBO(%)		
Ortalama		17.389	13,4	2,0	13,9	2,9	91,6%	81,5%	14,3%	0,9	0,2
Medyan		4.296	11,6	1,9	12,7	2,9	78,2%	68,5%	14,9%	0,8	0,2
Minimum		316	(788,1)	0,1	(1.281,3)	(118,8)	-29,1%	-74,6%	-389,3%	-42,5	-39,1
Maksimum		298.288	1.110,1	186,9	23.738,4	1.056,5	877,6%	288,8%	75,4%	40,0	7,4
Artemis Hali		1.637	11,6	3,3	12,7	4,9	75,4%	68,5%	34,8%	1,6	1,0

Nihai Değer

1,268 mn TL İskonto sonrası halka arz piyasa değeri

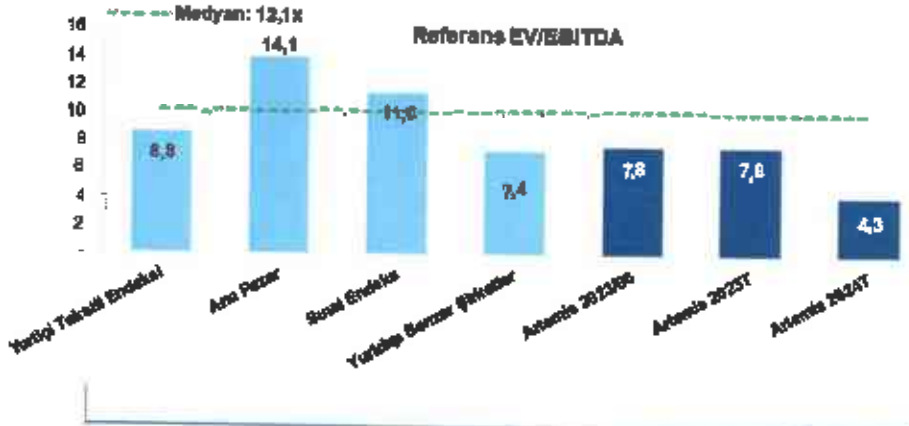
Halka arz piyasa değeri 2023/09 son 4 çeyrek EBITDA ve net kar verisine göre 7,8x EV/EBITDA ve 12,5x F/K çarpanına işaret etmektedir

7,8x Carl EV/EBITDA. Nihai değerde Şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığına düşündüğümüz İNA'ya %50 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerde dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir. Şirketle birebir aynı işi yapan ve BİST'te işlem gören bir şirket bulunmaması sebebiyle Şirket'in halka arz sonrası yer alacağı Tekstil Endeksi ve Sınai Endeks çarpanlarından değer hesaplanmış ve Tekstil Endeksi'nden hesaplanan değeri %20 Sınai Endeksi'ten hesaplanan değere %10 ağırlık verilmiştir. Yurtdışında borsalarda işlem gören ve Artemis Hali'yle benzer faaliyette bulunan şirket çarpanlarına ise %20 ağırlık verilmiştir. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre halka arz fiyatı belirlenirken tespit edilen değere %20,4 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Şirket için halka arz iskontosu sonrası 1,268 mn TL piyasa değeri ve pay başı 25,35 TL değer tespit edilmiştir. Bulunan değer Carl 7,8x EV/EBITDA ve 12,5x F/K çarpanlarına işaret ederken Şirket için daha normalize bir dönem olan 2023'ün tamamında öngörülen EBITDA'ya (204,9 milyon TL) göre çarpan ise 7,8x hesaplanmaktadır. Şirket gelirlerinin bir kısmının döviz cinsinden olması ve Haziran-Temmuz 2023 kur hareketinin tam etkisinin 2024'e yansımaya başlaması, %60-65 bandında yer alan kapasite kullanım oranının yükseleceği beklentisi, ihracat ve imalat faaliyetleri sebebiyle sahip olunan vergi teşvikleri nedeniyle efektif vergi oranının düşük olması, Şirket'in marka bilinirliğinin yüksek olması ve 2024 yılı EBITDA beklentisi için Şirket'in taahhütte bulunması 2023 sonu için tespit edilen 7,8x EV/EBITDA çarpanını makul kılmaktadır.

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başına Değer (TL)
Metodolojiler			
INA	1.802	50,0%	36,03
BİST Tekstil Endeksi	1.237	20,0%	24,74
BİST Sınai Endeks	1.637	10,0%	32,75
Yurtdışı Benzerler	1.398	20,0%	27,96
İskonto Öncesi Değer	1.592	100%	31,83
Halka Arz İskontosu	-20,4%		
Halka Arz Piyasa Değeri	1.268		25,35

Değer Çarpanları	2023/09	2023T	2024T
EV/EBITDA	7,8	7,8	4,3
F/K	12,5	m.d.	m.d.
EV/Net Satış	2,5	2,3	1,5
PD/DD	3,8	m.d.	m.d.

