



Suwen Tekstil Sanayi Pazarlama Anonim Şirketi

FİYAT TESPİT RAPORU

04.04.2022



TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
Mecidiye Mahesin Cad. 81 Fıdik 34427 İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 42522 / www.tskb.com.tr
Büyük Mükellefler V.D. 870 003 3309

İçindekiler

1.	Rapor Bilgileri.....	5
2.	Yönetici Özeti	7
3.	Suwen Hakkında Bilgi	11
4.	Pazar Hakkında Bilgi	25
5.	Finansal Bilgiler	29
6.	Değerleme Yöntemleri	37
7.	Değerleme	39
8.	Değerleme Sonucu	57
9.	Ekler.....	59

TÜRKİYE SINAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
Medis Mahmut Cad. 81 Fındıklı 14427 İSTANBUL
Ticaret Sıfır No: 42527 / www.tskb.com.tr
Büyük Mükellefler V.D. 37 002 3309



Kısaltmalar

Açık Pazarlar	:	Sokaklarda düzenli aralıklarla veya devamlı olarak kurulan halk pazarlarının yer aldığı satış kanalı
Amazon	:	Amazon.com, Inc., iştirakleri ve bağlı ortaklıklar
AVM	:	Alışveriş Merkezi
Bire-Bir Büyüme Performansı ("Like-for-Like")	:	Şirketin birebir büyümeye değerlendirmesi kapsamına alınan mağazaların net satış büyümeleri. Bir mağazanın birebir gelir büyümeleri kapsamına alınabilmesi için en az on iki ay boyunca faaliyette olması, değerlendirmenin yapılacağı yıl içerisinde herhangi bir ay içinde beş günden fazla kapalı kalmamış olması ve yine ilgili ayda mağaza alanını %5'ten fazla artırmamış olması gerekmektedir. Örneğin, A yıldan B yılına gelirdeki büyümeye birebir gelir bazında hesaplanırken B yılında açılan veya işletilmeye başlanan mağazalar bu hesaplamaya katılmaz. Zira bu mağazaların A yılının gelirlerine bir katkıları yoktur. Benzer şekilde, birebir gelir bazında hesaplamada A yılında kapatılan mağazalar da kapsam dışında tutulur. Sadece en az on iki aydır kesintisiz olarak açık olan mağazalar birebir gelir değerlendirmesinde dikkate alınmaktadır.
Bloomberg	:	Finansal hizmet sektöründeki ve diğer endüstrilerdeki profesyonellerin, kullanıcıların gerçek zamanlı finansal piyasa verilerini izleyip analiz edebilmelerini sağlayan veri dağıtım şirketinin adı
Borsa İstanbul, Borsa veya BIST	:	Borsa İstanbul A.Ş.
Boynor	:	Türkiye'de gıda dışı perakende sektöründe faal Türkiye'nin çeşitli illerinde mağazaları bulunan Boyner Büyük Mağazacılık A.Ş.
COVID-19	:	Koronavirüs Hastalığı 2019
CRM	:	Müşteri ilişkileri yönetimi
Çok Katlı Mağazacılık ("Department Store")	:	Giyim ve giyim dışı kategorileri içeren çok markalı, büyük hacimli, kapasitesi yüksek mağazaların yer aldığı satış kanalı
Deloitte	:	İngiltere mevzuatına göre kurulmuş olan Deloitte Touche Tohmatsu Limited ("DTTL") şirketini, üye firma arasındaki şirketlerden ve ilişkili tüzel kişilikleri
Deloitte Sektör Raporu	:	Deloitte Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanmış 08.02.2021 tarihli "Türkiye Kadın İç Giyim, Çorap, Plaj Giyim ve Ev Giyim Sektör Raporu 2020" isimli rapor
Diğer Giyim Zincirleri	:	Çok kategorili diğer giyim mağaza zincirleri olarak kendi perakende mağaza ağı üzerinden kendi markasıyla her türlü kadın giyim ürünleriyle birlikte kadın iç giyim, ev giyim, plaj giyim ürünlerini satış da gerçekleştiren şirketler
Dönüşüm Oranı, DO	:	Alışveriş yapan kişilerin mağazayı ziyaret eden kişilere oranı
Esas Sözleşme	:	Suwen Tekstil Sanayi Pazarlama Anonim Şirketi'nin işbu İzahname tarihiyle güncel esas sözleşmesi
Fatura Başı Adet, FBA	:	Fatura başına gerçekleşen ürün satış adedi bilgisini ifade etmekte
Fatura Başı Tutar, FBT	:	Toplam satış tutarının, kesilen toplam fatura adedini bölünmesi ile elde edilen bir performans ölçüm metriği
FAVÖK	:	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar Tutarı
Gedik	:	Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Geleneksel Özel Mağazalar	:	Tuhafîye vb. geleneksel mağazaların yer aldığı satış kanalı
GSYH	:	Gayri safi yurt içi hasıla
Hepsiburada	:	1998 yılından beri faaliyyette olan, yalnızca Internet üzerinden hizmet veren bir e-ticaret sitesini işleten D-MARKET Elektronik Hizmetler Tic. A.Ş. (https://www.hepsiburada.com/)
IMF	:	Uluslararası Para Fonu (International Monetary Fund)

KİEP	:	Kadın iç giyim, ev giyim, plaj giyim ve çorap
Modern Özel Zincir Mağazaları	:	Suwen'in de dahil olduğu, ağırlıklı olarak kendi perakende mağaza ağı üzerinden kendi markasıyla İç Giyim, Çorap, Plaj Giyim ve Ev Giyim alanında ürün satan şirketler
Resmi Gazete	:	Türkiye Cumhuriyeti Resmî Gazete
RON	:	Romanya'nın resmi para birimi olan Romanya Leyi
SKU ("Stock Keeping Unit")	:	Stok tutma ünitesi anlamına gelen, her bir birim ürünü ifade etmek için kullanılan kısaltma
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
Suwen, İhraççı veya Şirket	:	Suwen Tekstil Sanayi Pazarlama Anonim Şirketi
TL veya Türk Lirası	:	Türkiye Cumhuriyeti'nin resmi para birimi
Taxim Capital	:	Taxim Capital Partners I LP
TSKB	:	Türkiye Sinai Kalkınma Bankası
Trendyol	:	DSM Grup Danışmanlık İletişim ve Satış Ticaret A.Ş.
YF	:	Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.
YBBO	:	Yıllık bileşik büyümeye oranı
YKM	:	Kadın, erkek, çocuk, genç giyim & spor, ayakkabı & aksesuar, kozmetik, aksesuar ve ev kategorilerinde yerli-yabancı birçok marka ürünlerinin satışının yapıldığı Boyner bünyesinde bulunan mağazalar zinciri


TÜRKİYE SINAI KALKINMA BANKASI A.Ş.
 Meclis Mebisleri Caddesi 81 Fındıklı 34427 İSTANBUL
 Ticareti Sayı No: 42527 / www.tskb.com.tr
 Banka Mükellefleri V.D. 019 063 2309

1. Rapor Bilgileri

Raporun Amacı

Bu rapor, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin ("TSKB") ile Suwen Tekstil Sanayi Pazarlama Anonim Şirketi ("Şirket") arasında 17.03.2022 tarihinde imzalanmış olan Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyat esas teşkil edecek değerin 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

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

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranışlı ve çalışmalar Şirket ve Şirket'in pay sahiplerine zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme hizmeti, ilgili mevzuat hükümleri çerçevesinde gerekli lisans belgelerine sahip değerlendirme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kurulları doğrultusunda yerine getirilmiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir.
- Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Müşterinin talimatları yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksızın yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlermenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlendirmemizde kullanılan veriler, Şirket adına Gureli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından 2019-2020-2021 yılları için hazırlanan bağımsız denetim raporu, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ve TSKB'nın analizlerine dayanmaktadır.

TSKB değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere TSKB'ye sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonunda sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu

çerçevede bilgi ve belgelerin güvenilirliği ve doğruluğu ayrıca teyit edilmemiştir. Bu çerçevede TSKB, elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu taahhüt edememektedir.

Elde edilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları düşünülen verilere göre hazırlanan bu raporda, verilerin benimsenmesinde gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler dolayısıyla Şirket değerinin öngörülen şekilde oluşmaması halinde TSKB ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaklardır.

Şirket'in pay sahiplerinin basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluşan bir kuruluştan varsayılmıştır.

Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörelemez hukuki gelişmeler vb. gibi) alıslagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esnasına göre öngörelebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceğini varsayılmıştır.

Ülkemiz ve dünya ekonomisinde yakın gelecekte gerçekleşen olayların bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği varsayılmıştır.

Rapora konu olan değerlendirme çalışması, bilinen değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Piyasa koşullarında meydana gelebilecek önemli değişimlerin Şirket'in değerini etkileyerek olumlu veya olumsuz yönde değişim yapabileceği bilinmelidir.

Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve döviznotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Bu raporda, Deloitte Danışmanlık A.Ş. tarafından 18.02.2022 tarihinde hazırlanmış olan "Türkiye Kadın İç Giyim, Çorap, Plaj Giyim ve Ev Giyim Sektör Raporu 2021" isimli rapor; Şirket'in halihazırda faaliyetlerini devam ettirdiği sektör için gerekli doğrudataları sağladığı varsayılmış ve bu doğrultuda kullanılmış olup, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

Fiyat Tespit Raporunu Hazırlayana İlişkin Bilgiler:

Fiyat Tespit Raporu'nun hazırlanmasını çeşitli yatırımcı bankalarında 16 yıl kurumsal finansman tecrübesi olan TSKB Kurumsal Finansman Müdürü Onur Aksoy, aracı kurumda 4 yıl kurumsal finansman tecrübesi olan Uzman Pelin Güleç ve TSKB Kurumsal Finansman bölümünde 2021 yılından beri çalışmaya devam eden Uzman Yardımcısı Gürkan Yasin Özcan yönetmiştir.

Onur Aksoy, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na (Belge No: 204694), Pelin Güleç Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na (Belge No: 209965) ve Gürkan Yasin Özcan, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na (Belge No: 920049) sahiptir.

2. Yönetici Özeti

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır.

2.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Söz konusu hesaplamanın detaylı analizinin gösterimi, raporun 7.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi başlığı altında yer almaktadır.

Bin TL	Serbest Nakit Akımları - İNA				
	2022	2023	2024	2025	2026
Net Satışlar	678.852	986.219	1.388.113	1.830.066	2.319.808
Yıllık büyümeye (%)	88,6%	45,3%	40,8%	31,8%	26,8%
FVÖK	120.456	156.138	225.359	314.964	415.306
FVÖK Marji	17,7%	15,8%	16,2%	17,2%	17,9%
Amortisman ve İtfa Giderleri	95.253	157.238	215.721	266.549	321.826
FAVÖK	215.709	313.376	441.080	581.513	737.131
FAVÖK Marji	31,8%	31,8%	31,8%	31,8%	31,8%
Net İşletme Sermayesi Değişimi	(56.333)	(47.279)	(71.390)	(83.131)	(92.294)
Vergi	(25.296)	(28.105)	(40.565)	(56.694)	(83.061)
Kullanım Hakkı Varlıklarları	(79.580)	(135.759)	(187.397)	(235.162)	(287.938)
Yatırım Harcamaları	(30.795)	(30.842)	(37.820)	(43.342)	(40.919)
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%	60,1%	57,2%	48,1%	42,5%
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	18.938	42.906	59.399	78.515	99.072
İNA Toplamı	298.830				
Terminal Büyüme Oranı	5,0%				
Terminal Değer (TD)	2.409.973				
TD'nin Bugünkü Değeri	1.025.080				
Firma Değeri	1.323.910				
Net Finansal Borç (31.12.2021)	51.498				
Özsermaye Değeri	1.272.412				

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

TÜRKİYE SİNAI KALKINMA BANKASI A.Ş.
Meclisi: Mecidiyan Cad: 81 Fırdıkkı: 33427 İSTANBUL
Ticaret No: 42527 / www.tsksb.com.tr
Büyük Mükellefler V.D. 819 008 3309

2.2. Piyasa Çarpanları Analizi

Söz konusu çarpanların detaylı analizinin gösterimi, raporun 7.2. Piyasa Çarpanları Analizi başlığı altında yer almaktadır.

