

11 Nisan 2013

FİYAT TESPİT RAPORU

Royal Halı İplik Tekstil Mobilya Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin ("Royal Halı" veya "Şirket") 1,00 TL nominal değerli payın satış fiyatı aralığı 4,35 TL – 4,75 TL olarak belirlenmiştir. Fiyat tespitine ilişkin varsayımlar ve değerlendirme çalışması, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ak Yatırım") tarafından yapılmıştır. Fiyat tespitinde, aşağıdaki yöntemler kullanılmıştır.

- 1- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi
- 2- Piyasa Çarpanları Yöntemi

Bu çalışmada Şirket'in sağladığı bilgi ve belgelerden de faydalanılmıştır. Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki, mali ve vergisel inceleme ve kontrol gerçekleştirilmemiştir. Kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi sonuçları değiştirebilir.

1- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminde, Royal Halı'nın yaratacağı nakit akımları TL bazında 2013-2022 arasındaki 10 yıllık dönem için öngörülmesi ve sonraki dönem için nihai değer hesaplanmıştır.

(milyon TL)	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
Halı Satışları	134,0	155,2	175,6	199,2	226,7	256,8	291,9	323,0	355,9	391,5
İplik Satışları	91,2	102,6	116,6	130,6	147,6	161,2	173,7	187,6	203,1	214,9
Toplam Satışlar*	245,8	278,4	312,9	350,4	394,9	438,6	486,1	531,1	579,6	627,0
<i>Toplam Satışların Yıllık Büyümesi</i>	%10,5	%13,3	%12,4	%12,0	%12,7	%11,1	%10,8	%9,3	%9,1	%8,2

Not: Büyüme rakamları Şirket'in bütçe çalışması dikkate alınarak hesaplanan Ak Yatırım tahminleridir.

*Toplam satışların içinde halı ve iplik satışları dışında Şirket'in ticari mal ve hammadde satışları da bulunmaktadır.

Royal Halı'nın satış tahminleri yapılırken enflasyon, Gayri Safi Yurtiçi Hasılası ("GSYİH") ve halı ve iplik faaliyetlerinde gerçekleşecek kapasite artışları ile üretim metrekaresi ve tonaj büyüme faktörleri göz önünde bulundurulmuştur.

	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
Enflasyon	%7,2	%6,9	%6,0	%6,0	%6,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0
GSYİH	%4,0	%4,5	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0	%5,0
Halı (milyon m ²)	2,2	2,5	2,7	3,0	3,2	3,5	3,8	4,1	4,3	4,5
İplik tonaj ('000 ton)	17,9	20,0	21,8	23,4	25,2	26,6	27,9	29,2	30,6	32,1
Halı m ² büyümesi	%10,0	%11,9	%9,4	%8,9	%8,9	%8,5	%9,0	%5,8	%5,5	%5,6
İplik tonaj büyümesi	%10,0	%11,9	%9,2	%7,5	%7,5	%5,7	%4,8	%4,8	%4,8	%4,8

Kaynak: Royal Halı ve Ak Yatırım

Royal Halı'nın projeksiyon dönemi için öngörülen brüt karın ve Vergi, Faiz, Amortisman Öncesi Karının ("VAFÖK") 2010-2011-2012 yıllarındaki gerçekleştirmeler ve önümüzdeki dönemde yapacağı yatırımlar göz önüne alınarak, brüt kâr marjı için %29,9 ile %30,8 arasında, VAFÖK marjı için ise %18,8 ile %21,3 arasında seyredeceği öngörülmüştür. 2022 yılına doğru operasyonel karlılığın gerileyeceği varsayılmıştır.

(milyon TL)	2010	2011	2012
Satışlar	174,9	212,1	222,5

Brüt Kar	36,6	56,7	65,5
<i>Brüt Kâr Marjı</i>	<i>%20,9</i>	<i>%26,7</i>	<i>%29,4</i>
Faaliyet Karı / (Zararı)*	(1,4)	30,9	36,0
Amortisman ve İtfa Payları	8,3	9,4	9,4
VAFÖK	6,9	40,3	45,4
<i>VAFÖK Marjı</i>	<i>%3,9</i>	<i>%19,0</i>	<i>%20,4</i>

*Şirket'in bağımsız denetim raporunda belirtilen faaliyet karı/zararından farklı olarak hesaplanmıştır. Bağımsız denetim raporunda belirtilen brüt kar tutarlarından pazarlama satış ve dağıtım giderleri, genel yönetim giderleri ile araştırma ve geliştirme giderleri çıkartılarak hesaplanmıştır.

