

KOLEKSİYON

KOLEKSİYON MOBİLYA SANAYİ A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Analizi

23 Şubat 2022

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin aracılık ettiği Koleksiyon Mobilya Sanayi A.Ş. ("Koleksiyon Mobilya" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Oyak Yatırım") hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Bilgileri	
Talep Toplama Tarihi	24-25 Şubat 2022
Hisse Kodu / Pazar	KLSYN / Ana Pazar
Halka Açıklık Oranı	25%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	337.046.732 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	431.419.816 TL
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	1,45 TL
Arz Edilecek Paylar	94.373.084 TL Sermaye Artırımı 13.481.868 Ortak Satışı
Halka Arz Büyüklüğü	156.389.680 TL
Halka Arz Sonrası Şirket Değeri	625.558.733 TL
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Tahsisat	Bireysel Yatırımcılara: %20 / 21.570.990 lot Yurt İçi Yüksek Başvurulu Yatırımcılara: %30 / 32.356.486 lot Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara: %50 / 53.927.476 lot
Fiyat İstikrarı	Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün olarak planlanmaktadır. Fiyat istikrarı işlemleri Halka Arz Eden Pay Sahipleri'nin sahip olduğu 13.481.868 TL nominal değerli 13.481.868 adet B Grubu payın satışından elde edilen gelirin tamamı kullanılarak gerçekleştirilecektir.
Taahhütler	Şirket, 6 ay boyunca bedelli sermaye artırımını yapmayacağını, payların borsa veya borsa dışında satılmayacağını, dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olunmayacağını taahhüt etmiştir.

Şirket Bilgileri

Şirket'in temelleri Faruk Malhan tarafından 1972 yılında Ankara Demir Sanayi Sitesi'nde yer alan metal atölyesinde atılmıştır. İlk temellerin atılmasından dört yıl sonra metal malzemeden üretilen tasarımların yanı sıra, mobilyanın özü olarak kabul edilebilecek ahşap ve doşemeli ürünlere de başlanmış olup; bu kapsamda Ankara'da Mastaş Ahşap Üretim ve İstanbul'da Panda Döşemeli Üretim Tesisleri kurulmuştur.

Şirket, sipariş üzerine ve/veya standart ürün grubunda yer alan ürünlerin tasarımdan başlayarak üretim ve teslimini yapmaktadır.

Üretim tesislerinin kurulmasının ardından 1981 yılında Ankara Kavaklıdere ve İstanbul Nişantaşı'nda mağazalar açılmıştır. Açılan mağazalar ile birlikte Koleksiyon'un kaliteli, estetik ve özgün çizgisindeki özel tasarım ürünlerinin sunulmasına imkân verilmiştir.

1994 yılında daha zengin ürün sunumu yapmaya ve hizmet kalitesini artırmaya olanak sağlayacak bir satış merkezi olması amacıyla Tekirdağ'da yer alan üretim merkezine ek olarak İstanbul Büyükdere ilçesinde 40 bin metrekare alana yayılmış bir bölgede Şirket mağaza açmıştır.

1998 senesinde Şirket, Koleksiyon Mobilya Sanayi Anonim Şirketi unvanı adı altında İstanbul'da kurulmuştur.

Artan talep ve müşteri çevresi ile birlikte Koleksiyon'un tüm üretim tesislerinin tek bir merkezde toplanmasına karar verilmiştir. Koleksiyon Mobilya Sanayi A.Ş.'nin Üretim Merkezi Tekirdağ ilinde 86 bin m² bir arazi üzerinde 15 bin m² kapalı tesiste faaliyet göstermek üzere kurulmuştur.

Faaliyetler Hakkında Genel Bilgiler

Şirket, mobilya sektöründe faaliyet göstermekte olup, okullar, hastaneler, bankalar, oteller, alışveriş merkezleri, iş ve yaşam merkezleri, rezidanslar, belediye binaları gibi projelerde ofis mobilyaları segmentinde ve ev grubu mobilyalar segmentinde oturma grupları, çalışma grupları dahil ancak bunlarla sınırlı olmamak üzere ilgili proje dahilinde müşterilerin talepleri ve ihtiyaçlarına yönelik ürünlerin tasarımından başlayarak, üretim ve teslim dahil olmak üzere tüm süreçleri yönetmektedir.