2.2.1. Grup 1 Benzer Şirket Çarpanları

Şirket	Ülke	FD/FAVÖK		F/K	
		2021	2022T	2021	2022T
Dagi	Türkiye	29,9x	m.d.	30,5x	m.d.
Vakko	Türkiye	5,1x	m.d.	9,4x	m.d.
Desa	Türkiye	6,5x	m.d.	13,2x	m.d.
Mavi	Türkiye	3,4x	3,8x	9,0x	11,5x
Derimod	Türkiye	6,8x	m.d.	81,9x	m.d.
Lojas Renner Sa	Brezilya	16,6x	10,8x	38,6x	21,9x
LPP SA	Polonya	17,7x	7,5x	19,2x	15,9x
Foschini Group LTD	Güney Afrika	9,1x	6,1x	56,4x	15,3x
Truworths International LTD	Güney Afrika	6,3x	5,5x	11,2x	8,9x
Christine Cotton Club SA	Polonya	19,4x	9,2x	m.d.	49,4x
Mr. Price Group LTD	Güney Afrika	11,0x	9,2x	21,6x	17,0x
MEDYAN		7,9x	7,5x	12,2x	15,6x

2.2.2. Grup 2 Benzer Şirket Çarpanları

Şirket	Ülke	FD/FAVÖK		F/K	
		2021	2022 T	2021	2022T
Hanesbrands INC	ABD	7,7x	8,0x	8,2x	8,6x
Thai Wacoal PCL	Tayland	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Sabina PCL	Tayland	18,2x	14,1x	25,9x	18,5x
Calida Holding	İsviçre	10,2x	9,6x	28,8x	23,2x
Wolford AG	Avusturya	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Van de Velde N.V.	Belçika	9,2x	8,1x	17,0x	15,1x
Victoria's Secret & Co	Amerika	4,4x	4,2x	7,2x	7,5x
MEDYAN		9,2x	8,1x	17,0x	15,1x

2.2.3. Grup 3 Benzer Şirket Çarpanları

Şirket	Ülke	FD/FAVÖK		F/K	
		2021	2022 T	2021	2022T
Industria de Diseno Textil	İspanya	12,7x	8,0x	46,8x	17,5x
Fast Retailing Co	Japonya	14,7x	13,7x	39,1x	33,5x
Hennes & Mauritz AB (H&M)	İsveç	7,3x	6,8x	22,1x	17,4x
V.F. Corporation	ABD	26,3x	14,0x	18,9x	17,9x
Next Plc	İngiltere	13,9x	8,6x	28,5x	12,0x
Marks and Spencer Group (M&S)	İngiltere	7,6x	4,9x	70,6x	7,4x
OVS	İtalya	8,7x	12,3x	m.d.	10,7x
Superdry	İngiltere	11,6x	6,0x	m.d.	16,9x
MEDYAN		11,6x	8,3x	22,1x	16,9x

2.2.4. Piyasa Çarpanları Analiz Sonucu

Yapılan gruplandırma çarpanları Grup1 için %40, Grup2 için %40 ve Grup3 için %20 oranında ağırlıklandırılarak elde edilen çarpanların ortalamaları yansıtılmıştır;

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

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

Halka açık benzer şirket çarpan analizi sonucu ortaya çıkan firma değeri ve öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

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

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

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 (TL)	20,80					

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

2.3. Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları (INA) ve piyasa çarpanları analizi kullanılmıştır. İndirgenmiş nakit akımları yaklaşımı ile hesaplanan özsermaye değerine %50, kendi içinde farklı ağırlıklara sahip olan piyasa çarpanları analizine de aynı oranda %50 vererek 1.156,3 milyon TL halka arz öncesi özsermaye değerine ulaşmıştır.

Değerleme çalışması sonucunda bulunan, ağırlıklandırılmış öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Değerleme Özeti (Bin TL)	Öz Sermaye Değeri**	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.272.412	50%	636.206
Piyasa Çarpan Analizi*	1.040.153	50%	520.077
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri			1.156.283

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

* FD/FAVÖK 2021, FD/FAVÖK 2022 T, F/K 2021 ve F/K 2022T çarpanları ile ortaya çıkan değerlerin ağırlıklı ortalamasıdır.

** Şirket'in özsermaye değeri hesaplanırken İndirgenmiş Nakit Akımları'ndan elde edilen firma değerinden IFRS 16 kapsamında düzeltilmiş net borç tutarı, Çarpan Analizi kapsamında ise Şirket'in firma değerinden toplam net borç tutarı hesaplamaya dahil edilmiştir.

Söz konusu değerin halka arz öncesi ödenmiş sermayeye (50.000.000 TL) bölünmesi sonucunda iskonto öncesi pay değeri **23,13 TL** olarak hesaplanmıştır. Elde edilen bu değere **%20,00** halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz birim pay fiyatı **18,50 TL** olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri (TRY 000)	1.156.283
Ödenmiş Sermaye (TL)	50.000.000
Birim Pay Değeri (TL)	23,13
Halka Arz İskontosu (%)	%20,00
İskontolu Öz Sermaye Değeri (TRY 000)	925.004
İskontolu Birim Pay Değeri (TL)	18,50

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

3. Suwen Hakkında Bilgi

Şirket "Suwen" markası ile esas olarak Türkiye kadın iç giyim, ev giyim, plaj giyim ve çorap (KİEP) sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket'in sınırlı da olsa Türkiye erkek iç giyim sektöründe de faaliyetleri bulunmaktadır. Şirket, farklı kategorilerde iç giyim, ev giyim ve plaj giyim ürünleri ile birlikte çorap ve aksesuarların tasarımını gerçekleştirdiğini geliştirmekte ve yurtiçi üretim firmaları ile işbirliği içerisinde üretim yapmaktadır. Güçlü mağaza ağı ve e-ticaret kanal varlığı ile Türkiye'de ve ihracat pazarlarında satış yapmaktadır. Şirket'in ürünlerinin tasarımlarının büyük çoğunluğu kendisine aittir. Şirket, sezonal ve dört mevsim ayırmı ile kendi oluşturduğu kreasyonların perakende satışında müşteri memnuniyetini odağına alır. Bu stratejisi ile müşterileri ve onların ihtiyaçlarını tanımayı hedeflemekte ve böylelikle müşterilerine onların kalite beklentilerini karşılayan ve hayat tarzlarına uygun kaliteli ürünler tasarlamaktadır. Şirket'in ana odak noktası iç giyim kategorisi olup iç giyim kategorisindeki en güçlü grubu sütyen grubu oluşturmaktadır. Şirket'in faaliyet gösterdiği iç giyim sektörü rekabet yoğun bir sektördür bu nedenle tüketim ve harcama eğilimleri ve makro ekonomik gelişmelerden etkilenmektedir. Şirket, iç giyim kategorisine ek olarak ev giyim ve plaj giyim kategorilerinde de hızlı bir büyümeye göstermiştir.

Şirket, ürünlerini üç ana satış kanalı üzerinden yürütmemektedir. Şirket'in ana satış kanalı perakende mağazacılığı olup, yurt içinde fiziken ulaşacağı müşteri sayısını artırmaya destek olmak adına franchise ortakları tarafından işletilen Suwen mağazaları az sayıda olsa da mevcuttur. Şirket'in 31.12.2021 tarihi itibarıyla tamamı Türkiye'de olmak üzere 138 mağazası bulunmaktadır. Mağazaların 8 tanesi bayi mağaza olarak faaliyet göstermektedir.

Şirket ayrıca perakende ve franchise mağazalarının bulunmadığı bölgelerde marka bilinirliğini artırmak amacıyla, toptan satış kanalı üzerinden ürünlerinin satışını gerçekleştirmektedir. Son olarak ürünlerin satışını www.suwen.com.tr web adresindeki kendi e-ticaret platformu üzerinden ve üçüncü taraf e-ticaret satış platformlarından gerçekleştirmektedir.

2020 yılında, Şirket'in kendi yaptığı perakende mağazalarına gelen müşteri sayısı 3,8 milyon olup, 2021 yıl sonu itibarıyla müşteri sayısı %98,5 oranında artarak 7,6 milyona ulaşmıştır. Şirket mağaza sayısını ve satış alanını hızla büyütme performansı göstererek gelişimini sürdürmektedir.

3.1. Sermaye ve Ortaklık Yapısı:

Şirket'in 50.000.000 TL nominal tutarındaki mevcut çıkarılmış sermayesinde, Intilux S.à r.l. 26.343.750 TL nominal değerde ve %52,69 oranında, Birol Sümer'in 12.031.248 TL nominal değerde ve %24,06 oranında, Ali Bolluk'un 9.625.000 TL nominal değerde ve %19,25 oranında ve Çiğdem Ferda Sümer'in 2.000.002 TL nominal değerde ve %4,00 oranında payı bulunmaktadır.

Halka arz sonucunda Şirket sermaye yapısının aşağıdaki şekilde olması planlanmaktadır:

Ortağın Ünvanı	Pay Grubu	Halka Arzdan Önce			Halka Arzdan Sonra		
		TL	% Pay	% Oy	TL	% Pay	% Oy
Intilux S.à r.l.	B	26.343.750	52,69%	37,6%	10.343.750	18,47%	13,6%
Birol Sümer	A	2.500.000	24,06%	31,5%	11.531.248	20,59%	28,3%
Ali Bolluk	A	2.000.000	19,25%	25,2%	9.125.000	16,29%	22,5%
	B	7.625.000					
Çiğdem Ferda Sümer	A	500.000	4,00%	5,7%	2.000.002	3,57%	5,3%
	B	1.500.002					
Halka Açık Kısımlı	-	-	-	-	23.000.000	41,07%	30,3%
Toplam		50.000.000	100,00%	100,00%	56.000.000	100,00%	100,00%

Kaynak: Şirket Izahnamesi

Bağılı Ortaklıklar ve İştirakler:

Şirket'in bağlı ortaklıklarına ilişkin bilgiler aşağıda sunulmaktadır:

Ticaret Ünvanı	Kurulduğu Ülke Merkezi	Faaliyet Konusu	İştirak Payı ve Sahip Olunan Oy Hakkı	Sermaye Tutarı	Sermaye Taahhüdü	Yedekleri	Net Dönem Karı/Zararı
Suwen Lingerie Srl	Romanya	Romanya pazarına satış	100%	45,000 RON	-	-	-

Kaynak: Şirket Izahnamesi

3.2. Tarihçe:

Aşağıdaki tabloda, Şirket'in kuruluşundan itibaren gösterdiği gelişmenin önemli aşamaları yer almaktadır:

Tarihçe	
Ağustos 2003	Şirket; Özcan Sümer (%50), Birol Sümer (%40) ve Mustafa Necip Uludağ (%10) ortaklığı ile Ekofer Tekstil ve Parfümeri Sanayi Pazarlama Limited Şirketi unvanı ile kurulmuştur.
Ağustos 2005	Mustafa Necip Uludağ, kendisine ait olan hisseleri; Özcan Sümer, Ferda Çiğdem Sümer ve Bilge Gürler'e devir ederek Şirket'teki ortaklığını sonlandırmıştır. İlgili tarihte ortaklar; Özcan Sümer (%52), Birol Sümer (%40), Çiğdem Ferda Sümer (%4) ve Bilge Gürler'dir (%4).
Ağustos 2005	Şirket, Boyner / YKM gibi çok markalı mağazalarda ve iç giyim satışı yapan butik mağazalarda kendisine ait olan "Suwen" markalı iç giyim ürünlerini satmaya başlamıştır.
Aralık 2007	Şirket, Boyner / YKM gibi çok markalı mağazalarda ve iç giyim satışı yapan butik mağazalardaki operasyonlarına kendi markalı ürünlerinin devam ederken ilk mağazasını açmış ve kendi mağazasında da ürünlerinin satışına başlamıştır.
Ocak 2008	Şirket, kendi ev giyim koleksiyonunun satışına başlamıştır.
Şubat 2013	Bilge Gürler'e ait olan %4 oranındaki hisseler, Birol Sümer'e devredilmiştir.
Şubat 2014	Ekofer Tekstil ve Parfümeri Sanayi Pazarlama Limited Şirketi, nevi değişikliği ile anonim şirkete dönüştürülmüş, Şirket'in sermayesi (altı sıfır atılarak belirtilmiştir) 50.000 TL'den 1.050.00 TL'ye çıkartılmıştır.
Mart 2014	Ekofer Tekstil ve Parfümeri Sanayi Pazarlama Anonim Şirketi, kendisine ait mağaza sayısını 15'e yükselmiştir.
Mart 2014	Ekofer Tekstil ve Parfümeri Sanayi Pazarlama A.Ş.; Ali Bolluk isimli şahsa ait, 2010 senesinde kurulup faaliyete geçmiş, başka bir markanın tabelası altında ithal iç giyim, ev giyim ve plaj giyim ürünleri satan 14 mağazalık yurtıcı satış zincirine sahip Demir Tekstil İç ve Dış Ticaret A.Ş. firması ile devralma yolu ile birleşmiştir. Birleşme sonrası Şirket'in ortaklık yapısı; Özcan Sümer (%52), Birol Sümer (%24), Ali Bolluk (%20) ve Çiğdem Ferda Sümer (%4) olarak şekillenmiştir.
Mayıs 2015	Şirket, plaj giyim kategorisinde ürün satışına başlamıştır.
Ocak 2017	Şirket, ince ve soket çorap kategorisinde ürün satışına başlamıştır.
Temmuz 2017	Şirket sermayesi 1.050.000 TL'den 5.000.000 TL'ye yükseltilmiştir.
Kasım 2017	Özcan Sümer, Ekofer Tekstil ve Parfümeri Sanayi Pazarlama A.Ş.'deki hisselerinin %1 lük kısmını Birol Sümer'e devretmiştir. Devir sonrası Şirket'in ortaklık yapısı; Özcan Sümer (%51), Birol Sümer (%25), Ali Bolluk (%20) ve Çiğdem Ferda Sümer (%4) olarak şekillenmiştir.
Aralık 2017	Özcan Sümer, Ekofer Tekstil ve Parfümeri Sanayi Pazarlama A.Ş.'deki hisselerinin tümünü; Birleşik Krallık'ta kayıtlı bir şirket olan Taxim Capital Partners I LP firmasının, kadın iç giyim sektörüne yatırımlar yapmak üzere kurduğu Intilux S.à r.l.. firmasına satmış ve Şirket ile bağlantısı kalmamıştır. Hisse satışı sonrası ortaklık yapısı; Intilux S.à r.l.. (%51), Birol Sümer (%25), Ali Bolluk (%20) ve Çiğdem Ferda Sümer (%4) olarak şekillenmiştir.

Temmuz 2018	Şirket, Ekofer Tekstil ve Parfümeri Sanayi Pazarlama A.Ş. olan unvanını Suwen Tekstil Sanayi Pazarlama A.Ş. olarak değiştirmiştir.
Aralık 2019	Şirket sermayesi 5.000.000 TL'den 8.000.000 TL'ye çıkartılmıştır.
Mayıs 2019	Şirket, Romanya'daki bağlı ortaklığını olan Suwen Lingerie S.R.L.'i kurmuştur.
Haziran 2019	Şirket, e-ticaret kanalı için operasyonel verimlilik konusunda kritik aksiyonlar alarak varolan e-ticaret platformunu yenilemiş ve e-ticaret pazar yerleri ile anlaşma sağlamış, bunların neticesinde e-ticaret hasılatını arttmaya başlamıştır.
Temmuz 2020	Şirket, Türkiye Cumhuriyeti sınırları içerisinde 100. mağazasını açmıştır.
Aralık 2020	Şirket, Türkiye Cumhuriyeti sınırları içerisinde 4'ü (dördü) bayi olmak üzere toplam 111 mağazası üzerinden direkt satış ve 01.06.2019 itibarıyla yenilenmiş e-ticaret kanalı ile operasyonlarını sürdürmektedir. Şirket'in sermayesi 8.000.000 TL'den 8.311.689 TL'ye çıkartılmıştır.
Nisan 2021	Halka açılma amacıyla Şirket, 40.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı ile esas sözleşmesini SPK mevzuatına uygun hale getirmiştir ve kayıtlı sermaye sistemine geçmiştir.
Ekim 2021	Şirket, Romanya'daki bağlı ortaklığındaki şahıs ortağına ait olan %2 lik payı satın almıştır.
Kasım-Aralık 2021	Şirket, yurtdışı operasyonlarını başlatmak amacıyla Romanya'daki bağlı ortaklığını üzerinden üç mağaza için kira sözleşmeleri imzalamıştır.
Aralık 2021	Şirket, halka açılma amacıyla geçtiği kayıtlı sermaye sisteminde sermaye tavanını 100.000.000 TL'ye çıkarmıştır. Şirket'in sermayesi 8.311.689 TL'den iç kaynaklardan yapılan sermaye artırımı ile 22.961.071 TL'ye çıkartılmıştır.
Şubat 2022	Şirket'in sermayesi geçmiş yıl kârlarından yapılan sermaye artırımı ile 22.961.071 TL'den 50.000.000 TL'ye çıkartılmıştır.

Kaynak: Şirket İzahnamesi

3.3. Suwen'in Ana Performans İndikatörleri (2021):



Kaynak: Deloitte Sektör Raporu 2021'ye göre sektörde bulunan İç Giyim Mağaza Zincirleri şirketleri

*Deloitte Sektör Raporu 2021'ye göre Suwen, iç giyim mağaza zincirleri arasında sektördeki en büyük 5 marka içinde mağaza sayısı artışına göre en hızlı büyüyen marka olmuş ve mağaza sayısını bakımından 2. sırada yerini almıştır.

3.4. Faaliyetler:

Şirket "Suwen" markası ile esas olarak Türkiye kadın iç giyim, ev giyim, plaj giyim ve çorap (KİEP) sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket'in sınırlı da olsa Türkiye erkek iç giyim sektöründe de faaliyetleri bulunmaktadır. Şirket, farklı kategorilerde iç giyim, ev giyim ve plaj giyim ürünleri ile birlikte çorap ve aksesuarların tasarımını gerçekleştirdi ve geliştirmekte ve yurtiçi üretim firmaları ile işbirliği içerisinde kendi markalı ürünlerinin üretimini yaparak, büyüyen mağaza ağı ve e-ticaret kanal varlığı ile Türkiye'de ve ihracat pazarlarında satış yapmaktadır. Şirket'in faaliyet gösterdiği iç giyim sektörü rekabet yoğun bir sektördür bu nedenle tüketim ve harcama eğilimleri ve makro ekonomik gelişmelerden etkilenmektedir. Şirket'in ürünlerinin tasarımlarının tümü kendisine aittir.

Şirket'in ana odak noktası iç giyim kategorisi olup iç giyim kategorisindeki en güçlü grubu sutyen grubu oluşturmaktadır. Şirket, iç giyim kategorisine ek olarak ev giyim ve plaj giyim kategorilerinde de hızlı bir büyümeye göstermiştir.

Şirket, ürünlerinin satışını ürünlerini üç ana satış kanalı üzerinden yürütmektedir. Şirket'in ana satış kanalı perakende mağazacılığı olup, yurt içinde fiziken ulaşacağı müşteri sayısını artırmaya destek olmak adına franchise ortakları tarafından işletilen Suwen mağazaları az sayıda olsa da mevcuttur. Şirket'in 31.12.2021 tarihi itibarıyla Türkiye sınırları içerisinde toplam 138 mağazası bulunmaktadır, bunların 8 tanesi bayiler tarafından işletilmektedir. Şirket ayrıca perakende ve franchise mağazalarının bulunmadığı bölgelerde marka bilinirliğini artırmak amacıyla, toptan satış kanalı üzerinden ürünlerinin satışını gerçekleştirmektedir. Son olarak ürünlerin satışını www.suwen.com.tr web adresindeki kendi e-ticaret platformu üzerinden ve üçüncü taraf e-ticaret satış platformlarından gerçekleştirmektedir. 2021 yılında, Şirket'in kendi yaptığı perakende mağazalarına gelen müşteri sayısı yaklaşık 7,6 milyona ulaşmıştır (2020'de 3,8 milyon). Şirket mağaza sayısını ve satış alanını hızla büyütme performansı göstererek gelişimini sürdürmektedir.

3.4.1. Ürünler

Şirket'in ana ürün kategorileri; iç giyim, ev giyim, plaj giyim ve çoraptır. Şirket'in ana müşteri kitlesini kadınlar oluşturmaktır, az da olsa erkek iç giyim, ev giyim ve çorap satışları mevcuttur. İzahname dönemleri itibarıyla erkek ürünlerinin satışları toplam satışın %2,7'sini, %3,1'ini ve %2,8'ini oluşturmuştur. Alt kısımda yer alan kategori kırımlarında erkek ürünleri ilgili kategoriler de sunulmuştur.

Şirket'in faaliyet konusu ürün kategorileri altında yer alan ana ürünler şu şekildedir:

İç Giyim	Ev Giyim	Plaj Giyim	Çorap
Sutyen	Pijama takımı	Bikini	Külotlu çorap
Külot	Gecelik	Mayo	Soket çorap
Atlet	Sabahlık	Pareo	Patik / Suba çorap
Korse	Şort takım	Plaj aksesuarları	Tayt

Kaynak: Şirket Izahnamesi

Şirketin ana odak noktası iç giyim kategorisi olup, 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 itibarıyla sona eren mali yıllarda, sırasıyla yaklaşık net 1,3 milyon, 1,4 milyon ve 2,6 milyon adet ürün satışı gerçekleştirmiştir. Ürün grupları içerisinde en kuvvetli gücü olan sutyen grubunda Şirket, bahse konu dönemlerde sırasıyla yaklaşık net 0,5 milyon, 0,6 milyon ve 1,0 milyon ürün satışı gerçekleştirmiştir. Covid-19 pandemisi sebebiyle azalan ziyaretçi sayısına rağmen Şirket, en güçlü olduğu ürün grubundaki büyümeye eğilimini tüm kanallarda devam ettirmeyi başarmıştır.

Son üç yıllık performans gelişimine bakıldığında Şirket, güçlü olduğu iç giyim kategorisine ek olarak ev giyim ve plaj giyim kategorisinde de hızlı bir büyümeye göstermiştir. 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 itibarıyla sona eren mali yıllarda Şirket, sırasıyla yaklaşık net 0,5 milyon, 0,6 milyon ve 1,2 milyon adet ev giyim ürünü satışı gerçekleştirmiştir. Ev giyim ürünleri ilgili mali dönemlerde toplam hasılatın sırasıyla, %38,9'unu, %39,1'ini ve %40,7'sini oluşturmuştur. 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 itibarıyla sona eren mali yıllarda plaj giyim satışları sırasıyla yaklaşık 247 bin, 270 bin ve 415 bin adet olarak gerçekleşmiştir. Plaj giyim ürünleri ilgili mali dönemlerde toplam hasılatın sırasıyla, %10,5'ini, %9,1'ini ve %9,4'ünü oluşturmuştur.

Şirket ağırlıklı olarak faaliyet gösterdiği kadın iç giyim, ev giyim, plaj giyim ve çorap (KİEP) sektöründe göreceli olarak en güçlü olduğu iç giyim kategorisinde hızlı büyümeyi sürdürürken 2019-2021 yılları arasında ev giyim ve plaj giyim kategorilerinde de sırasıyla %81,2 ve %67,7 oranlarında yıllık ortalama büyümeye gerçekleştirerek bu kategorilerdeki pazar konumunu güçlendirmiştir ve gelir kaynaklarını çeşitlendirmiştir.

