

Koton Mağazacılık Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/2. Maddesi kapsamında QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest") tarafından hazırlanmıştır.

Rapor, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Koton Mağazacılık Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Koton" veya "Şirket") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin QNB Finansinvest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'ta yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Talep Toplama Tarihleri	30 Nisan & 2-3 Mayıs 2024
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	795.500.000 TL
Sermaye Artırımı	34.150.000 TL nominal
Mevcut Pay Satışı	102.450.000 TL nominal
Ek Satış	Yoktur.
Halka Açıklık Oranı	%16,46
Halka Arz Satış Fiyatı	30,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	4.166.300.000 TL

Kaynak: İzahname, KAP

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Sermaye Hakkında Bilgi						
Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Yılmaz Yılmaz	A	99.437.500	12,5	A	99.437.500	12,0
	B	99.437.500	12,5	B	95.387.500	11,5
Şükriye Gülden Yılmaz	A	99.437.500	12,5	A	99.437.500	12,0
	B	99.437.500	12,5	B	95.387.500	11,5
Nemo Apparel B.V.	B	397.750.000	50,00	B	303.400.000	36,6
Halka Açık Kısım	B				136.600.000	16,5
Toplam	-	795.500.000	100	-	829.650.000	100

Kaynak: İzahname, KAP

Halka arz, sermaye artırımı ve ortak satışı yolu ile gerçekleştirilecektir. Sermaye artışı yolu ile elde edilecek net gelirin %30-40'ını yurt içi ve yurt dışı mağaza açılışları ve yenilemeleri, depo otomasyon yatırımları ile bilgi teknolojileri yatırımlarında, %60-%70'ini Net İşletme Sermayesi olarak kullanmayı planlamaktadır.

Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, merkezi İstanbul'da bulunan ve yurt içi ve yurt dışında yaygın kitlelere erişen önde gelen bir moda şirkettir ve 35 yıllık geçmişiyle, dört kıtada Koton markalı Ürünleri tasarlayan ve satan bölgesel bir perakende hazır giyim şirketine dönüşmüştür. Ağırlıklı olarak Türkiye'den yapılan hızlı tedarik ve şirket içi ürün geliştirme kabiliyeti, Şirket'in kendine özgü değerlerini oluşturmada ve bu değerler, Şirket'in

ürünlerini rekabetçi teslim süreleri içinde satışa hazır hale getirebilmesini sağlamaktadır. Hem doğrudan hem de Franchise olarak işletilen mağazaları dahil olmak üzere monobrand mağazaları, e-ticaret, çevrimiçi pazaryerleri ve toptan satış ile çok kanallı yürüttüğü operasyonları sayesinde Koton, 2023'te 300 milyondan fazla ziyaretçiye ulaşmış ve 60 milyon adedin üzerinde ürün satmıştır. 31 Aralık 2023 itibarıyla, Koton Grubu'nun çok kanallı satış ağı (i) dünya çapında toplam alanı 507.351 metrekare olan 437 mağaza (perakende satış), (ii) koton.com ve Koton mobil uygulamasının yanı sıra 57 ülkede 29 çevrimiçi pazaryeri ve (iii) satış kanalları yapısını tamamlayıcı bir kol olarak değerlendirilen toptan satış kanallarını içermektedir.

Faaliyetler Hakkında Bilgi

Koton, modaaya uygun stiller, kaliteli ve uygun fiyatlı geniş bir ürün yelpazesi sunmaktadır. Koton kadın, erkek ve çocuk kategorilerinde yılda 30 binden fazla SKU ile giyim ve aksesuar ürünleri tasarlamakta, geliştirmekte ve satmaktadır. Bu kapsamda Koton müşterilerine, üst giyim ve alt giyim, elbise, denim dış giyim ve triko ürünleri sunmaktadır. Şirket'in ürün yelpazesi aynı zamanda iç giyim, plaj giysileri ve mayolar, abiye ve davet giysileri ve spor giyimini yanı sıra tekstil aksesuarları, deri görünümlü ürünler, takılar ve kozmetik gibi aksesuarları da içermektedir. Koton'un tüm yaş ve cinsiyetler için her ihtiyaca yönelik ürün seçenekleri bulunmaktadır.

Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Gelir Tablosu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Hasılat	14.383.701.922	16.017.173.874	17.193.804.801
Satışların Maliyeti	(8.153.024.200)	(7.604.560.678)	(8.246.145.978)
Brüt Kar	6.230.677.722	8.412.613.196	8.947.658.823
Brüt Kar Marjı (%)	43,32%	52,52%	52,04%
Esas Faaliyet Karı	798.767.665	1.418.745.078	1.586.802.801
Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	5,55%	8,86%	9,23%
Dönem Karı/Zararı	807.999.565	1.747.837.821	1.804.574.796
Net Kar Marjı (%)	5,62%	10,91%	10,50%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Dönen Varlıklar	5.887.465.694	7.435.824.000	7.340.366.470
Duran Varlıklar	7.099.518.153	5.504.314.875	4.947.468.773
TOPLAM VARLIKLAR	12.986.983.847	12.940.138.875	12.287.835.243
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.892.557.404	7.940.414.706	6.234.067.050
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.907.409.156	1.979.735.036	2.018.316.452
Özkaynaklar	2.187.017.287	3.019.989.133	4.035.451.741
Ödenmiş Sermaye	795.500.000	795.500.000	795.500.000
TOPLAM KAYNAKLAR	12.986.983.847	12.940.138.875	12.287.835.243