Şirket yönetimi pandemi sonrası dönemde özellikle hastaneler ve ofisler başta olmak üzere kullanımın yoğun olduğu üretim yapıları salgın hastalık koşullarına uygun hale getirmek ve sosyal mesafenin korunması amacıyla daha fazla temiz havanın sirküle olabileceği tasarımlarına çalışmalarında yer vermeye başlamıştır.

Şirket, proje ofisleri talepleri, perakende satışlarda yoğunlukla müşterilerden gelen talepler üzerine ürün satışları ile ilgili teklif vermektedir. Teklif ve sözleşme süreci Şirketçe talebin alınması, teklifin hazırlanması, teklifin sunulması, onayı ve sözleşmenin imzalanması süreçlerinden oluşmaktadır.

TASARIM

Şirket'in bünyesinde faaliyet gösteren iki Tasarım Merkezi bulunmakta olup; bunlardan biri standart mağaza satışlarına yönelik tasarım yapmakta, diğer Tasarım Merkez ise sektörel gelişen alanlara yönelik tasarımlar gerçekleştirmektedir. Kavram, fikir ve ilk taslak çizimlerin yer aldığı endüstriyel tasarım süreciyle başlayan faaliyetler, malzeme, detay ve üretim tekniklerinin belirlendiği, ürün mühendisliği çalışmalarıyla devam etmektedir. Sürecin devamında tasarımın bir prototipi üretilmekte ve prototipte tasarımın başında hedeflenen amaca ulaşıp ulaşılmadığı test edilmektedir.

ÜRETİM

Şirket'in Üretim Merkezi tamamı Koleksiyon Mobilya'ya ait olan 90.000 m² açık alanda 42.000 m² kapalı alanda 400 bin metrekare ahşap mobilya ve 54 bin adet döşemeli mobilya üretim kapasitesine sahip olan Tekirdağ'daki fabrikasında hizmet vermektedir. Şirket'in Tekirdağ'da yer alan Üretim Merkezi'nde ithal edilen malzemelerin işlendiği ahşap grubu, metal grubu ve döşeme grubu olmak üzere 3 ana imalat atölyesi ve malzemelerin boyandığı tesis bulunmaktadır. Şirket üretim merkezi temel olarak iki vardiya şeklinde çalışmak üzere kurgulanmıştır. Şirket'te 30.09.2021 tarihi itibarıyla İstanbul merkez ofisi, Tekirdağ Üretim Merkezi ve Ankara mağazasında toplam 543 kişi çalışmakta olup; Şirket Üretim Merkezi'nde 30.09.2021 tarihi itibarıyla 346 kişi çalışmaktadır.

- **Ev Grubu:** Şirket'in ev grubunda yer alan ürünlerin büyük bir çoğunluğu mobilya sektöründe önemli bir değere sahip yaşam alanında kullanılmak üzere üretilen koltuk ve kanepeler, tv üniteleri, dresuar, dolap, sehpa, çalışma alanında kullanılmak üzere kurucu ortak Faruk Malhan'ın tasarımını yaptığı çalışma masası, kitaplık ve raf üretmekte olup; sofrta grubunda kullanılmak üzere yemek takımı, çay bardağı ve setleri, ve yaşam alanında tamamlayıcı olarak adlandırılan aydınlatma, ev tekstili (nevresim ve yatak örtüsü) ürün gruplarının da satışını yapmaktadır.
- **Ofis Grubu:** Şirket'in eğitim, finans, bilişim, konut, sağlık, sanayi ve turizm gibi sektörlerde çalışma alanlarında kullanılmak üzere masa, depolama, bölücü panel sistemleri, koltuk, kanepeler ve sandalyeler gibi çok çeşitli kategorilerde yenilikçi ofis mobilya tasarımları yapmaktadır. Bu ürünleri kurumsal satış kapsamında proje olarak üretmekle birlikte, perakende olarak da ofis mobilyaları satışı yapmaktadır.