Aşağıdaki tablo ilgili yıl içerisinde ürün gruplarının toplam net satışlar içerisindeki oranını göstermektedir:

Net Satışlar	31 Aralık'ta Sona Eren Yıllık Dönem		
	Yüzdesel Pay (%)		
	2019	2020	2021
İç Giyim	47,6	48,5	46,3
Ev Giyim	38,9	39,1	40,7
Plaj Giyim	10,5	9,1	9,4
Çorap	2,7	3,0	3,4
Aksesuar	0,2	0,2	0,2
Diğer	0,1	0,1	0,1
Toplam	100,0	100,0	100,0

Kaynak: Şirket İzahnamesi

3.4.2. Satış Kanalları

Şirket ürünlerini, aşağıda kırılımını verilen satış kanalları vasıtıyla piyasaya sunmaktadır:

- i. **Suwen mağazaları:** Şirket tarafından işletilen Suwen mağazaları
- ii. **E-ticaret:** www.suwen.com.tr adlı internet sitesi üzerinden; üçüncü taraf e-ticaret platformları (Trendyol, Amazon ve Hepsiburada)
- iii. **Toptan:** Yurtiçinde Suwen mağazalarının bulunmadığı bölgelerdeki butik mağazalar ile Irak, Azerbaycan, Kıbrıs, İsrail ve Filistin'deki satış noktaları

iv. Bayi: Şirket'in, 31 Aralık 2021 itibarıyla yurtxindeki 8 bayi mağazaya (işbu fiyat tespit raporu itibarıyla 7 mağaza) yaptığı satışlar

v. Korner: Çok katlı mağazalar (Korner) aracılığıyla Şirket varlığını genişletme imkanı sunan satış noktaları

Aşağıdaki tablo ilgili yıl için her bir satış kanalının toplam net satışlar içerisindeki payını göstermektedir:

Net Satışlar	31 Aralık'ta Sona Eren Yıllık önem (%)		
	2019	Yüzdesel Pay (%)	2021
Perakende	93,7	83,8	85,4%
E-Ticaret	2,5	13,6	12,7%
Toptan	2,5	1,5	1,0%
Bayi	1,2	0,7	1,0%
Korner	0,0	0,4	0,0%
Net Satışlar	100,0	100,0	100,0

Kaynak: Şirket izahnamesi

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere perakende ve e-ticaret alanında büyümeye yönelik atılan adımlar neticesinde Şirket satışlarının son tüketiciye yapılmış oranı yıldan yıla artış göstermektedir. 2019 yılında toplam satışın %96,3'ü doğrudan son tüketiciye yapılrken bu rakam 2021 yılında %98,0'e ulaşmıştır. Bu gelişim, Şirket'in perakende mağazacılık ve e-ticaret odaklı büyümeye stratejisinin bir sonucudur.

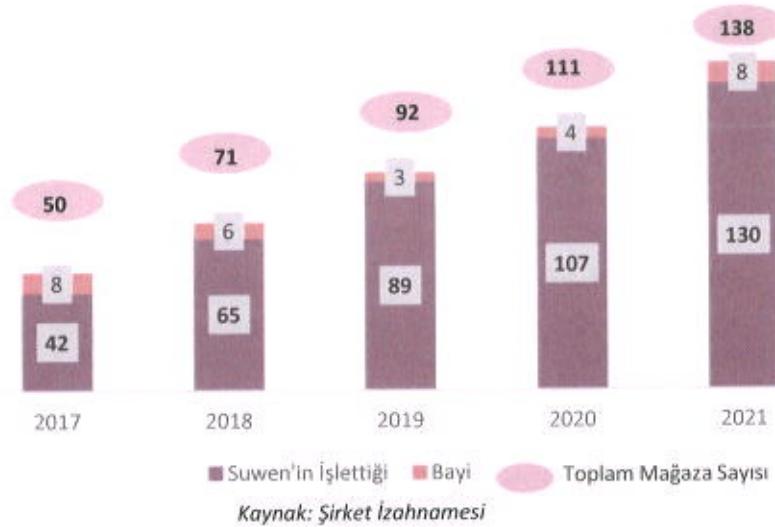
Şirket'in e-ticaret yatırımlarını tamamlaması ve 2020 yılında pandemi nedeniyle değişen tüketici alışkanlıklarının etkisiyle e-ticaret satışları 2019 yılında 2,9 milyon TL seviyesindeyken, 2 yılda 15,8 kat artarak 2021 yılında 45,5 milyon TL'ye ulaşmıştır. E-ticaretin toplam satışlar içerisindeki payı, 2020 yılında Pandemi kısıtlamaları sebebiyle %13,6'ya yükselmiş (2019 yılında %2,5), 2021 yılında ise hem pandeminin devam eden etkisi ve tüketici alışkanlıklarındaki değişimler hem de Şirket'in e-ticaret özelindeki reklam yatırımları ile hasılat yükselişi devam etmiş ve toplam satışların %12,7'si olarak gerçekleşmiştir.

3.4.3. Mağaza ve Satış Alanı Gelişimi

Şirket, geçtiğimiz yıllarda mağaza sayısını ve toplam satış alanını hızla büyütme performansı göstermiştir. Şirket'in yıl sonu yurtçi mağaza sayısı son 4 yılda %28,9 yıllık ortalama bileşik büyümeye oranı ile artış göstererek 2,8 katına çıkmış ve 2021 yıl sonunda 138'e ulaşmıştır ve Suwen, iç giyim mağaza zincirleri arasında sektördeki en büyük 5 marka içinde mağaza sayısı artışına göre en hızlı büyünen marka olmuş ve mağaza sayısı bakımından 2. sırada yerini almıştır. (Kaynak: Deloitte Sektör Raporu)

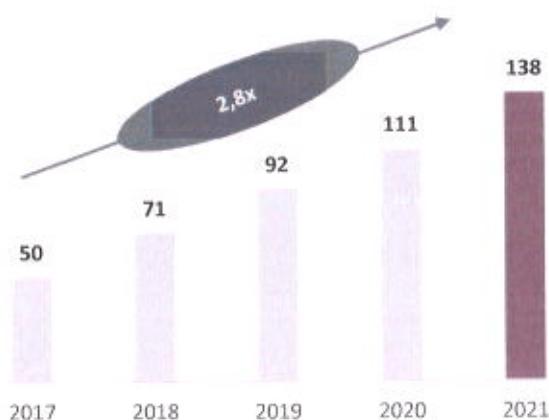
Şirket son 4 yılda mağaza sayılarını ve satış alanını artırırken sadece dikey bir büyümeye gerçekleştirmemiş aynı zamanda mağaza başına düşen satış alanı metrekaresini artırarak daha çok sayıda ve çeşitli ürün sergileme imkanına sahip olmuş, aynı zamanda da daha geniş satış alanlarıyla müşteri deneyimini iyileştirme konusunda gelişme kaydetmiştir.

2017-2021 Mağaza Sayısı Gelişimi



Yıllara Göre Mağaza Sayısı Değişimi

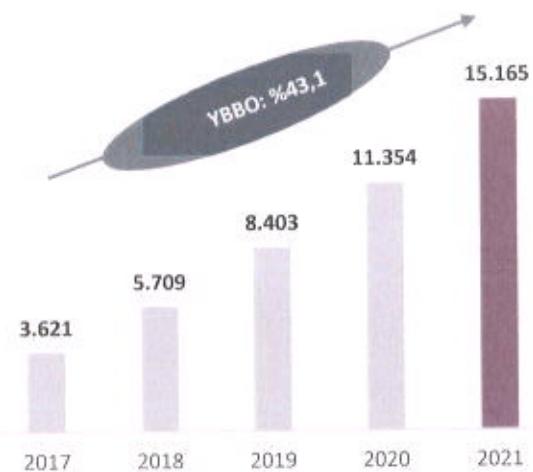
31.12.2021 itibarıyla mağazaların 130 tanesi Şirket'in kendi işlettiği mağazalar olup 8 tanesi ise franchise işletmeleridir.



Kaynak: Şirket Izahnamesi

Toplam Satış Alanı Gelişimi (m²)

Şirket'in toplam satış yaptığı alan gelişimi her yıl hızlı bir büyümeye performansı gerçekleştirmiştir. Toplam satış alanı 2017 yıl sonunda 3.621 m²'den 4 yılda %43,1 yıllık ortalama bileşik büyümeye oranı ile artış göstererek, 4,2 katına çıkarak 2021 yıl sonunda 15.165 m²'ye ulaşmıştır.



Kaynak: Şirket İzahnamesi

Yıllara Göre Mağaza Başı Satış Alanı (m²)

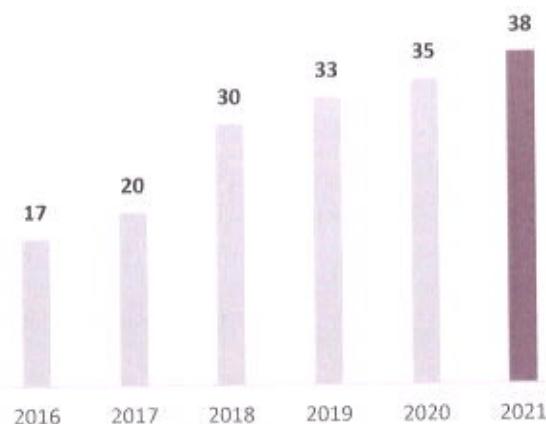
Şirket'in yıl sonu ortalama mağaza satış alanı metrekaresi son 4 yılda %11,0 yıllık ortalama bileşik büyümeye oranı ile artış göstererek 2021 yıl sonu itibarıyla 110 metrekareye ulaşmıştır.



Kaynak: Şirket İzahnamesi

Satış Yapılan İl Sayısı

Şirket her yıl büyüyen perakendecilik operasyonları doğrultusunda yurtiçinde giderek daha geniş bir coğrafi alanına yayılmaktadır. Şirket'in yıl sonu satış yapılan il sayısı 2017 sonunda 20 iken 2021 yılı sonunda 38'e ulaşmıştır.



Kaynak: Şirket İzahnamesi

Suwen Mağazalarının Coğrafi Dağılımı (2021)

Şirket'in 31.12.2021 itibarıyla Türkiye'nin 81 ilinin 38'inde olmak üzere toplam 138 mağazası bulunmaktadır. Şirket'in mağazalarının 108'i alışveriş merkezlerinde kalan 30'u cadde üzerinde yer almaktadır. Mağazalar, yüksek müşteri trafiği ve/veya yüksek nüfus yoğunluğu olan, kolay erişilebilir ve merkezi yerlerde açılmaya çalışılmaktadır.

Şirket, 2020 ve 2021 yıllarında AVM konseptine ilave olarak cadde mağazalarına da ağırlık vermiş ve 31.12.2019 itibarıyla 11 olan cadde mağaza sayısı 31.12.2020 itibarıyla 16'ya, 31.12.2021 itibarıyla 30'a yükselmiştir. Aynı dönemlerde AVM mağaza sayıları sırasıyla 81, 95 ve 108 olmuştur.

Şirket'in mağaza operasyonları ile ilgili ana stratejisi "one-stop-shop" olarak adlandırıldığı, müşterilerinin KİEP alanındaki tüm ihtiyaçlarının tek bir satış noktasında karşılayabilecekleri mağazalara sahip olmaktadır.

Aşağıdaki harita Suwen mağazalarının Türkiye içerisindeki coğrafi dağılımını göstermektedir:

TÜRKİYE SİNAI KALKINMA BANKASI A.Ş.
Meclis Üyesi: M. Nihat Çelik / 34127 İSTANBUL
T.C. No: 42527 / www.tskb.com.tr
Büyük Mükellefler V.D. 070003 3309



Kaynak: Şirket İzahnamesi

Şirket, geçtiğimiz yıllarda mağaza sayısını hızla büyütme performansı göstermiştir. Şirket'in yıl sonu yurtiçi mağaza sayısı son 4 yılda %28,9 yıllık ortalama bileşik büyümeye oranı ile artış göstererek 2,8 katına çıkmış ve 2021 yıl sonunda 138'e ulaşmıştır. Bu dönemde 92 adet mağaza açılışı gerçekleştirilirken, yalnızca 4 adet mağaza kapanışı gerçekleşmiş ve net mağaza sayısı artışı 88 olmuştur.

Aşağıdaki tabloda 2017-2021 yılları arasında yıllık bazda mağaza açılış, mağaza kapanış ve net mağaza sayısı artışı rakamları gösterilmektedir. Özellikle 2020 yılında pandemiden en çok etkilenen sektörlerin başında gelen perakende sektöründe faaliyet gösteriyormasına rağmen, Şirket 2020 yılında yalnızca 1 mağaza kapanışı ve buna karşın 20 mağaza açılışı gerçekleştirmiştir. 2021 yılındaki normalleşme ile Şirket, mağaza açılışlarına devam ederek 27 yeni mağaza açmış ve herhangi bir mağazasını kapatmamıştır.

