

Suwen Türkiye'nin önde gelen iç giyim firmalarından biridir: 2003 yılından bu yana Suwen markası altında faaliyet göstermekte ve iç çamaşırı, plaj giyimi, ev giyimi ve çorap satışı yapmaktadır. 2021 yılında satışların %46.3'ü iç giyimde, %40.7'si ev giyiminde, %9.4'ü plaj giyiminde ve %3,4'ü çorapta gerçekleşmiştir. Şirket, mağaza sayısını 4 yıllık sürede %28,9 YBBO ile 138'e çıkarırken (ortalama m²: 110 ve 9-12 ay yatırım geri dönüşüm süresi) Türkiye'nin en büyük ikinci şirketi konumundadır. Şirket, uluslararası genişlemeye bu yıl Romanya'da pazarında başlamıştır. Satışlarının %85.4'ü Suwen mağazalarından, %12,7'si ise internet üzerinden gerçekleştirilmektedir. Çalışanlarının %90'ı kadınlardan oluşmaktadır.

Büyüme faktörleri ve işletme özellikleri: Sektör %19,7 (5 yıl) YBBO ile büyürken, bu durum çoğunlukla organize olmayan perakende yoluyla gerçekleşmiştir. Organize perakende aynı dönemde %33 oranında büyümüştür. Dolayısıyla bu durum, özellikle iyi kaliteyi makul fiyatlarla sunan organize şirketler için önemli bir fırsat olarak görünmektedir. 2017'de %43 olan organize perakendeciler tarafından gerçekleştirilen ilgili ürün satışlarının payı 2021'de %57 olarak gerçekleşmiştir. Şirket, tüm online yatırımlarını 2019'da tamamlamanın yanı sıra 2017'de 50 olan mağazalarını büyütürken bu durumdan faydalanmaktadır. Online satışlar 2021'de 2,2 kat artmıştır. Öte yandan, Şirketin üretim tesisine sahip olmaması ve uzun vadeli ilişkileri olan fason üreticiler ile çalışması maliyetleri en aza indirmeye yardımcı olmaktadır. Bunun yanında şirket ürünlerin tasarımı gerçekleştirip kalitenin her düzeyde kontrolünü sağlamaktadır. Son olarak, çoğu ürün grubu sezonluk olmaması yıl boyunca değişken üretim ve stok baskısını önlemektedir.

Satış gelirleri ve büyüme görünümü: 2021'de net satışlar, yukarıda bahsedilen güçlü yurtdışı faktörler sayesinde yıllık %140 artışla 359 mn TL'ye ulaştı (4 yıllık YBBO: %74). Değerlemede, 2022'de net satışların 678 mn TL'ye (Yıllık +%89) ulaşmasını bekleniyor. Gelir artışı beklentileri 2023 için %45 ve 2024 için %41. (Uzun vadeli görünüm için lütfen Görsel 5'e bakınız).

Marjlar ve FAVÖK görünümü: FAVÖK yıllık %162 artarak 2021'de 114.3 mn TL'ye ulaştı. Buna göre, daha karlı piyasa dinamikleri ve ölçek ekonomisi sayesinde FAVÖK marjı %31.8'e (+260 baz puan) yükseldi. Değerlemede, FAVÖK'ün 2022T sonunda 215.7 milyon TL'ye (FAVÖK marjı %31.8 ve yıllık bazda ve tahmin dönemi boyunca sabit) ulaşmasını bekleniyor. (Uzun vadeli varsayımlar için lütfen Görsel 5'e bakınız).

2022 Beklentileri ile ilgili Gedik Araştırma Bölümü Görüşü: Şirketin değerlemesi 1Ç21 de tamamlanmış olup yıllık %36 TÜFE üzerinden yapılmıştır. Ancak, beklentilerden yüksek seyreden TÜFE şirketin büyümesine ek katkı yaratabilir. Bu bağlamda baz senaryomuz şu şekildedir: Satış Gelirleri – 750 milyon TL, FAVÖK – 238 milyon TL.