SATIŞLAR

Koleksiyon Mobilya üretimi yapmış olduğu döşemeli ürünler, koltuklar, masalar, sehpalar ve diğer ürün gruplarının satışını çeşitli kanallarda gerçekleştirmektedir. Koleksiyon Mobilya'ya ait Tarabya ve Tekirdağ mağazası ve bayilere ait olan İstanbul Caddebostan, Tarabya, Skyland, Masko ve Modoko, Antalya ve İzmir'de bulunan 7 ana mağaza ve yurtdışında başlıca Fransa, Almanya ve İngiltere'de bulunan satış kanalları (bayilikler, temsilcilikler ve benzeri) aracılığı ile gerçekleştirmektedir.

Ortaklık Yapısı

Unvanı / Adı Soyadı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Nominal Sermaye (TL)	(%)	Nominal Sermaye (TL)	(%)
Faruk Malhan	A	1.004.697	0,30%	1.004.697	0,23%
Faruk Malhan	B	9.042.281	2,68%	8.640.402	2,00%
Mehmet Koray Malhan	A	15.959.668	4,74%	15.959.668	3,70%
Mehmet Koray Malhan	B	143.637.017	42,62%	137.253.150	31,81%
Doruk Malhan	A	780.638	0,23%	780.638	0,18%
Doruk Malhan	B	7.025.746	2,08%	6.713.491	1,56%
Ayşe Malhan	A	15.959.668	4,74%	15.959.668	3,70%
Ayşe Malhan	B	143.637.017	42,62%	137.253.150	31,81%
Halka Açık Kısım				107.854.952	25,00%
Toplam		337.046.732	100%	431.419.816	100%

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Şirket, halka arzdan elde edeceği gelirin %55-%60'lık kısmı ile Şirketin kısa vadeli banka kredilerini kapatmayı planlamaktadır. Şirket, piyasa koşullarına göre öncelikle döviz kredilerini ve faiz yükü yüksek olan kredilerini azaltmayı planlamakta ve bu sayede pasif içinde yabancı para kaynağın payını azaltarak öz kaynak yapısını daha güçlü hale getirmeyi ve bununla birlikte Şirket'in finansman maliyetleri azaltılarak net karlılık oranını yükseltmeyi hedeflemektedir.

Halka arzdan elde edilen gelirin yaklaşık %30-40'ına yakın kısmını Şirket'in işletme sermayesi ihtiyacı için kullanmayı hedeflemektedir. Şirket ileriye dönük büyüme stratejilerini gerçekleştirebilmek için işletme sermayesini güçlendirmeyi planlamaktadır. Büyüme planlarına bağlı olarak Şirket'in stratejik ve önemli yatırımları arasında yurt dışındaki satış kanalı sayısını artırmak ve daha çok müşteri çevresine ürün tanıtımını yaparak marka imajını yaygınlaştırmak yer almaktadır. Bu amaçla Şirket yurt dışındaki mimarlık ve tasarım ofisleri ile iş birliğine giderek, ayrıca yurt içinde perakende kanalında satışlarını artırmak için yurt içinde ve yurt dışındaki satış kanallarını artırmayı hedeflemektedir. Ayrıca gerek yurt içi gerekse yurt dışından temin edilen hammadde ve ara malzeme temininde peşin fiyatla alım avantajlarından yararlanmak için işletme sermayesi kullanacaktır.

Bununla birlikte Şirket, halka arzdan elde edilen gelirin %5-%10'luk kısmını makine yatırımı ve teknolojik yatırımlar için kullanmayı hedeflemektedir.

FİNANSAL BİLGİLER

Şirket'in 2018 2019 ve 2020 yılları ve 2020/2021 ilk 9 aylık dönemleri için bağımsız denetimden geçirilmiş konsolide mali tablolarına göre gelir tablosu aşağıda verilmektedir.