Adet	2017	2018	2019	2020	2021	Toplam
Mağaza Açılışı	17	23	22	20	27	92
Mağaza Kapanışı	(2)	(2)	(1)	(1)	-	(4)
Net Mağaza Sayısı Artışı	15	21	21	19	27	88
Toplam	50	71	92	111	138	

Kaynak: Şirket İzahnamesi

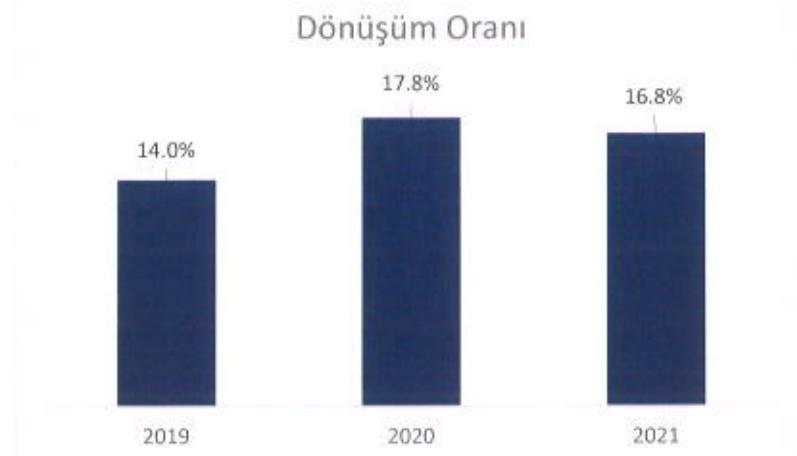
3.4.4. Önemli Performans Kriterleri (KPI's)

Şirket kendi yaptığı perakende mağazaların performansını değerlendirmek için aşağıdaki temel performans kriterlerini kullanmaktadır. Dolayısıyla aşağıda sunulan veriler diğer satış kanallarını içermemektedir.

- Dönüşüm Oranı (DO) – (Conversion rate)

Dönüşüm Oranı (DO) alışveriş yapan kişilerin mağazayı ziyaret eden kişilere oranıdır. Şirket'in dönüşüm oranı 2019 – 2021 döneminde artış göstererek %14,0'ten %16,8'e yükselmiştir. Dönüşüm oranının yükselmesi; pandemi sebebiyle özellikle 2020 yılında mağazaları alışveriş eğilimi yüksek müşterilerin ziyaret etmiş olmasından kaynaklanmaktadır ve ürün çeşidinin ve sunulan hizmet kalitesinin artması ve

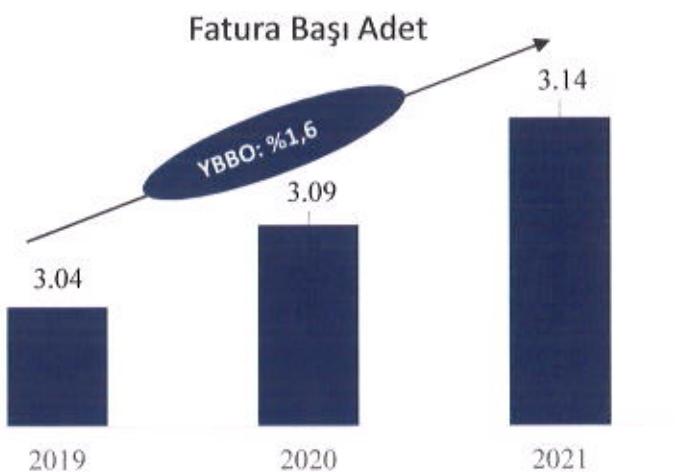
etkin stok yönetimi ile müşterilerin mağazalarda aradığı ürünlerini bulabiliyor olması gibi pozitif gelişmelerden de etkilenmektedir.



Kaynak:Şirket İzahnamesi

- Fatura Başı Adet (FBA)

Bu gösterge fatura başına gerçekleşen ürün satış adedi bilgisini ifade etmektedir. Fatura başı adedin yıldan yıla büyümesi hem müşterilere sunulan ürün çeşitliliğinin satışlara olumlu yansımاسını hem de gelişen hizmet kalitesi ile ek ürün sunma kabiliyetinin artışını göstermektedir. Yapısı itibarı ile yıldan yıla büyümesi en zor olan performans göstergelerinin başında gelmektedir. Şirket'in fatura başı adet ortalaması son 2 yılda %1,6 yıllık ortalama bileşik büyümeye oranıyla artış göstererek 3,14 seviyesine çıkmıştır.

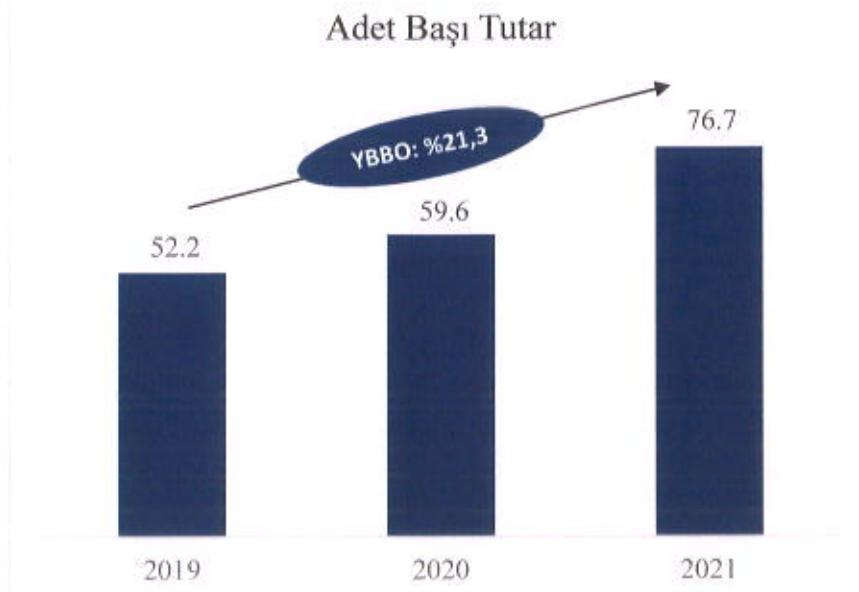


Kaynak:Şirket İzahnamesi

- Adet Başı Tutar (ABT)

Bu gösterge, Şirket'in kendi mağazalarında gerçekleştirdiği ciro rakamının satış adedine bölünmesi ile hesaplanan ortalama satış fiyatını göstermektedir. Adet başı tutardaki artış, yapılan ürün fiyat zamlarından

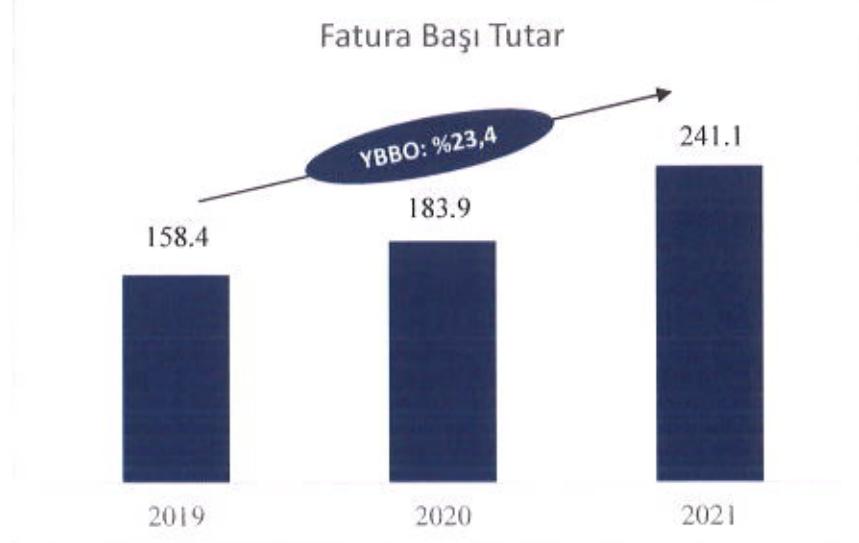
ve satıştaki ürün karmasındaki değişimlerden doğrudan etkilenmektedir. Şirket'in adet başı tutarları son 2 yılda %21,3 yıllık ortalama bileşik büyümeye oranı ile artış göstermiş ve 76,7 TL'ye yükselmiştir.



Kaynak: Şirket İzahnamesi

- Fatura Başı Tutar (FBT)

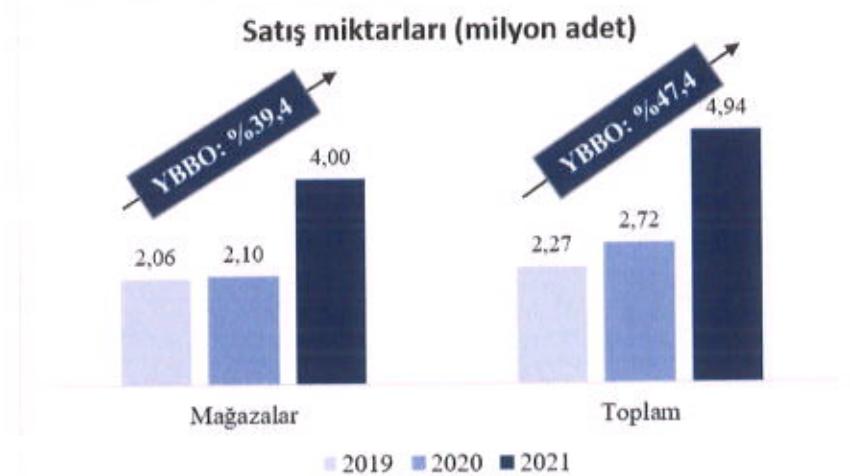
Toplam satış tutarının, kesilen toplam fatura adedine bölünmesi ile elde edilen bir performans ölçüm metriğidir. Fatura başı tutar; fatura başına satılan ürün adedindeki artış, daha pahalı ürün gruplarının (ev giyim gibi) toplam satışlardaki payının artması ve ürünlere yapılan enflasyon kaynaklı zamlar sebebiyle yıldan yıla büyütürek 2021 yılında 241,1 TL'ye ulaşmıştır.



Kaynak: Şirket İzahnamesi

- Satış Adet Büyümesi

Organik ve başarılı büyümeyenin en önemli göstergelerinden biri olan satış miktarındaki büyümeye Şirket'in önemli performans çıktılarından birini oluşturmaktadır. Şirket'in kendi işlettiği mağazalarındaki satış adedi son 2 yılda %39,4 yıllık ortalama bileşik büyümeye oranı ile artış göstermiş ve 2021 yılında 4,00 milyon adede ulaşmıştır. Son 2 yılda Şirket'in toplam satış adedi ise %47,4 yıllık ortalama büyümeye oranı ile 2021 yılında 4,94 milyon adet olarak gerçekleşmiştir.



Kaynak: Şirket İzahnamesi

- Bire-Bir-Büyüme Performansı (Like-for-like)

Perakende sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin en önemli göstergelerinden biri olan birebir büyümeye şirketin önemli performans çıktılarından biridir. Aşağıdaki tablo, Şirket'in izahname dönemleri itibarıyla birebir mağaza tanımına giren mağaza sayılarını ve bu mağazaların önemli performans kriterlerini göstermektedir.

Bire Bir Mağazalar	31 Aralık İtibarıyla Sona Eren Mali Yıl		
	2019	2020	2021
Mağaza sayısı	40	63	88
Hasılat büyümesi (%)	29,6%	(9,8%)	104,8%
Fatura adedi artışı (%)	5,5%	(23,6%)	53,9%
Sepet hacmi büyümesi (%)	22,9%	18,1%	33,1%

Kaynak: Şirket İzahnamesi

Şirket, Covid-19 pandemisi etkisinin gözlemlenmediği 2019 yılında, birebir mağazalarında (*like-for-like*) %29,6 oranında bir hasılat büyümesi gerçekleştirmiştir. Covid-19 pandemisi sebebiyle, 2020 yılında Şirket'in AVM'lerde yer alan mağazaları 74 ile 88 gün arası, cadde mağazaları 65 ile 81 gün arası kapalı kalmıştır. Buna ilave olarak, Kamu otoritelerinin belirlediği prosedürler çerçevesinde, mağazaların açık olduğu günlerde de saat kısıtlamaları getirilmiş ve bu gelişmeler çerçevesinde mağaza ziyaretçi sayıları önemli ölçüde düşmüştür. Bu gelişmelere rağmen Şirket'in bire bir mağazalarındaki ciro küçülmesi %9,9

olarak gerçekleşmiş olup, temelde, dönüşüm oranlarındaki (mağazaya giren ziyaretçiye müşteriye dönüştürme oranı) artış ile fatura sayısındaki düşüşün sınırlı kalmasından ve ürün zamlarından kaynaklanmaktadır. Dönüşüm oranlarındaki iyileşme temelde, pandemide alışveriş eğilimi yüksek olan müşterilerin mağazaları ziyaret etmesi ve Şirket'in kayıp satışın önüne geçmek için stok yönetimine ilişkin yaptığı yatırımlar ve kendi bünyesinde geliştirdiği talep tahmin, mağaza kapasite verimliliği gibi projelerin hayata geçirilmesinden kaynaklanmaktadır.