Bilanço: Şirketin FAVÖK/Net finansal borç oranı düşük bir seviye olan 1.15'dir. Şirketin döviz borcu bulunmamaktadır.

Halka arzdan elde edilen gelirin kullanımı: (1) Mağaza büyümesi (%50): (2022'de Türkiye'de 35 mağaza ve 2 yıl içinde Romanya'da 20 mağaza açmayı planlıyor, (2) İşletme sermayesi (%30), (3) Borç azaltmak (%20).

Halka Arz Detayları	12 A 2021
Talep Toplama	Nisan 13-14-15
Talep Toplama Şekli	Sabit Fiyat
Yatırımcı Dağılımı	- Yurtdışı Bireysel: TL11.500.000 nominal (50%) - Yurtdışı Kurumsal: TL9.200.000 nominal (40%) - Yabancı Kurumsal: TL2.300.000 nominal (10%)
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri (TL)	1.156.283.779
Halka Arz İskontosu	20,0%
İskontolu Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	925.003.872
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	50.000.000
Hisse Başı Fiyat	18,50
Sermaye Artışı	30,43%
Sermaye Artışı (hisse adeti)	6.000.000
Sermaye Artışı (TL)	111.000.000
Ortak Satışı (hisse adeti)	17.000.000
Ortak Satışı (TL)	314.500.000
Halka Arz edilecek Hisse Adeti	23.000.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.036.000.000
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	56.000.000
Halka Açıklık Oranı	41,07%

Çarpan	Halka Arz Sonrası 2022 (T)
FD/FAVÖK	4.3
F/K	8.0

Çarpan	Halka Arz Sonrası 2023 (T)
FD/FAVÖK	2.9
F/K	5.9

Ali. K. Akkoyunlu
Araştırma Direktörü

aakkoyunlu@gedik.com
+90 216 453 00 00

Görsel 1 – Ortaklık Yapısı

Ortağın Unvanı	Halka Arzdan Önce			Halka Arzdan Sonra	
	Pay Grubu	(TL)	%	(TL)	%
Intilux S,à r,l,	B	26.343.750	52,69%	10.343.750	18,47%
Biol Sümer	A	2.500.000	24,06%	11.531.248	20,59%
	B	9.531.248			
Ali Bolluk	A	2.000.000	19,25%	9.125.000	16,29%
	B	7.625.000			
Çiğdem Ferda Sümer	A	500.000	4,00%	2.000.002	3,57%
	B	1.500.002			
Halka Arz	-	-	-	23.000.000	41,07%
Toplam		50.00.000	100,00%	56.000.000	100,00%

Görsel 2 – Gelir Tablosu

TL	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Hasılat	114.542.566	149.625.345	359.858.381
Satışların Maliyeti	-42.395.573	-57.046.929	-144.835.431
Brüt Kar	72.146.993	92.578.416	215.022.950
Genel Yönetim Giderleri	-6.857.773	-7.869.091	-16.397.079
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	-51.271.325	-71.120.296	-128.886.892
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	957.891	4.528.650	43.226.156
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-2.612.198	-5.242.614	-9.176.994
Esas Faaliyet Karı	12.363.588	12.875.065	70.294.826
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	346.979	486.928	1.906.928
Finansman Gideri Öncei Faaliyet Karı/zararı	12.710.567	13.362.047	72.201.754
Finansman Gelirleri	-	7.827.370	5.343.882
Finansman Giderleri	-12.816.329	-19.536.419	-21.741.328
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	-105.762	-1.652.998	55.804.308
- Dönem Vergi Gideri/Geliri	-	-	-12.353.611
- Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	165.428	-171.469	526.876
DÖNEM KARI/ZARARI	59.666	1.481.529	42.923.821
Amortisman	19.844.684	30.767.634	44.052.090
FAVÖK	32.208.272	43.642.699	114.346.916