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

2. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır. İNA çalışmasında şirketin serbest nakit akışı projeksiyonuna yer verilmiştir. Yapılmış olan çarpan analizlerinde yurt içi benzer şirketler ve yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketlere yer verilmiş ve Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) ve F/K çarpanı kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımı analizi %50 ve Çarpan Analizi %50 olacak şekilde eşit ağırlıklandırılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine ilişkin;

- İNA çalışması şirketin 2024- 2032 yıllarına ilişkin tahminleri içermektedir.

mn, TL	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Net Satışlar	19.501	22.387	25.197	27.888	30.547	33.184	35.910	38.899	42.214
Satışların Değişimi	13,4%	14,8%	12,6%	10,7%	9,5%	8,6%	8,2%	8,3%	8,5%
FVÖK	2.151	2.637	3.115	3.624	4.200	4.763	5.400	6.149	7.065
Amortisman	360	407	447	486	523	553	565	560	504
FAVÖK	3.352	4.010	4.649	5.314	6.041	6.748	7.514	8.387	9.390
Dönem Vergi Gideri (-)	523	637	751	873	1.010	1.145	1.297	1.477	1.698
Yatırım Harcamaları (-)	968	674	667	676	670	692	713	743	766
Net İş. Ser. Değ	226	-420	-395	-359	-336	-323	-321	-345	-374
Serbest Nakit Akımları	1.246	1.312	1.749	2.203	2.707	3.157	3.633	4.144	4.730
AOSM	10,48%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.128	1.075	1.297	1.479	1.644	1.735	1.807	1.866	1.928
Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	21.721								
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	13.958								
Firma değeri	35.680								
Net Borç	1.146,0								
Özsermaye değeri	34.534								

Kaynak: İş Yatırım

- Değerleme çalışmasında AOSM varsayımları reel metriklerle oluşturulmuş ve risksiz faiz oranı için Türkiye 10 yıl vadeli ABD doları cinsinden Eurobond getiri oranı takip edilmiş olup 10 yıl vadeli ABD enflasyonu tahminlerinden arındırılarak risksiz faiz oranı hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca %5,32 seviyesinde sabit alınmıştır.
- Piyasa risk primi %6,0 olarak sabit tutulmuş ve 1,0 beta katsayısı kullanılarak 2024-2032 yılları arasında %10,49 AOSM oranına ulaşılmıştır.
- Vergi oranı ise 2024-2032 yılları arasında %24,03-%24,28 ile değişken olarak öngörülmüştür.
- İNA analizi sonucunda hesaplanan özsermaye değeri, 31.12.2023 itibarıyla TL bazında reel olarak hazırlanmış projeksiyonların 31.12.2023 tarihine indirgenmesiyle hesaplanmıştır. Ancak Rapor tarihi olan 19 Mart 2024 tarihi itibarıyla ABD Doları ve Avro dikkate alınarak eşit ağırlıkla oluşturulan kur sepetinin, 31.12.2023 tarihinde oluşturulan kur sepetinin değişiminden hareketle, özsermaye değeri endekslemeye tabi tutulmuş olup, endekslenen bu değer Şirket değerlendirme sonucunda dikkate alınmıştır.

İskonto Oranları	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Risksiz Faiz Oranı	5,32%	5,32%	5,32%	5,32%	5,32%	5,32%	5,32%	5,32%	5,32%
Türkiye Risk Primi	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Sermaye Maliyeti	11,32%	11,32%	11,32%	11,32%	11,32%	11,32%	11,32%	11,32%	11,32%
Borç Maliyeti	9,45%	9,45%	9,45%	9,45%	9,45%	9,45%	9,45%	9,45%	9,45%
Vergi Oranı	24,28%	24,14%	24,09%	24,06%	24,05%	24,03%	24,03%	24,03%	24,06%
Borç Oranı	20,00%	20,00%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
AOSM	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%	10,49%

Kaynak: İş Yatırım

Çarpan Analizine ilişkin;

- Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler iki farklı grupta ele alınıp FD/FAVÖK ve F/K çarpanları hesaplanmıştır.
- Çarpan analizinde yurt içi benzer şirketlere %50 ve yurt dışı benzer şirketlere %50 eşit ağırlık verilmiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler	FD/FAVÖK	F/K
Industria de Diseno Textil SA	16,7	35,6
Fast Retailing Co	50,6	63,8
H&M Hennes % Mauritz AB	8,1	27,7
Next PLC	12,7	15,5
LPP S.A.	12,3	25,6
The Gap,Inc.	9,9	45,5
Abercrombie&Fitch Co.	14,2	2341,6
American Eagle Outfitters Inc	6,5	37,1
Woolworths Holdings Limited	6,8	10,9
Mr Price Group Ltd.	9,1	13,4
Foschini Group Ltd.	5,4	10
Oxford Industries, Inc.	6,0	9,8
OVS SpA	6,2	17,3
Codes Combine Co.	10,3	16
Superdry PLC	17,20	0,2
Medyan	9,1	15,5