Kar veya Zarar Tablosu (TL)	01.01.2018 - 31.12.2018	01.01.2019 - 31.12.2019	01.01.2020 - 31.12.2020	01.01.2020 - 30.09.2020	01.01.2021 - 30.09.2021
Hasılat	227.052.590	228.171.274	212.895.623	139.839.534	198.980.826
Satışların Maliyeti	-116.049.389	-132.369.795	-116.629.371	-78.422.796	-110.111.669
Brüt Kar	111.003.201	95.801.479	96.266.202	61.436.738	88.869.157
Genel Yönetim Giderleri	-10.018.834	-8.004.568	-8.145.636	-5.818.924	-7.269.665
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	-68.156.237	-48.564.134	-29.002.341	-20.670.027	-29.086.704
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-3.101.789	-1.297.332	-3.683.805	-2.402.835	-2.201.423
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	15.804.593	13.281.288	20.230.460	20.028.635	5.454.795
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-32.100.663	-10.901.771	-5.857.064	-3.161.580	-9.712.848
Esas Faaliyet Karı	13.430.273	40.314.762	69.807.843	49.412.007	46.063.312
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler/Giderler	-736.297	408.181	182.286	134.013	96.754
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	12.673.976	40.722.943	69.990.129	49.546.020	46.150.066
Finansman Gelirleri	33.645.754	5.865.143	12.218.242	8.914.061	2.866.468
Finansman Giderleri	-50.157.899	-48.210.429	-78.800.520	-67.356.378	-49.161.292
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	-3.838.169	-1.622.343	3.407.851	-8.896.297	-144.758
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	618.241	1.637.482	-3.308.476	-1.122.490	-392.851
Dönem Vergi Gideri	-2.577.729		-597.814	-94413	-2.684.318
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	3.195.970	1.637.482	-2.710.662	-1.028.077	3.077.169
Dönem Karı	-3.219.928	15.139	99.375	-10.018.787	248.093

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Dönen Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	27.813.533	37.000.265	16.546.322	21.977.157
Ticari Alacaklar	33641975	54.752.029	39.855.693	31488514
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	33641975	54.752.029	39.855.693	31488514
Diğer Alacaklar	129.760.289	6.593.347	2.744.681	1.068.602
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	1.495.192	1.353.727	2.734.681	1.068.602
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	128.265.097	5.239.620	10.000	10.000
Stoklar	71.561.811	52.407.255	48.149.496	65.736.735
Peşin Ödenmiş Giderler	2.970.257	15.398.890	6.759.854	5.618.242
Diğer Dönen Varlıklar	5.067.682	2.329.531	2.560.300	4.860.115
Toplam Dönen Varlıklar	280.815.547	168.481.317	116.616.346	130.769.365

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Duran Varlıklar				
Diğer Alacaklar	821.289	1.214.933	288.794	414.593
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	821.289	1.214.933	288.794	414.593
Maddi Duran Varlıklar	122.369.761	687.849.730	694.608.652	688.670.209
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.413.180	6.001.353	8.312.002	9.461.303
Peşin Ödenmiş Giderler		27909	35.567	38.553
Toplam Duran Varlıklar	125.604.230	695.093.925	703.2J5.015	698.584.660
Toplam Varlıklar	406.419.777	863.575.242	819.861.361	829.354.025
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	46.870.423	60.760.342	130.698.870	71.779.323
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	68.244.303	67.684.989	40.337.965	58.108.063
Ticari Borçlar	65.741.320	45.968.755	29.315.607	38.269.163
- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	65.373.548	48.962.938	29.315.607	38.209.155
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	367.772	5.817		60.008
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	3.899.310	4.902.816	3.406.040	4,144.147
Diğer Borçlar	609.774	2.073.665	2.054.682	3.025.647
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	609.774	2.073.665	2.054.682	3.025.647
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	0	0	0	0
Ertelenmiş Gelirler	38.694.400	26.961.768	28.824.365	33.291.416
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü			503.401	2.684.318
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.537.028	2.683.540	2.079.105	3.030.067
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	823.244	1.662.480	440.397	463.636
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	713.784	1.021.060	1.638.708	2.566.431
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	647.004	297.158	0	47.321
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	226.243.562	214.333.063	237.220.035	214.379.465