2021 yılının ilk yarısında da Pandemi önlemleri çerçevesinde bölgesel ve ülke genelinde kapanmalar devam etmiş, Şirket bahse konu dönemde AVM mağazalarını 49 ile 69 gün arası ve cadde mağazalarını 51 ile 58 gün arası kapalı tutmuştur. Şirket, 2021 yılında birebir mağaza tanımına giren 88 mağazasında bir önceki yıla göre %104,8 oranında hasılat büyümesi gerçekleştirmiştir.

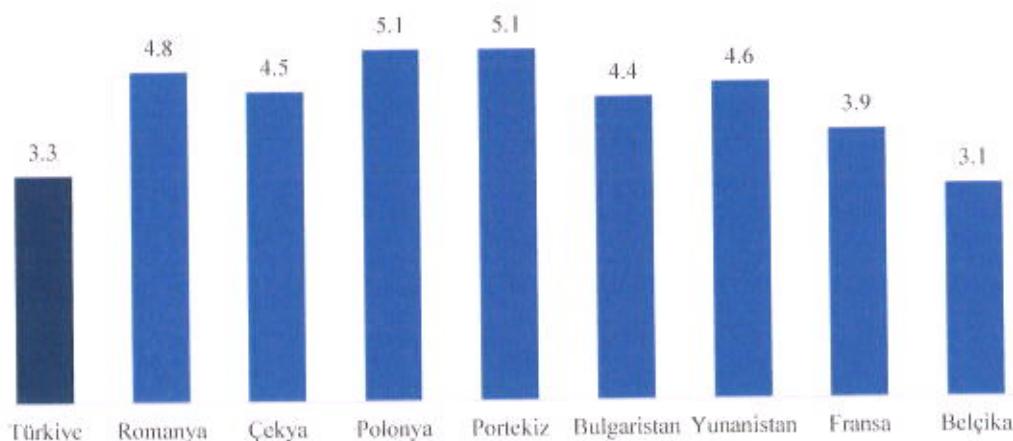
4. Pazar Hakkında Bilgi

Şirket'in ana pazarı Türkiye olup, Şirket faaliyetlerinin büyük bölümünü yurt içinde yürütmektedir ve kadın iç giyim, ev giyim, plaj giyim ve çorap (KİEP) sektöründe faaliyet göstermektedir.

Türkiye'nin demografik yapısı incelediğinde, TÜİK'e göre Şirket'in ana hedef kitlesini oluşturan 25-44 yaş aralığındaki kadın nüfusu 2021 yılsonu itibarıyla 12,9 milyon kişi olup toplam kadın nüfusu olan 42,3 milyon kişiden %30,4 pay almıştır.

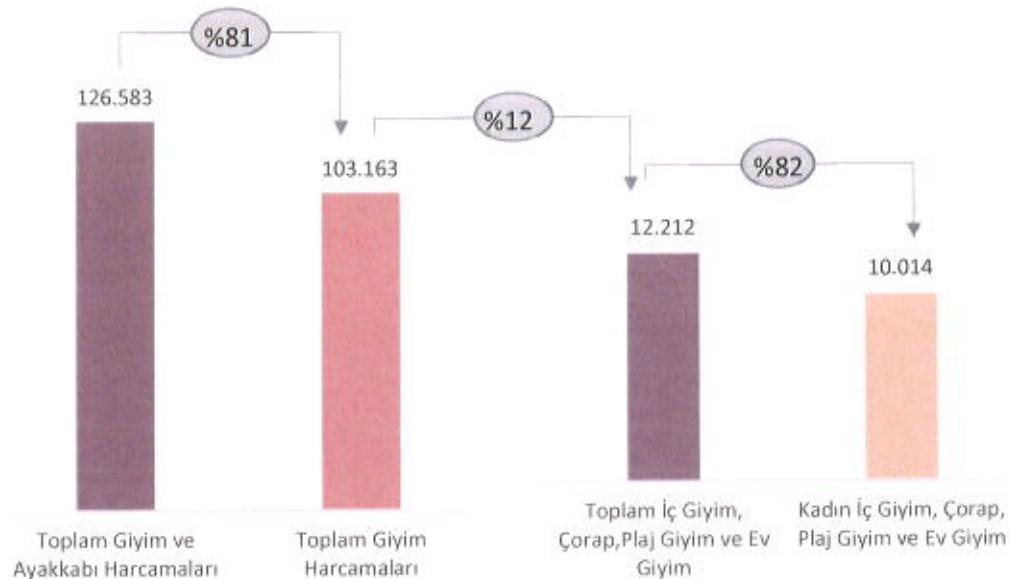
Türkiye büyümeye hızı ile Avrupa'nın önde gelen ülkeleri arasında yer almaktadır. IMF'ye göre (https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/WEOWORLD/TUR/ROU/CZE/POL/PRT/BGR/GRC/FRA/BEL) 2022-2026 yılları arasında %3,30 Reel GSYH YBBO ile Avrupa'nın en hızlı büyuyen ekonomilerinden biri olması beklenmektedir.

Reel GSYH YBBO Tahmini 2022-2026 (%)



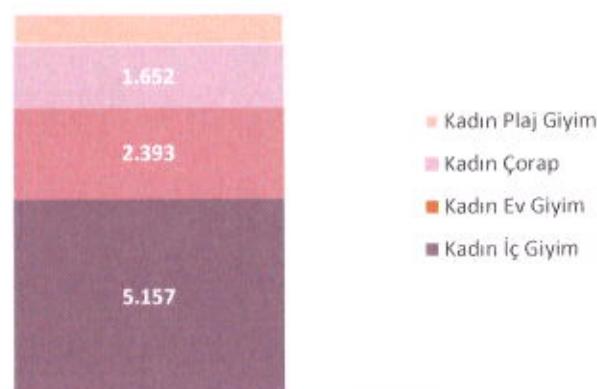
Kaynak: IMF

2022 Şubat tarihli Deloitte Sektör Raporu'na göre Türkiye'de 2021 yılı toplam giyim ve ayakkabı pazar büyülüğu 126.583 milyon TL ve toplam iç giyim, ev giyim, plaj giyim ve çorap pazar büyülüğu 12.212 milyon TL seviyesindedir. Deloitte'a göre 2021 yılı Türkiye KİEP pazarı büyülüğu 10.014 milyon TL seviyesinde olup Türkiye'deki toplam giyim ve ayakkabı pazarının %8'sini oluşturmaktadır. Aşağıdaki grafikte 2021 yılı giyim pazarı kırımları ve bunun içinde KİEP pazarının kırılımı verilmektedir: (milyon TL)



Kaynak: Deloitte Sektör Raporu, TÜİK

Aşağıdaki grafikte 2021 yılı kadın iç giyim, çorap, plaj giyim ve ev giyim pazarı harcama kırımları verilmektedir: (milyon TL)

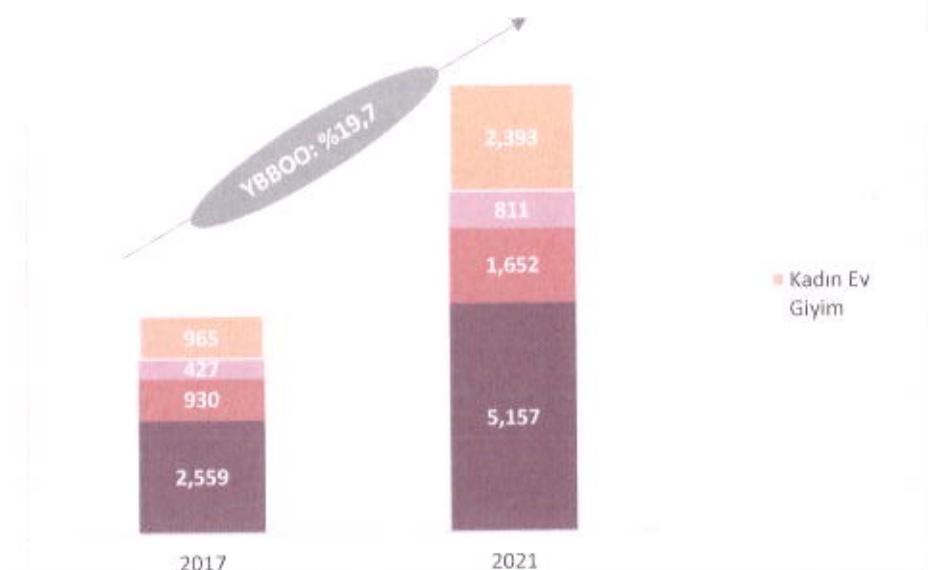


Kaynak: Deloitte Sektör Raporu, TÜİK

Türkiye KİEP pazarındaki ana ürün kategorileri kadın iç giyim, kadın ev giyim, kadın plaj giyim, kadın çoraptır. Deloitte'a göre 2021 yıl sonu itibarıyla Türkiye KİEP pazarının %23,9 'unu kadın ev giyim, %8,1 'ini

kadın plaj giyim, %16,5'ini kadın çorap ve %51,5'ini kadın iç giyim oluşturmaktadır. Deloitte 2024 yıl sonu tahminlerine göre Türkiye KİEP pazarının %23'ünü kadın ev giyim, %10'unu kadın plaj giyim, %11'ini kadın çorap ve %56'sını kadın iç giyim kategorisinin oluşturmaması beklenmektedir.

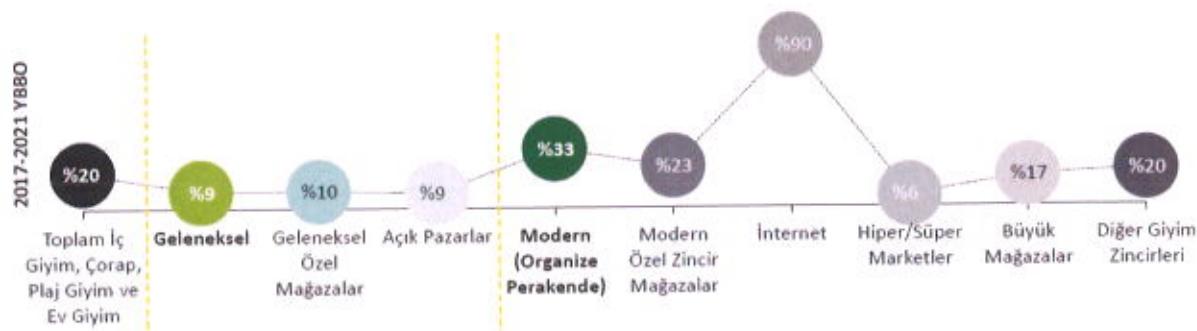
Aşağıda 2017 - 2021 yılları Kadın İç Giyim, Çorap, Plaj Giyim ve Ev Giyim Harcama kırılımlarının bulunduğu grafikler verilmiştir: (milyon TL)



Kaynak: Deloitte Sektör Raporu

Aşağıda 2017 -2021 yılları Kanal bazında toplam iç giyim, çorap, plaj giyim ve ev giyim pazарının yıllık bileşik büyümeye oranları verilmiştir; (%)

2017 - 2021 yılları arasında pazar yıllık %20 büyürken, geleneksel kanallardan modern kanallara geçiş gözlenmiştir.