Kaynak: İş Yatırım

- Yurt dışı benzer şirketlerle yapılan değerlemede 9,1x FD/FAVÖK ve 15,5x F/K meydan değerleri kullanılmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler	FD/FAVÖK	F/K
Bim Birleşik Mağazalar A.Ş.	-	-
Migros Ticaret	25,8	9,6
Şok Marketler Ticaret	-	-
Tab Gıda Sanayi ve Ticaret	7,8	14,5
Mavi Giyim	5,7	16,9
Vakko Tekstil	-	-
Ebebek Mağazacılık	14,3	33,2
Teknosa İç ve Dış Ticaret A.Ş.	-	-
Desa Deri Sanayi	-	-
Suwen Tekstil	-	-
Dagi Giyim	-	-
Derimod Konfeksiyon	-	-
Medyan	7,8	14,5

Kaynak: İş Yatırım

- Yurt içi benzer şirketlerle yapılan değerlemede 7,8x FD/FAVÖK ve 14,5x F/K medyan değerleri kullanılmıştır.

Yurt Dışı Piyasa Çarpanları Analiz Özeti	Değerleme	FD/FAVÖK	Özsermaye Değeri (mn TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mn TL)
Yurtdışı Benzer Şirketler	FD/FAVÖK	9,1	40.073,7	50%	20.036,9
	F/K	15,5	30.709,9	50%	15.355,0
Özsermaye değeri					35.391,8

Kaynak: İş Yatırım

- Çarpan analizi çerçevesinde yurt dışı benzer şirketlerin piyasa çarpanları analizinde FD/FAVÖK çarpanına ve F/K çarpanına göre bulunan değerler eşit ağırlıklandırılmış ve 35.391,8mn TL firma değerine ulaşılmıştır.

Yurt İçi Piyasa Çarpanları Analiz Özeti	Değerleme	FD/FAVÖK	Özsermaye Değeri (mn TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mn TL)
BIST Şirketleri	FD/FAVÖK	7,8	30.515,0	50%	15.257,5
	F/K	14,5	26.129,7	50%	13.064,8
Özsermaye değeri					28.322,3

Kaynak: İş Yatırım

- Yurt içi benzer şirketlerin piyasa çarpanları analizinde FD/FAVÖK ve F/K çarpanına göre eşit ağırlıklandırılarak 28.322,3mn TL firma değerine ulaşılmıştır.

Piyasa Çarpanları Analiz Özeti	Ağırlık	Özsermaye Değeri (mn TL)
Yurt Dışı Benzer Şirketler	50%	35.391,8
Yurt İçi Benzer Şirketler	50%	28.322,3
Özsermaye değeri		31.857,1

Kaynak: İş Yatırım

- Çarpan analizi yapılarak yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlere göre hesaplanan değerlere sırasıyla %50 ve %50 ağırlık uygulanarak, 31.857,1mn TL firma değerine ulaşılmıştır.

Değerleme Sonuçları

Özsermaye Değeri (mn, TRY)	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı (mn,TL)	Piyasa Değeri
İNA	37.480,2	50%	18.740,1	
Çarpan Analizi	31.857,1	50%	15.928,5	
İskontosuz Özsermaye Değeri				34.668,65
İskontolu Özsermaye Değeri (%30 İskonto)				24.262,75

Kaynak: İş Yatırım

- Değerleme çalışmasında İNA Analizine %50 ve Çarpan Analizine %50 oranda ağırlık verilmiştir.
- Buna göre TL34.668,6mn halka arz öncesi piyasa değerine ulaşılmış ve bulunan değere %30 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır. Böylelikle hisse başına fiyat TL30,50 olarak hesaplanmıştır.

Özsermaye Değeri (TL)	TL
Çıkarılmış Sermaye	795.500.000
Pay Başına Fiyat	43,58
Halka Arz İskontosu	30%
Şirket Piyasa Değeri	24.262.750.000
Halka Arz Pay Fiyatı	30,50

Kaynak: İş Yatırım

3. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğu düşünülmektedir, Halka arz fiyatı %30 oranında iskontoludur, bu rakam halka arz iskontosu olarak makul kabul edilebilir. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında TL 30,50 olarak belirlenen halka arz fiyatının da makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Genel itibarıyla İNA analizlerinde yer alan bilgilerin yeterince detaylı ve anlaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.
- İNA analizinde yurt içi operasyonlar için TL bazlı reel değişim oranları, yurt dışı operasyonlar için ABD Doları bazlı reel değişim oranları dikkate alınarak projeksiyon çalışması yapılmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- İNA analizinde AOSM'nin 2024 ve izleyen yıllar için sabit tutulmasını makul buluyoruz.