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Uzun Vadeli Yükümlülükler				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	53.822.134	121.959.008	124.524.038	156.299.132
Diğer Borçlar	12.123.940	12.005.986	6.690.627	8.103.388
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	472.067	0	0	0
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	1.165.187	12.005.986	6.690.627	8.103.388
Uzun Vadeli Karşılıklar	3.507.354	3.875.626	5.035.107	6.760.668
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	3.507.354	3.875.626	5.035.107	6.760.668
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	9.952.861	66.746.786	71.483.607	68.694.138
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	79.406.289	204.587.406	207.733.379	239.857.326
Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	33.466.130	33.466.130	33.466.130	337.046.733
Sermaye Düzeltmesi Farkları	194	194	194	194
Sermaye Yedekleri	0	282.602.490	303.580.603	0
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	72.562.124	72.402.548	82.906.093	84.056.893
<i>Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler</i>	72.562.124	72.402.548	82.906.093	84.056.893
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir veya Giderler	-10.811.488	-14.089.341	0	0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	6.224.839	6.680.761	6.721.083	6.853.846
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	2.548.055	-39.421.795	-51.865.531	-53.088.525
Net Dönem Karı/Zararı	-3.219.928	15.139	99.375	248.093
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	100.769.926	341.656.126	374.907.947	375.117.234
Kontrol Gücü Olmayan Paylar		102.998.647		
Toplam Özkaynaklar	100.769.926	444.654.773	374.907.947	375.117.234
Toplam Kaynaklar	406.419.777	863.575.242	819.861.361	829.354.025

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında Şirket'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Çarpan Analizi

Koleksiyon Mobilya, ev mobilyası/ofis mobilyası/çeşitli ev eşyaları sektöründe faaliyet göstermektedir ve ürün çeşitliliği açısından oldukça geniş bir yelpazeye hizmet vermesinden dolayı ilgili sektörlerde yurtdışı M&A (Birleşme&Satılma) ve IPO (Halka Arz) işlemlerinde dikkate alınan çarpan FD/FAVÖK çarpanı olarak gözlemlendiği açıklanmıştır. Net kâr, Koleksiyon Mobilyanın Eyl21 itibarıyla 4.3x Net Borç/FAVÖK seviyesinde, nisbeten yüksek borçluluk ve finansman giderleri sebebiyle ciddi şekilde etkilenmekte ve karşılaştırma açısından sağlıklı bir sonuç vermediği belirtilmiştir. F/K çarpanı açısından Yurtdışı Benzerler medyanı Son 12 Aylık Net Kârâ göre 13.8x seviyesindeyken Yurtiçi Benzerler ise 8.3x seviyesinde işlem görmekte olduğu ifade edilmiştir. Keza defter değeri de, firma varlıklarının bilançolarında ne kadar pazar değerine yakın yer aldığıyla alakalı olup, mobilya sektöründe agresif büyüme modeliyle faaliyet gösterecek firmalar için sağlıklı bir çarpan olarak kabul edilmemiştir. FD/Satış çarpanı da satış rakamı şirketin asıl değerini ortaya koyan kârlılığı değil, ciro sal büyüklüğü yansıtması açısından yine Şirket'in güncel Hasılat'ının küçük ölçekte olmasından ötürü uygun bir çarpan olarak görülmemiştir.

Sonuç olarak yukarıda bahsedilen sebeplerden ötürü F/K, FD/Satışlar ve PD/DD çarpanlarına yer verilmemiş olup, Şirket'in adil değerlemesi için en sağlıklı çarpan olduğunu düşünülerek FD/FAVÖK çarpanının kullanılması uygun görülmüştür.