(milyon TL)	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
Satışlar	245,8	278,4	312,9	350,4	394,9	438,6	486,1	531,1	579,6	627,0
Brüt Kar	74,3	85,8	93,5	104,9	118,5	131,6	145,8	159,3	173,8	188,1
<i>Brüt Kâr Marjı</i>	<i>%30,2</i>	<i>%30,8</i>	<i>%29,9</i>	<i>%29,9</i>	<i>%30,0</i>	<i>%30,0</i>	<i>%30,0</i>	<i>%30,0</i>	<i>%30,0</i>	<i>%30,0</i>
VAFÖK	51,3	59,2	63,0	69,8	77,8	86,4	95,8	103,0	110,7	117,9
<i>VAFÖK Marjı</i>	<i>%20,9</i>	<i>%21,3</i>	<i>%20,1</i>	<i>%19,9</i>	<i>%19,7</i>	<i>%19,7</i>	<i>%19,7</i>	<i>%19,4</i>	<i>%19,1</i>	<i>%18,8</i>

Royal Halı'nın serbest nakit akımlarına ilişkin projeksiyonlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

(milyon TL)	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
VAFÖK	51,3	59,2	63,0	69,8	77,8	86,4	95,8	103,0	110,7	117,9
Vergi	8,0	9,2	9,6	10,7	11,9	13,3	14,7	15,7	16,8	17,8
Yatırım Harcamaları	23,4	24,8	20,7	20,0	20,8	20,1	22,3	24,4	26,6	28,8
NİS İhtiyacı	12,7	12,9	11,5	11,8	14,0	15,6	17,3	18,9	20,6	22,3
Ser. Nakit Akımı	7,1	12,3	21,2	27,3	31,0	37,5	41,5	44,1	46,7	49,1

Şirket'in yatırım harcamaları kapasite artırımına yönelik yatırımlar, münhasır bayi ("showroom") açılış yatırımları ve idame yatırımlarından oluşmaktadır. 2013-2017 yılları arasında halı ve iplik üretim tesislerinde Şirket'in makine yatırımları için yaklaşık 30 milyon Avro'luk bir yatırım tutarı öngörülmektedir.

Royal Halı'nın ticari alacaklarının önemli bir bölümünü ortalama 104 gün vadeli bölge bayileri alacakları oluşmaktadır. Halı ve iplik üretim hammaddesi, stokların büyük bir kısmını oluşturmaktadır ve ortalama stok devir hızı 75 gündür. Şirket'in ticari borçlarının önemli bir bölümünü oluşturan hammadde alımlarının ortalama vadesi projeksiyon dönemi için 67 gün olarak öngörülmüştür.

Royal Halı'nın 31 Aralık 2012 itibariyle 26,6 milyon TL tutarında net borç pozisyonu bulunmaktadır. Royal Halı'nın aynı tarih itibariyle özsermayesi de 136,8 milyon TL'dir. Şirket'in borç maliyetinin %8 ve özsermaye maliyetinin de %12,5 olduğu varsayılarak, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %12,04 olduğu varsayılarak indirgeme oranı hesaplanmaktadır.

Bu ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve 2013-2022 dönemindeki nakit akımlarının yıl ortalarında olduğu varsayımları kullanılarak, Royal Halı'nın yıllar itibariyle serbest nakit akımlarına uygulanacak indirgeme oranları hesaplanmıştır. Serbest nakit akımlarının indirgenmiş halleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

(milyon TL)	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
Ser. Nakit Akımı	7,1	12,3	21,2	27,3	31,0	37,5	41,5	44,1	46,7	49,1
İndirgeme Oranı	1,06	1,19	1,33	1,49	1,67	1,87	2,10	2,35	2,63	2,95
İnd. Nakit Akımı	6,7	10,4	16,0	18,3	18,6	20,0	19,8	18,8	17,7	16,6

Söz konusu indirgenmiş nakit akımlarının toplam değeri 162,9 milyon TL'dir.

Royal Halı'nın 2022'den sonraki yıllarda elde edeceği nakit akımlarının toplam değeri olan nihai değer hesaplanmasında, TL bazında yıllık enflasyona göre öngörülen %5,0 oranında bir nihai değer büyüme oranı kullanılmıştır. Buna göre, Royal Halı'nın halka arz öncesi toplam firma değeri **373,4 milyon TL** olarak bulunmaktadır.