Kaynak: Deloitte Sektör Raporu

Aşağıda 2017 -2021 yılları toplam İç Giyim, Çorap, Plaj Giyim ve Ev Giyim Pazarı kanal payları verilmiştir;

2017 yılı, organize kanalın yüksek büyümeye ivmesine rağmen geleneksel kanalların ağırlıkta olduğu bir seneydi.



Kaynak: Deloitte Sektör Raporu

Modern satış kanalları, müşteriler geleneksel kanallardan geçiş yaptıkça paylarını artırmaktadır; pandemi sırasında değişen tüketici alışkanlıklarının da etkisiyle internetin payı büyük oranda artış göstermiştir.



Kaynak: Deloitte Sektör Raporu

5. Finansal Bilgiler

Aşağıda yer alan tablolar, Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 tarihlerinde sona eren yıllara ait ait konsolide kâr/zarar tablosunu içermektedir.

5.1. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2019	(%)	31.12.2020	(%)	31.12.2021	(%)
HASILAT	114.542.566	100,0	149.625.345	100,0	359.858.381	100,0
Satışların Maliyeti(-)	(42.395.573)	(37,0)	(57.046.929)	(38,1)	(144.835.431)	(40,2)
BRÜT KAR	72.146.993	63,0	92.578.416	61,9	215.022.950	59,8
Genel Yönetim Giderleri(-)	(6.857.773)	(6,0)	(7.869.091)	(5,3)	(16.397.079)	(4,6)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri(-)	(51.271.325)	(44,8)	(71.120.296)	(47,5)	(128.886.892)	(35,8)
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	957.891	0,8	4.528.650	3,0	9.732.841	2,7
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler(-)	(2.612.198)	(2,3)	(5.242.614)	(3,5)	(9.176.994)	(2,6)
ESAS FAALİYET KARI	12.363.588	10,8	12.875.065	8,6	70.294.826	19,5
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	346.979	0,3	486.982	0,3	1.906.928	0,5
FINANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI/ZARARI	12.710.567	11,1	13.362.047	8,9	72.201.754	20,1
Finansman Giderleri	-	0,0	7.827.370	5,2	5.343.882	1,5
Finansman Giderleri(-)	(12.816.329)	(11,2)	(19.536.419)	(13,1)	(21.741.328)	(6,0)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kari/Zararı	(105.762)	(0,1)	1.652.998	1,1	55.804.308	15,5
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	165.428	0,1	(171.469)	(0,1)	(12.880.487)	(3,6)
- Dönem Vergi Gideri/Geliri	-	0,0	-	0,0	(12.353.611)	(3,4)
- Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	165.428	0,1	(171.469)	(0,1)	(526.876)	(0,1)
DÖNEM KARI/ZARARI	59.666	0,1	1.481.529	1,0	42.923.821	11,9

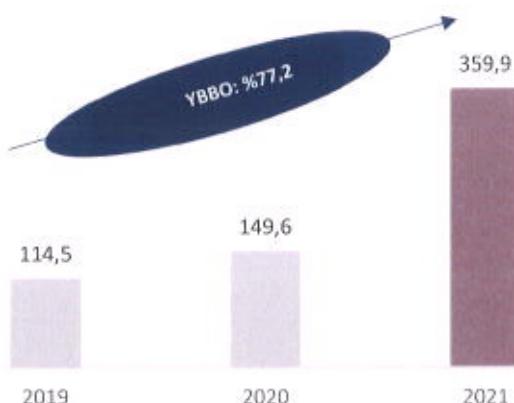
Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporu

TÜRKİYE SINAI KALKINMA BANKASI A.Ş.
Mehmet Akif Mah. Cad. 81 Fırdıklı 34427 İSTANBUL
Telsiz: Sebil No: 42527 / www.tsb.com.tr
Büyük Mükellefier VD: 679 003 3309

2019 - 2021 Hasılat Gelişimi (Milyon TL)

Şirket'in hasılat gelişimi 2019 yılında 114.542.566 TL, 2020 yılında 149.625.345 TL ve 2021 yılında 359.858.381 TL olarak %77,2 YBBO ile gerçekleşmiştir.

Şirket'in hasılat gelişimi aşağıdaki tabloda verilmektedir:



Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporu

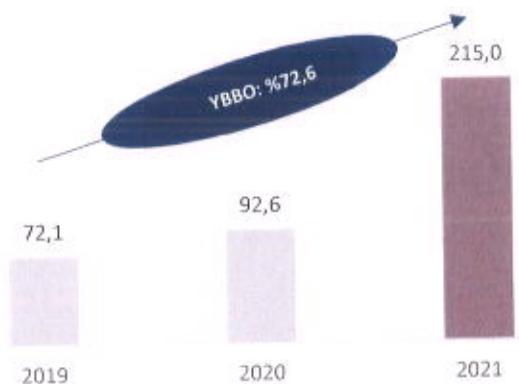
Hasıllattaki büyümeyenin temel sebepleri aşağıda özetlenmiştir:

- **Mağaza sayısı ve satış alanı gelişimi:** Şirket, 2019 yılını 92 mağaza ve 8.403 metrekare satış alanı ile tamamlamış iken 2021 yılında mağaza sayısı 138'e ve satış alanı 15.165 metrekareye ulaşmıştır.
- **Birebir mağaza net satış gelişimi:** Şirket'in, Covid-19 pandemisi sebebiyle 2020 yılında AVM mağazaları 74 ile 88 gün arası, cadde mağazaları 65 ile 81 gün arası kapalı kalmıştır. Bu sebeple Şirket'in 2020 yılında birebir mağaza net satışları %9,8 oranında küçülmüştür. 2021 yılının ilk yarısında pandemi önlemleri çerçevesinde kapanmalar devam etmiş ve Şirket'in AVM mağazaları 49 ile 69 gün arası ve cadde mağazaları 51 ile 58 gün arası kapalı kalmıştır. Şirket 2021 yılında, birebir mağaza net satışlarında %104,8 oranında büyümeye gerçekleştirmiştir.
- **E-ticaret hasılatındaki büyümeye:** Şirket'in e-ticaret kanalının hasılatı, 2020 yılında bir önceki seneye göre 7,0 katına çıkararak 20.326.379 TL'ye, 2021 yılında ise bir önceki seneye göre 2,2 katına çıkararak 45.543.433 TL'ye ulaşmıştır.

2019 - 2021 Brüt Kâr Gelişimi (Milyon TL)

Şirket'in Brüt kâr gelişimi 2019 yılında 72.146.993 TL, 2020 yılında 92.578.416 TL ve 2021 yılında 215.022.950 TL olarak %72,6 YBBO ile gerçekleşmiştir.

Şirket'in brüt kar gelişimi aşağıdaki tabloda verilmektedir:



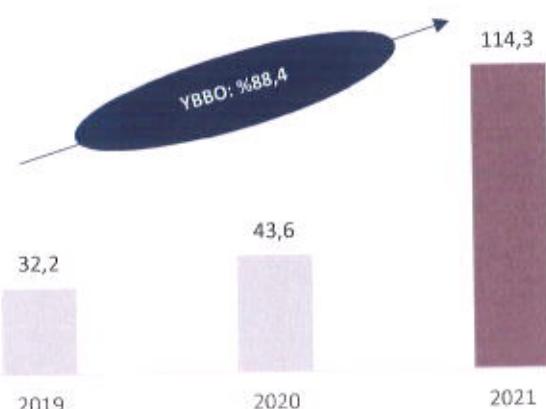
Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporu

2019 yılında Şirket'in brüt kar marjı %63,0 iken 2021 yılında %59,8 oranında gerçekleşmiştir. Brüt kar marjındaki düşüş, Şirket'in pandeminin yaşandığı 2020 ve 2021 yılında önceki senelere göre ilave indirim ve kampanya yapmasının bir sonucudur.

2019 - 2021 FAVÖK Gelişimi (Milyon TL)

Satışlardaki büyümeye paralel olarak 2020'de 43.642.699 TL olan Şirket'in bir önceki yıla göre FAVÖK'ü %162,0 oranında büyümeye göstermektedir. 2021 yılında Şirket FAVÖK'ü 114.346.916 TL'ye ulaşmıştır.

Şirket'in FAVÖK gelişimi aşağıdaki tabloda verilmektedir:



Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporu

2019 - 2021 Net Kâr Gelişimi (Milyon TL)

Yukarıda açıklanan faktörlerin bir sonucu olarak net kâr gelişimi 2019 yılında 59.666 TL, 2020 yılında 1.481.529 TL ve 2021 yılında 42.923.821 TL olarak %84717,6 YBBO ile gerçekleşmiştir.

Şirket'in Net Kâr gelişimi aşağıdaki tabloda verilmektedir:



Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporu

2019 -2021 Karlılık Tablosu

Şirket'in brüt karına; genel yönetim giderleri, satış, pazarlama ve dağıtım giderleri, esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderlerin eklenmesi ile oluşan esas faaliyet karı (FVÖK) ve bu tutarlardan amortisman ve itfa paylarının çıkartılması ile ulaşılan FAVÖK tutarları ve marjları alt kısımdaki tabloda sunulmuştur.

Karlılık (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Hasılat	114.542.566	149.625.345	359.858.381
Brüt Kar	72.146.993	92.578.416	215.022.950
<i>Brüt Kar Marji (%)</i>	<i>%63,0</i>	<i>%61,9</i>	<i>%59,8</i>
Operasyonel Giderler(-)*	59.783.405	79.703.351	144.728.124
<i>Hasılatın Oranı (%)</i>	<i>%52,2</i>	<i>%53,3</i>	<i>%40,2</i>
FVÖK (Esas Faaliyet Karı)	12.363.588	12.875.065	70.294.826
FVÖK Marji (%)	%11,1	%8,9	%20,1
Amortisman ve İtfa Giderleri	19.844.684	30.767.634	44.052.090
<i>Kiralama varlıklarını amortismanı</i>	<i>16.033.751</i>	<i>25.162.134</i>	<i>35.268.832</i>
<i>Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri(-)</i>	<i>3.195.068</i>	<i>4.679.378</i>	<i>7.126.692</i>
<i>Genel Yönetim Giderleri(-)</i>	<i>615.685</i>	<i>926.122</i>	<i>1.656.566</i>
FAVÖK**	32.208.272	43.642.699	114.346.916
FAVÖK Marji(%)	%28,1	%29,2	%31,8
Net Dönem Karı	59.666	1.481.529	42.923.821
Dönem karı / zararı marji	0,1%	1,0%	11,9%

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporu

*Operasyonel giderler; genel yönetim giderleri, satış, pazarlama ve dağıtım giderleri, esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderlerin toplamından oluşmaktadır.