Şirket için yapılan çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanına mümkün olduğu kadar yakın şirketler seçilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda, yurt içinde, BİST içerisinde Şirket'e birebir benzer iş yapan şirket bulunmamakla birlikte, özellikle mobilya sektöründe faaliyet gösteren şirketler incelenmiş ve Koleksiyon'a en yakın olarak değerlendirilen Yataş Yatak Yorgan Sanayi ve Ticaret AŞ ("Yataş") ve Doğanlar Mobilya Grubu İmalat Sanayi ve Ticaret AŞ (Doğtaş)'nin ortalama FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Yurt dışı tarafta ise aynı şekilde Koleksiyon ile aynı alanda faaliyet gösteren şirketler incelenerek faaliyet alanı Koleksiyon Mobilya'ya en çok benzeyen şirketler kümesi belirlenmiştir. Yurtdışında faaliyet gösteren benzer şirketler listesine olabildiğince geniş ürün çeşitliliği yakalamak amacıyla mobilya/ofis/dekorasyon gibi alanların birinde veya birkaçında faaliyet gösteren firmalar dahil edilmiştir.

Halka arz fiyat hesaplamasında, 2021-2022 yılı tahmini verileri kullanılmış ve Şirket'in nakit yaratma kapasitesini kabaca en iyi temsil ettiği düşünülen FD/FAVÖK oranı ile hesaplanan değer kullanılması uygun görülmüştür.

Benzer Şirketler (FD/FAVÖK) (Para birimi: TL milyon)	2021T	2022T
Medyan	5.76	5.42
2021T FAVÖK	78	
2022T FAVÖK	104	
Çarpan Bazında Firma Değeri	507	
Net Borç	264	
Çarpan Bazında Piyasa Değeri	243	

2021 ve 2022 yılı projeksiyonlarına ve Benzer şirketlerin 2021 ve 2022 yılları tahmini FD/FAVÖK verilerine dayanan hesaplama göre Şirket'in Piyasa Çarpanları bazında Piyasa Değeri 243 milyon TL'dir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Nakit akım projeksiyonlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM değerine ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda verilmiştir.

AOSM Girdileri ve Hesaplaması	2022	2023	2024	2025	2026
Risksiz Faiz Oranı	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
Risk primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	1.36	1.38	1.38	1.38	1.38
Vergi Oranı	23.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
% Borç	43.3%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
% Sermaye	56.7%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%
Borçlanma maliyeti	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
Özsermaye maliyeti	25.5%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%
AOSM	21.5%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%
Sonsuz Büyüme Oranı	5.0%				

Risksiz faiz (getiri) oranı hesaplanırken, Türkiye’de ihraç edilen en güncel 10 yıllık TL tahvil oranındaki değişimler takip edilmiş olup, makroekonomik tahminler de göz önüne alındığında mevcut durum için %18 esas alınmıştır.

Piyasa risk primi güncel oranlara paralel olarak %5.50 olarak varsayılmıştır.

Beta değeri olarak, “Piyasa Yaklaşımı” yönteminde kullandığımız) Şirket’in faaliyetlerine benzer alanda faaliyet gösteren şirketlerin kaldıraçsız beta’ları baz alınmıştır. Halka açık olmayan şirketlerin beta değeri hesaplanırken benzer şirket veya şirketlerin finansal borçlarının kaldıraç etkisinden arındırılması amacıyla aşağıda yer alan formül ile hesaplanan kaldıraçsız beta değeri kullanılmaktadır. Koleksiyon Mobilya için beta değeri hesaplanırken de bu karşılaştırılan şirketlerin kaldıraçsız beta değerlerinin medyan değeri olan 0.86’ya Koleksiyon Mobilya’nın kaldıraç oranları uygulanarak kaldıraçlı beta değeri 1.36-1.38 seviyesinde (değişen vergi oranlarından dolayı) hesaplanmıştır.