Söz konusu firma değerinden Royal Halı'nın 31 Aralık 2012 itibariyle net borcu olan 26,6 milyon TL düşüldüğünde Royal Halı'nın halka arz öncesi toplam piyasa değeri **346,9 milyon TL** olarak bulunmaktadır.

VAFÖK marjı değişimi ve uç değer büyüme oranına göre yapılan Royal Halı'nın halka arz öncesi toplam piyasa değerine ilişkin hassasiyet çalışması aşağıda sunulmuştur. Bu tabloda VAFÖK marjındaki %1'lik değişimin Şirket piyasa değerini yaklaşık 40 milyon TL (Uç değer büyüme oranının %5 olduğu satır baz alınmıştır) etkilediğini görmekteyiz. Bu tabloda Uç değer büyüme oranındaki %0,5'lik değişimin Şirket piyasa değerini yaklaşık 16 milyon TL (VAFÖK marjı değişiminin %0 olduğu kolon baz alınmıştır) etkilediğini görmekteyiz.

Şirket Piyasa Değeri (milyon TL)		VAFÖK Marj Değişimi						
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%
Uç Değer Büyüme Oranı	4.0%	210.2	246.4	282.7	319.0	355.2	391.5	427.7
	4.5%	219.4	256.9	294.5	332.0	369.5	407.1	444.6
	5.0%	229.9	268.9	307.9	346.9	385.9	424.9	463.9
	5.5%	242.0	282.7	323.4	364.1	404.7	445.4	486.1
	6.0%	256.2	298.8	341.4	384.1	426.7	469.3	511.9

VAFÖK marjı değişimi ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine göre yapılan Royal Halı'nın halka arz öncesi toplam piyasa değerine ilişkin hassasiyet çalışması aşağıda sunulmuştur. Bu tabloda AOSM'deki %1'lik değişimin Şirket piyasa değerini yaklaşık 55 milyon TL (VAFÖK marjı değişiminin %0 olduğu kolon baz alınmıştır) etkilediğini görmekteyiz.

Şirket Piyasa Değeri (milyon TL)		VAFÖK Marj Değişimi						
		-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%
AOSM	11.04%	274.3	319.5	364.7	409.8	455.0	500.2	545.3
	12.04%	229.9	268.9	307.9	346.9	385.9	424.9	463.9
	13.04%	196.5	230.8	265.2	299.5	333.9	368.2	402.5

2- Piyasa Çarpanları Yöntemi

Royal Halı ile karşılaştırılabilir yurtiçi piyasada halka açık benzer şirket olmadığı için en uygun olarak İMKB Sınai ve İMKB Tekstil çarpanları ile karşılaştırılabileceği düşünülmüştür.

Uluslararası piyasalarda ise halka açık benzer şirket sayısının oldukça sınırlı olduğu görülmüştür. Halka açık olan Mohawk Industries Inc., Interface Inc. ve Victoria PLC şirketlerinin gerek büyüklükleri, gerek ürettikleri ürün gruplarındaki farklılıklar nedeniyle Royal Halı ile karşılaştırmanın uygun olmayacağı düşünülmüş ve aşağıda tabloda sadece verileri paylaşılmıştır fakat hesaplamaya dahil edilmemişlerdir. Royal Halı'ya en benzer iki şirket olarak Yeni Zelanda merkezli Cavalier Corp Limited ve Mısır merkezli Oriental Weavers firmalarının çarpanları dikkate alınarak bir değerlendirme yapılmıştır.

Yurtdışında işlem gören halı şirketlerinin 3 Nisan 2013 itibariyle 2012 yılı gerçekleşmiş, 2013 ve 2014 yılına ilişkin tahmini Firma Değeri/Satışlar (FD/Satışlar), Firma Değeri /VAFÖK (FD/VAFÖK) ve Fiyat Kazanç (F/K) çarpanları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

	FD /Satışlar			FD /VAFÖK			F/K		
	2012	2013T	2014T	2012	2013T	2014T	2012	2013T	2014T
Mohawk Industries Inc. (ABD)	1,48	1,24	1,22	13,03	9,78	9,42	30,72	20,44	19,41
Interface Inc. (ABD)	1,57	1,45	1,42	13,09	10,23	9,76	a.d	22,33	20,76
Victoria PLC (İngiltere)	0,27	m.d	m.d	4,19	m.d	m.d	11,86	m.d	m.d
Cavalier Corp Ltd (Yeni Zelanda)	0,88	0,88	0,86	15,70	10,19	7,97	a.d	9,50	7,80
Oriental Weavers (Mısır)	0,71	0,51	0,50	6,24	4,89	4,74	6,21	5,76	5,44
Uluslararası Benzer Şirket Çarpanlarının Ortalaması*	0,79	0,69	0,68	10,97	7,54	6,36	6,21	7,63	6,62
İMKB Sınai	1,2	1,1	m.d	9,7	8,5	m.d	14,2	12,9	m.d
İMKB Tekstil	1,3	m.d	m.d	23,1	m.d	m.d	23,4	m.d	m.d