Halka arz değeri ve Şirket'in 2023 - 2024 EBITDA rakamlarına göre EV/EBITDA çarpanları



Kaynak: Bloomberg & Finnet

Sektör

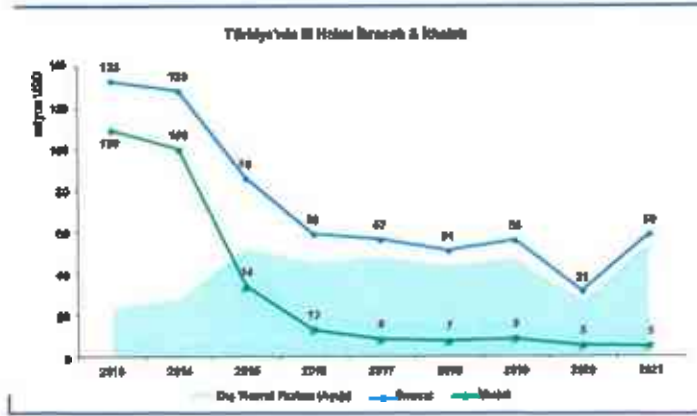
En fazla el halısı ihraç ettiğimiz ülkeler ABD, İtalya ve Almanya olarak sıralanmakta

Dünya el halısı ihracatı 2021 yılında %16,4 oranında artarak 1,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir

Türkiye'nin El Halısı Dış Ticareti. Ülkemizin el halısı ihracatı dalgalı bir seyir izlemekte olup, kriz dönemlerinden bağımsız olarak artış ve azalışlar göstermektedir. Türkiye'nin el halısı ihracatı 2013 yılında 133 milyon dolarken, 2019 yılına kadar ihracat sürekli gerilemiştir. 2011 – 2018 yılları arasında Türkiye'nin el halısı ihracatı %81 oranında gerilemiştir. Aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere, 2019 yılında el halısı ihracatımız 2016 yılına göre değer bazında ise %9,5 oranındaki artışla 56,1 milyon dolara ile yükselmiştir. 2021 yılında el halısı ihracatımız bir önceki yıla oranla %88,3 oranında artarak 59,2 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Ülkeler bazında el halısı ihracatımız incelendiğinde ise; en fazla el halısı ihraç ettiğimiz ülkeler ABD, İtalya ve Almanya olarak sıralanmakta olup, söz konusu ülkelerin el halısı ihracatımızdan aldıkları paylar ise sırasıyla; %52,9, %4,4, ve %3,6 düzeyindedir. 2021 yılında Türkiye'nin en fazla el halısı ihraçatı gerçekleştirdiği ülke konumundaki ABD'ye ihracat %197,7 oranında artarak yaklaşık 31,3 milyon dolar değerinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde Türkiye'nin Avustralya'ya ihracatındaki artış oranı dikkat çekicidir. En fazla el halısı ihracatı gerçekleştirdiğimiz ilk on beş ülke içerisinde 2021 yılında ihracatımızda en fazla gerileme olan ülke ise %13,8 oranında gerileme ve 747 bin dolar değerinde ihracatla Çekya olmuştur. Ülkemizin el halısı ithalatı 2013 yılında benî farklı oranlarda, 2019 yılı hariç, sürekli bir düşüş halinde gerçekleşmektedir. Diğer yandan, 2021 yılında sektör ithalatı değer bazında, bir önceki yıla oranla %5,8 oranında azalarak 4,9 milyon dolar değerinde gerçekleşmiştir. Ülkeler bazında el halısı ithalatımız incelendiğinde ise; en fazla ithalat Pakistan, Hindistan, Çin gerçekleştirmekte olup, söz konusu ülkelerin el halısı ithalatımızdan aldıkları paylar ise sırasıyla; %29,6 %16,0 ve %9,6 düzeyindedir. Anılan ülkelerden gerçekleştirmiş olduğumuz el halısı ithalatı, toplam el halısı ithalatımızın %56'sını oluşturmaktadır.

Dünyada El Halısı Dış Ticareti. Dünya el halısı ihracatı 2021 yılında %16,4 oranında artarak 1,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Hindistan dünya el halısı ihracatının %28,7'sini tek başına karşılamaktadır. Dünya el halısı ithalatı 2021 yılı itibarıyla %43,2'sini ABD, %7'sini Almanya, %5,9'unu Birleşik Krallık gerçekleştirmiştir. Söz konusu üç ülke, dünya el halısı ithalatının %56,1'ini gerçekleştirmektedir.

INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Sarıyıldız Sokakı No: 4, Çiğdemli Çiğdemli
Plaza 2 Blok No: 4 Kat: 11 Beşiktaş/İST.
Tel: 0 212 319 76 00 Faks: 0 212 319 12 75
Boğaziçi Kurumlar V.D. 476 3030 767
Mersis No: 0710003078700011 Tic.Sic.No: 271001



Kaynak: Ticaret Bakanlığı İhracat Genel Müdürlüğü,
http://ic.gov.tr/icerik/5b57000613b8761450a16d70a1a1_Sektorsel.pdf

No	Ülke	2019	2020	2021	Değişim (2020-2021)	Pay (2021)
1.	ABD	16.756.232	18.537.227	31.306.229	197,7%	62,9%
2.	İtalya	2.892.046	1.319.764	2.296.793	96,7%	4,4%
3.	Almanya	2.595.294	1.867.277	2.113.479	13,8%	3,9%
4.	Fransa	987.805	1.061.967	1.551.679	60,0%	3,3%
5.	İsviçre	708.844	718.917	1.137.889	60,0%	1,9%
İt 5 Ülke		22.928.146	18.609.193	39.144.169	203,9%	66,4%
Toplam		56.734.293	31.426.626	69.182.776	88,3%	100,0%

No	Ülke	2019	2020	2021	Değişim (2020-2021)	Pay (2021)
1.	Pakistan	1.868.401	681.312	1.448.975	121,2%	29,6%
2.	Hindistan	2.182.148	1.121.806	822.731	-29,8%	16,9%
3.	Çin	718.440	1.371.822	469.829	-69,2%	9,9%
4.	Almanya	106.431	124.447	440.825	254,2%	9,1%
5.	Avustralya	686.820	730.233	409.850	-42,3%	8,4%
İt 5 Ülke		5.362.440	3.979.343	3.593.899	-8,9%	73,2%
Toplam		8.901.792	5.102.343	4.863.729	-8,9%	100,0%

No	Ülke	2019	2020	2021	Değişim (2020-2021)	Pay (2021)
1.	Hindistan	349.518	320.817	398.832	8,9%	28,7%
2.	Mey	183.723	182.892	174.295	-4,1%	14,9%
3.	İran	79.491	77.872	86.186	2,8%	6,9%
4.	Pakistan	65.928	53.338	78.273	46,7%	6,7%
5.	Hepal	67.148	63.307	69.877	31,1%	6,0%
6.	Çin	54.248	38.197	62.872	60,7%	6,4%
7.	Türkiye	56.318	31.426	59.183	88,3%	5,1%
8.	İtalya	28.507	24.319	36.822	58,8%	3,3%
9.	ABD	22.501	49.486	29.854	-34,4%	2,8%
10.	Almanya	33.014	21.826	29.119	-8,8%	2,5%
11.	Doğu Afrika	17.880	21.593	25.770	19,4%	2,2%
12.	Pas	20.426	17.766	23.349	31,9%	2,0%
13.	Avustralya	24.290	12.120	19.896	61,7%	1,7%
14.	İsviçre	8.992	10.108	18.726	55,6%	1,3%
15.	Birleşik Krallık	19.857	10.293	15.882	46,5%	1,3%
İt 15 Ülke		1.342.459	882.432	1.033.713	17,3%	90,8%
Diğer		182.817	184.139	115.117	6,4%	9,7%
Genel Toplam		1.148.286	1.069.582	1.171.830	90,8%	100,0%

No	Ülke	2019	2020	2021	Değişim (2020-2021)	Pay (2021)
1.	ABD	462.844	377.886	478.874	27,1%	43,2%
2.	Almanya	85.864	70.484	78.261	11,0%	7,0%
3.	Birleşik Krallık	61.892	59.876	64.886	21,6%	5,9%
4.	Japonya	39.286	28.313	39.894	29,2%	3,1%
5.	İsviçre	29.695	25.633	32.239	29,8%	3,0%
6.	Kanada	33.388	29.399	31.582	7,4%	2,9%
7.	Fransa	24.095	22.298	30.333	31,9%	2,7%
8.	İtalya	27.031	29.001	30.330	51,8%	2,7%
9.	BNE	12.914	7.508	26.753	261,9%	2,4%
10.	Danimarka	13.813	15.325	26.411	65,8%	2,3%
11.	Avustralya	18.341	17.891	24.600	38,0%	2,2%
12.	İsviçre	18.778	19.430	24.189	68,1%	2,2%
13.	Avustralya	17.819	14.280	19.874	37,9%	1,8%
14.	Hollanda	19.093	12.828	17.890	39,2%	1,8%
15.	Kore	9.218	6.448	10.880	30,8%	1,0%
İt 15 Ülke		341.299	216.657	361.283	28,2%	63,8%
Diğer		296.366	188.899	178.572	12,8%	16,1%
Genel Toplam		1.069.639	674.217	1.116.434	27,9%	100,0%

Sermaye Piyasası Kurulu'na
Mustafa Kemal Mahallesi, Dumlupınar Bulvarı (Eskişehir Yolu)
No:156 06530 Çankaya / ANKARA

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 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uydüğümüzü, İzahnamenin bir parçası olan işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.


INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Barış Yolu, Çankaya, Sıyık Sokak, Kat: 2, Çankaya
Plaza, Ankara / Türkiye / 06100
Tel: 0312 317 26 00 / Fax: 0312 317 26 01
E-Posta: info@infoyatirim.com.tr
Menkul Değerler Kurumu V.D. 470/00011 Tic.Sic. No: 271001

Engin Emre SEÇEN

Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin GÜLER

Genel Müdür Yardımcısı