Vergi oranı, ilgili konudaki en güncel tebliğlere dayanarak, projeksiyon döneminin ilk yılında %23 ve sonraki yıllarda %20 olarak kullanılmıştır. Değerlemede, Yatırım’dan kaynaklı olarak oluşması beklenen daha düşük efektif vergi oranları kullanılmıştır. Şirket beklentisi, efektif vergi oranının %15 seviyelerinde oluşması yönündedir.

Şirket’in önümüzdeki dönemde yatırımlarım %45 borç, %55 özkaynak ile finanse edeceği varsayımı altında finansal borçlarının, finansal borçlar ve özkaynak toplamına oranı olarak olarak %45 alınmıştır. Sermaye oranı ise %55 seviyesinde projekte edilmiştir.

Borçlanma Maliyeti olarak, günümüz koşulları ile gelecek beklentileri çerçevesinde Risksiz faiz (getiri) oranı + 3yp kullanılmıştır.

Bu varsayımlar ışığında AOSM 2022 yılı için %20.3 olarak ve 2023 yılı ve sonrası içinse %20.5 olarak hesaplanmıştır.

Para birimi: TL milyon	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Hasılat	227	228	213	281	374	524	723	985	1,352
Hasılat büyümesi	n.a	0.5%	-6.7%	32.0%	33.0%	40.3%	37.9%	36.2%	37.2%
SMM	116	132	117	160	209	301	426	587	804
Brüt kâr	111	96	96	121	164	223	297	398	548
Brüt kâr marjı	48.9%	42.0%	45.2%	43.2%	44.0%	42.6%	41.1%	40.4%	40.6%
Operasyonel Giderler	81	58	41	58	79	106	141	187	251
Operasyonel Giderler Hasılat oranı	35.8%	25.4%	19.2%	20,70%	21.2%	20.2%	19.5%	19.0%	18.6%
Faaliyet Kârı	30	38	55	63	85	117	156	211	297
Faaliyet kâr marjı	13.1%	16.6%	26.0%	22.5%	22.8%	22.4%	21.6%	21.5%	22.0%
Amortisman giderleri	11	11	13	15	19	28	42	54	61
FAVÖK	40	49	68	78	104	145	198	265	358
FAVÖK marjı	17.8%	21.7%	31.9%	27.7%	27.8%	27.7%	27.4%	27.0%	26,5%
Vergi	-1	-2	3	-4	11	15	27	35	47
İşletme Sermayesi	39	58	59	77	95	126	174	230	304
İşletme Sermayesi Hasılat Oranı	17.4%	25.5%	27.6%	27.2%	25.4%	24.0%	24.1%	23.3%	22.5%
Ek İşletme Sermayesi İhtiyacı (Fazlası)	n.a	19	0	0	18	31	49	55	74
Yatırım Harcamaları	14	18	10	8	73	45	71	59	36
Serbest Nakit Akışı	-1	-4	-15	-4	2	52	52	116	201
İndirgeme Oranı				1.00	0.82	0.68	0.56	0.46	0.38
Serbest Nakit Akışının Bugünkü Değeri				-4	2	35	29	53	75
Projeksiyon Dönemi Serbest Nakit Akışı									194
Sonsuz Değer									476
Firma Değeri									670
Net Borç									264
Piyasa Değeri (Koleksiyon)									406

Tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları, %5 uç büyüme değeri ve %21.5-%21.6 seviyesinde AOSM ile indirgenen verilerden çıkan sonuca; Şirket'in son kur volatilitésinin değerlemeyi önemli ölçüde etkileyecek olmasından dolayı güncel veriyi kullanmak adına, "tahmini" yıl sonu net borç tutarı olan 264 milyon TL'lik net borç tutarı eklenerek Koleksiyon Mobilya'nın Piyasa Değeri 406 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

SONUÇ

İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları yöntemlerinin eşit ağırlıkla hesaplandığı değerlememizde Koleksiyon Mobilya için ulaştığımız halka arz öncesi piyasa değeri 488 milyon TL ve halka arz sonrası piyasa değeri 625 milyon TL'dir.