Görsel 3 – Bilanço

TL	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.586.832	14.271.161	10.181.882
Ticari Alacaklar	3.115.339	10.116.992	14.365.022
Stoklar	29.188.686	46.649.971	103.806.642
Dönen Varlıklar	40.305.761	76.014.550	148.983.841
Duran Varlıklar	70.029.058	82.536.413	114.775.179
Toplam Varlıklar	110.334.819	158.550.963	263.759.020
Kısa Vadeli Borçlanmalar	6.019.244	7.211.629	23.949.079
Ticari Borçlar	21.041.144	36.192.786	44.788.324
Uzun Vadeli Borçlanmalar	4.381.027	13.032.598	12.005.896
Toplam Borçlanmalar	109.513.474	142.708.648	205.105.398
Ödenmiş Sermaye	7.635.000	8.311.689	22.961.072
ÖZKAYNAKLAR	-821.345	15.842.315	58.653.622
Hesaplanan Net Borç	-	-	51.498.000

Görsel 4 – İNA Varsayımları

	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
Risksiz Getiri Oranı	25.07%	26.27%	16.51%	16.07%	14.66%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Piyasa Risk Primi	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
Borçlanma Maliyeti	26.23%	27.44%	17.59%	17.15%	15.72%
Sermaye Maliyeti	30.57%	31.77%	22.01%	21.57%	20.16%
Vergi Oranı	21.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	20.72%	22.50%	14.42%	14.06%	12.58%
Borç Oranı	54.83%	30.00%	20.00%	20.00%	20.00%
AOSM	25.17%	28.99%	20.49%	20.07%	18.65%

Görsel 5 – Değerleme

İNA(000TL)	2022	2023	2024	2025	2026
Net Satışlar	678.852	986.219	1.388.113	1.830.066	2.319.808
Yıllık Büyüme	88.6%	45.3%	40.8%	31.8%	26.8%
FVÖK	120.456	156.138	225.359	314.964	415.306
FVÖK Marjı	17.7%	15.8%	16.2%	17.2%	17.9%
FAVÖK	215.709	313.376	441.080	581.513	737.131
Amortisman ve İtfa Giderleri	95.253	157.238	215.721	266.549	321.826
Vergi	-25.296	-28.105	-40.565	-56.694	-83.061
Yatırım Harcamaları	-30.795	-30.842	-37.820	-43.342	-40.919
Net İşletme Sermayesi Değişimi	-56.333	-47.279	-71.390	-83.131	-92.294
= Serbest Nakit Akımları (SNA)	23.705	71.391	103.908	163.184	232.920
AOSM	25.17%	28.99%	20.49%	20.07%	18.65%
İndirgeme Oranı	79.9%	60.01%	57.2%	48.1%	42.5%
İndirgenmiş Nakit Akımları İNA	18.938	42.906	53.399	78.515	99.072
İNA Toplamı	298.830				
Terminal Büyüme Oranı	5.0%				
Terminal Değer (TD)	2.409.973				
TD Bugünkü Değer	1.025.080				
Firma Değeri	1.323.910				
Net Finansal Borç	51.498				
Özsermaye Değeri	1.272.412				
İskontosuz Birim Pay Değeri (TL)	25.45				

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

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

Bin TL	FD/FAVÖK		F/K	
	2021	2022T	2021	2022T
Firma Değeri	1.010.309	1.648.863	-	-
Net Borç	131.874	131.874	-	-
Özsermaye Değeri	878.435	1.516.989	663.034	1.102.155
Ağırlıklandırma	%25,00	%25,00	%25,00	%25,00
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	598.856		441,297	
Sonuç	1.040.153			
İskontosuz Birim Pay Değeri	20,80			

Değerleme Özeti (Bin TL)	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.272.412	50%	636,206
Piyasa Çarpan Analizi	1.040.153	50%	520,077
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			1.156.283

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Gedik Yatırım

Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.,

Ofis Park Maltepe, Altayçeşme Mah, Çamlı Sok, No:21

K:10-11-12 Maltepe/Istanbul, Turkey

Phone: +90 212 385 42 00 / Fax: +90 212 283 92 80

www.gedik.com