Kaynak: Bloomberg 03.04.2013, Ak Yatırım Araştırma

*Ortalama hesaplamasına sadece Cavalier Corp Ltd ve Oriental Weavers firmalarının çarpanları dahil edilmiştir.

Piyasa çarpanları analizinde kullanılan uluslararası işlem gören benzer şirket çarpanlarının daha iyi bir gösterge olduğu düşünüldüğü için 2012 yılı için uluslararası benzer şirket çarpanları %60, İMKB Sınai ve İMKB Tekstil çarpanları ise %20'şer ağırlıklandırılarak hesaplama yapılmıştır. 2013 yılında uluslararası benzer şirket çarpanları %60, İMKB Sınai çarpanı %40 ağırlıklandırılmış, 2014 yılında ise İMKB Sınai ve İMKB Tekstil çarpanları öngörülmediği için sadece uluslararası benzer şirket çarpanları dikkate alınarak hesaplama yapılmıştır.

Söz konusu analizin sonuçlarına aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

	FD/Satışlar Çarpanına Göre			FD/VAFÖK Çarpanına Göre			F/K Çarpanına Göre		
	2012	2013T	2014T	2012	2013T	2014T	2012	2013T	2014T
(milyon TL)									
Çarpanların Ağırlıklı Ortalaması	0,99	0,86	0,68	13,14	7,92	6,36	11,24	9,74	6,62
Royal Halı Net Satışlar	222,5	245,8	278,4	-	-	-	-	-	-
Royal Halı VAFÖK	-	-	-	45,4	51,3	59,2	-	-	-
Royal Halı Net Kâr	-	-	-	-	-	-	41,9	35,2	38,8
Halka Arz Öncesi Firma Değeri	219,8	210,5	189,4	596,1	406,6	376,0	471,4	342,5	256,6
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	193,3	183,9	162,9	569,5	380,1	349,4	471,4	342,5	256,6
Royal Halı Ortalama Piyasa Değeri	323,3								

Söz konusu firma değerine Royal Halı'nın 31 Aralık 2012 itibariyle net borcu olan 26,6 milyon TL düşüldüğünde Royal Halı'nın halka arz öncesi toplam piyasa değeri **323,3 milyon TL** olarak bulunmaktadır.

Sonuç

Değerleme çalışmasında kullanılan iki yöntemden İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları yöntemlerinin %50'şer ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Söz konusu ağırlıklandırma ile ortalama piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER ANONİM ŞİRKETİ

Ort. Değerleme Yöntemleriyle Hesaplanan Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri = $346,9 \times \%50 + 323,3 \times \%50 = 335,1$ milyon TL

(milyon TL)		Sonuç	
Ort. Değerleme Yöntemleriyle Hesaplanan Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	a	335,1	
Nominal Sermaye Artışı	b	10,0	
Halka Arz Sonrası Nominal Sermaye	c	60,0	
Halka Arz Fiyatı (TL/pay)	d	4,35	4,75
Tahmini Halka Arz Masrafları*	e	4,7	4,9
Halka Arzda Girecek Nakit	$f = (b*d) - e$	38,8	42,6
Değerleme Yöntemleriyle Hesaplanan Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	$g = a + f$	373,8	377,7
Halka Arz Fiyat Aralığı ile Hesaplanan Piyasa Değeri	$h = (c*d)$	261,0	285,0
Halka Arz İskontosu	$i = 1-(h/g)$	%30,2	%24,5

*Halka arz masrafları İNA ve Çarpan analizleri yöntemlerinde dahil edilmemiştir. Bu masraflar sonuç kısmında halka arzda Şirket'e girecek nakitten düşülerek dikkate alınmıştır.

Böylece, değerlendirme yöntemlerinin sonuçlarının ağırlıklı ortalamasına göre fiyat aralığının tabanı olan 4,35 TL'nin %30,2, tavanı olan 4,75 TL'nin ise %24,5 iskontolu olduğu görülmektedir.

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER
ANONİM ŞİRKETİ