İNA ve Piyasa Yaklaşımı metodlarına %42 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır. Yatırım Amaçlı Gayrimenkul olarak sınıflandırılan ve proje geliştirilmesi planlanan Büyükdere Gayrimenkul arazisi, 300 milyon TL'lik Yatırım Amaçlı Gayrimenkul değeri ile iskontosuz olarak değerlemeye eklenmiştir.

Değerleme	Ağırlık	Piyasa Değeri	Sonuç
İNA Yaklaşımı	50,0%	406	203
Piyasa Yaklaşımı	50,0%	243	121
Piyasa Değeri (Koleksiyon)			324
Maslak Arazisi Net Aktif Değeri	100,0%	300	300
Piyasa Değeri (Koleksiyon + Maslak Arazi)			624
Halka arz iskontosu (Koleksiyon)			42%
Halka Arz Öncesi Iskontolu Piyasa Değeri			488
Odenmiş Sermaye			337
Sermaye Artışı			28,0%
Ortak satışı			4,0%
%28 Sermaye Artırımı (mn)			94
%4 Ortak Satışı (mn)			13
Halka Arz Sonrası Sermaye (mn)			431
Sermaye Artışından Gelen Nakit Girişi (TL mn)			137
Ortak Satışı (TL mn)			20
Toplam Halka Açık Piyasa Değeri (TL mn)			156
Halka Açıklık Oranı			25,0%
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri (TL mn)			625
Hisse Fiyatı			1,45

Buna göre; halka arz iskontosu sonrası pay başına 1.45 TL fiyata ulaşılmıştır.

GÖRÜŞ

- Koleksiyon Mobilya için Oyak Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Fiyat tespiti amacıyla yapılan değerlendirme çalışmasında Koleksiyon Mobilya için yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Yöntemi" incelenmiştir. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklanmıştır.
- Çarpan analizi yönteminde FD/FAVÖK çarpanının uygulanmasını makul karşılıyoruz.
- Değerleme çalışmasında, gelir bazlı değerlendirme yaklaşımı olan ve şirket değerinin daha sağlıklı belirlenmesine imkân veren İndirgenmiş Nakit Akımları (INA) yönteminin kullanılmasını şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı nakit akımlarını da analiz etmesi nedeniyle daha rasyonel bir şirket değeri ortaya çıkarması adına olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık Türkiye Devlet tahvil faizi dikkate alınarak %18 baz alınmıştır. Değerleme tarihinde 10 yıllık tahvil faizi oranı %22 olarak görünmektedir. %18 yerine mevcut durumdaki %22 oranının uygulanmasının daha makul olacağını düşünüyoruz.
- Beta hesaplamasında benzer şirketlerin medyan kaldıraçsız Beta değerine Koleksiyon Mobilya'nın kaldıraç oranları uygulanarak kaldıraçlı Beta değeri hesaplanmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Satış projeksiyonuna bakıldığında geçen son üç yıldaki satış değişimleri göz önünde bulundurulduğunda iyimser bir satış geliri büyümesi projeksiyonu oluşturulduğu gözlenmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca belirlenen gelir artış oranlarının yakalanamaması durumuna bağlı olarak şirket değeri farklılık gösterebilecektir.
- Şirket'in piyasa değerinin hesaplamasına Maslak arazisinin net aktif değeri 300 milyon TL olarak eklenmiştir. Bu arazinin ne yönde kullanılacağı, olası satışa elverişli bir durumda olup olmadığına bağlı olarak şirket değerine etkisi bakımından değerlendirilmelidir.
- Yukarıdaki değerlendirmelerle birlikte kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucu bulunan değere %42 iskonto oranı uygulanmıştır. Uygulanan iskonto oranını ve bu iskonto hesaplamasıyla bulunan 1,45 TL pay başına halka arz fiyatının bahsettiğimiz çekinceleri belirtmekle birlikte makul olduğunu düşünüyoruz.