**FAVÖK tutarı, Şirket'in FVÖK rakamlarına amortisman ve itfa giderlerinin eklenmesi suretiyle hesaplanmıştır.

TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
Mecidi Mihalcan Cad. 81 Fırdıku 34427 İSTANBUL
Ticaret Sıfır No: 42527 / www.tskb.com.tr
Büyük Mükellefler V.D. 879-403 3309

5.2. Bilanço

Şirket'in denetimden geçmiş 2019, 2020 ve 2021 yıl sonu bilançoları aşağıda verilmektedir:

Bilanço (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
DÖNEN VARLIKLAR			
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.586.832	14.271.161	10.181.882
Ticari Alacaklar	3.115.339	10.116.992	14.365.022
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	393.539	5.396.003	6.071.527
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	2.721.800	4.720.989	8.293.495
Diğer Alacaklar	158.118	303.657	44.369
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	80.000	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	158.118	223.657	44.369
Stoklar	29.188.686	46.649.971	103.806.642
Peşin Ödenmiş Giderler	1.890.872	3.123.528	17.614.370
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	44.981	50.242	-
Diğer Dönen Varlıklar	2.320.933	1.498.999	2.971.556
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	40.305.761	76.014.550	148.983.841

DURAN VARLIKLAR			
Diğer Alacaklar	187.893	528.960	1.158.892
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	187.893	528.960	1.158.892
Maddi Duran Varlıklar	16.312.836	19.923.829	30.642.884
Kullanım Hakkı Varlıkları	52.409.423	60.582.259	80.669.287
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	502.445	1.020.388	2.304.116
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	502.445	1.020.388	2.304.116
Ertelenmiş Vergi Varlığı	616.461	480.977	-
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	70.029.058	82.536.413	114.775.179
TOPLAM VARLIKLAR	110.334.819	158.550.963	263.759.020

KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Kısa Vadeli Borçlanmalar	6.019.244	7.211.629	23.949.079
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	5.563.922	18.105.823	25.724.914

Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	19.760.714	24.370.095	33.522.662
Diger Finansal Yükümlülükler	-	701	-
Ticari Borclar	21.041.144	36.192.786	44.788.324
İlişkili Taraflara Ticari Borclar	4.053.035	13.065.081	19.722.279
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borclar	16.988.109	23.127.705	25.066.045
Çalışanlara Sağlanan Faydalarda Kapsamında Borclar	1.948.780	1.840.432	6.503.695
Diger Borclar	601.130	569.338	1.923.203
İlişkili Olmayan Taraflara Diger Borclar	601.130	569.338	1.923.203
Ertelenmiş Gelirler	268.187	588.146	463.821
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	5.159.455
Kisa Vadeli Karşılıklar	1.070.008	1.474.905	3.150.490
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	396.297	703.023	1.325.704
Diger Kısa Vadeli Karşılıklar	673.711	771.882	1.824.786
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	56.273.129	90.353.855	145.185.643

Uzun Vadeli Borçlanmalar	4.381.027	13.032.598	12.005.896
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	33.062.873	38.286.698	46.853.727
Diger Borclar	16.555.516	-	-
İlişkili Taraflara Diger Borclar	16.555.516	-	-
Ertelenmiş Gelirler	315.515	128.178	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	568.104	907.319	1.042.363
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	568.104	907.319	1.042.363
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	17.769
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	54.883.035	52.354.793	59.919.755

ÖZKAYNAKLAR			
Ödenmiş Sermaye	7.635.000	8.311.689	22.961.072
Paylara İlişkin Primler	-	14.649.383	-
Birikmiş Diger Kapsamlı Gelir	(155.230)	(299.171)	(411.685)

Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(155.230)	(299.171)	(411.685)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	18.747	18.747	18.747
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	(8.379.528)	(8.319.862)	(6.838.333)
Net Dönem Karı/Zararı	59.666	1.481.529	42.923.821
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	(821.345)	15.842.315	58.653.622
TOPLAM KAYNAKLAR	110.334.819	158.550.963	263.759.020

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in dönen varlıkları, 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, itibarıyla sırasıyla, 40,3 milyon TL, 76,0 milyon TL ve 149,0 milyon TL tutarındadır. Şirket'in dönen varlıkları 31.12.2019 ve 31.12.2021 arasında %92,3 YBBO ile gerçekleşmiştir.

Şirket'in duran varlıkları ise 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 itibarıyla sırasıyla; 70,0 milyon TL, 82,5 milyon TL ve 114,8 milyon TL tutarındadır. Şirket'in duran varlıkları 31.12.2020 ile 31.12.2021 arasında %39,1 büyümüştür. Artışın önemli bir kısmı kullanım hakkı varlıklarındaki artıştan kaynaklanmıştır. Şirket'in, 31.12.2021 itibarıyla kullanım hakkı varlıkları 80,7 milyon TL'dir. Bir önceki mali döneme göre %33,2 oranındaki artış Şirket'in 2021 yılı içerisinde açtığı mağazalardan kaynaklanmaktadır.

Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 itibarıyla sırasıyla; 56,3 milyon TL, 90,4 milyon TL ve 145,2 milyon TL tutarındadır. Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri, 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 itibarıyla sırasıyla; 54,9 milyon TL, 52,4 milyon TL ve 59,2 milyon TL tutarındadır.

5.3. İşletme Sermayesi

(TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Ticari Alacaklar	3.115.339	10.116.992	14.365.022
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	393.539	5.396.003	6.071.527
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	2.721.800	4.720.989	8.293.495
Stoklar	29.188.686	46.649.971	103.806.642
Ticari Borçlar	(21.041.144)	(36.192.786)	(44.788.324)
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	(4.053.035)	(13.065.081)	(19.722.279)
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	(16.988.109)	(23.127.705)	(25.066.045)
Ticari İşletme Sermayesi	11.262.881	20.574.177	73.383.340
Düzenleme Sermayesi	158.118	303.657	44.369
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	0	80.000	0
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	158.118	223.657	44.369
Peşin Ödenmiş Giderler	1.890.872	3.123.528	17.614.370
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	44.981	50.242	0
Düzenleme Sermaye Borçları	2.320.933	1.498.999	2.971.556
Çalışanlara Sağlanan Faydalara Kapsamında Borçlar	(1.948.780)	(1.840.432)	(6.503.695)
Düzenleme Sermaye Borçları	(601.130)	(569.338)	(1.923.203)
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	(601.130)	(569.338)	(1.923.203)
Ertelenmiş Gelirler	(268.187)	(588.146)	(463.821)
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0	0	(5.159.455)
Kısa Vadeli Karşılıklar	(1.070.008)	(1.474.905)	(3.150.490)
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	(396.297)	(703.023)	(1.325.704)

Diger Kısa Vadeli Karşılıklar	(673.711)	(771.882)	(1.824.786)
Net İşletme Sermayesi	11.789.680	21.077.782	76.812.971

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 tarihlerinde sona eren son üç mali döneminde net işletme sermayesi pozitif seyretmiştir. Bu tarihlerde işletme sermayesi sırasıyla 11,8 milyon TL, 21,1 milyon TL ve 76,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Net işletme sermayesinde meydana gelen artışın ana sebepleri Şirket'in cirosunda meydana gelen büyümeye ve yeni mağaza açılışları ile bağlantılı işletme sermayesi ihtiyacındaki artıştır.

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 itibarıyla ticari gün sayıları alt kısımdaki tabloda gösterilmiştir.

(TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Alacak tahsil süresi (A)	10	25	15
Stokta kalma süresi (B)	251	298	262
Borç ödeme süresi (C)	76	97	56
Nakit çevrim süresi (A+B-C)	185	226	220

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporu

Alacak tahsil süresi: Cari dönem itibarıyla ticari alacaklar tutarının, net satışlara oranlanması ile hesaplanmıştır.

Stokta kalma süresi: Cari dönem stok seviyesinin, satışların maliyeti ile oranlanması ile hesaplanmıştır.

Borç ödeme süresi: Cari dönem ticari borçların; satışların maliyeti, genel yönetim giderleri ve pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin toplamına oranlanması ile hesaplanmıştır.

Stok devir gün sayılarındaki artış temelde, Şirket'in kayıp satışın önüne geçmek ve enflasyon etkisini azaltmak adına ilave stok yatırımları yapmasının bir sonucudur.

Şirket'in ortalama borç ödeme süresi, 2020 yılında bir önceki senenin aynı dönemine göre artmıştır. 2020 yılında, hasılat ve mağaza sayısı büyümesi ile Şirket daha yüksek hacimlerde alımlar yapmış, bu sayede alım maliyetlerindeki artışları kontrol etme ve vade sürelerini uzatma gücü kazanmıştır. 2021 yılında ise Şirket, kur dalgalarını sebebiyle tedarikçilerin fiyatlamalarındaki artışları kontrol altında tutabilmek için ödeme vadelerini kısaltmış, bazı tedarikçilerde stok avansı vererek süreci yönetmiştir.

2020 yılında alacakları tahsil süresindeki artış, kısa dönem vade ile çalışılan e-ticaret platformlarının cihodaki payının artmasından ve Aralık ayı içerisinde ticari mal alımı yapmak için üreticilere yapılan ham madde satışından kaynaklanmaktadır. 2021 yılında ise peşin tahsilatın yapıldığı mağaza satışlarının cihodaki payı artmış ve hesaplanan alacak tahsil süreleri düşüş göstermiştir.

6. Değerleme Yöntemleri

Suwen'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen iki temel değerlendirme yöntemi kullanılmıştır:

- Gelir Yaklaşımı Kapsamında
 - İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) – %50
- Pazar Yaklaşımı Kapsamında
 - Piyasa Çarpanları Analizi
 - FD/FAVÖK
 - F/K

6.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

Bu yöntem, gösterge niteliğindeki değerin, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.

Tahmini nakit akışlarını bugünkü değere indirmek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gereklidir. Gelecekte yaratılacak nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanmasıında iskonto oranı olarak "Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti" (AOSM) kullanılmaktadır. AOSM, Şirket'in hesaplanan özkaynak ve borç maliyetlerinin ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmaktadır.

İNA yöntemi Şirket'in öngörüler, geçmiş performansı, makroekonomik tahminler gibi birçok varsayımsal parametreye dayanmaktadır. Söz konusu projeksiyonlar ileriye yönelik bir taahhüt anlamına gelmemekte beraber İNA yönteminin değerlendirmeye etki eden parametrelerin çokluğunun yanında değerlendirmeyi yapan uzmanın bakış açısına bağlı olarak ulaşılan değerler önemli değişiklikler gösterebilmektedir.

6.2. Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizi, halka açık şirketlerin piyasa değerlerinin benzer faaliyetlere sahip başka bir şirketin değerini belirlemekte iyi bir gösterge olduğu genel kabulüne dayanır ve halka açık şirketlerin piyasa değerlerinin çeşitli değerlendirme çarpanları yolu ile analiz edilerek, değerlendirmeye konu şirketin değerlencesinde kullanılmasını baz alır.

Piyasa çarpanları analizi kapsamında hem Türkiye hem de yurt dışında benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketler incelenmiştir. Söz konusu analiz kapsamında Firma Değeri / FAVÖK ve Fiyat / Kazanç çarpanları kullanılmıştır.

Piyasa çarpanları analizinin amacı şirketin karlılığını ve buna bağlı olarak nakit yaratma potansiyelini benzer şirketlerle kıyaslayarak değerlendirmektir. Metodun ana amacı karlılığı değerlendirmek olduğu için Firma Değeri / Net Satışlar metodu sektördeki oyuncuların karlılıklarının ciddi farklılıklar gösterdiği durumlarda çok sık

kullanılan bir metot değildir. Suwen'in karlılığı ve nakit yaratma potansiyeli de birlikte değerlendirildiğinde çarpan analizi çalışmasında FD/Net Satışlar çarpanı kullanılmamıştır.

Piyasa Çarpanları		
Çarpan Yöntemi	Sembol	Özsermaye Değeri
Firma Değeri / Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar $= [(Pay \ Fiyatı * Hisse \ Adedi) + Net \ Borç] / FAVÖK$	FD/FAVÖK	FD/FAVÖK Çarpanı * FAVÖK – Net Borç
Fiyat / Kazanç $= (Pay \ Fiyatı * Ödenmiş \ Sermaye) / Net \ Kar$	F/K	F/K Çarpanı * Net Kar

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

- F/K: Şirket'in hisse senedi fiyatının hisse başı karına bölünmesiyle hesaplanan bir göstergedir
- FD/FAVÖK*: Şirket'in firma değerinin faiz, amortisman, vergi öncesi kara bölünmesiyle elde edilir.
- Net Borç Pozisyonu (NB): Kısa + Uzun Vadeli Finansal Borçlar – Nakit ve Nakit Benzerleri

* Şirket'in FAVÖK'ü "Esas Faaliyet Kâr'ına "Amortisman ve İtfa Giderleri"nin eklenmesi suretiyle hesaplanmaktadır. IFRS 16 standartı çerçevesinde Şirket'in mağazaları için ödediği kira bedellerinin, ki bu ödemeler nakit çıkışı yaratmaktadır, büyük kısmı faaliyet giderleri içinde kira bedeli olarak değil amortisman gideri olarak yer almaktadır. Firma Değeri /FAVÖK hesaplamasında, şirketlerin cari hisse fiyatları ile sermayesindeki toplam hisse adedi çarpılarak piyasa değeri bulunmuş, en güncel tarihli bilançolarında yer alan net borç pozisyonları hesaplanarak firma değerleri bulunmuş ve değerlendirme kapsamında şirketlerin 2021 yılı FAVÖK tutarları dikkate alınmıştır. Bloomberg veri sağlayıcısından elde edilen FAVÖK verileri düzeltilmiş FAVÖK rakamları olup, tüm şirketler için FAVÖK verileri (Faaliyet giderleri + Amortisman + Operasyonel Kira Giderleri) şeklinde çekilmiştir.

2020 senesinde başlayan COVID-19 virusünün hızla yayılması nedeniyle alışveriş merkezleri ve mağazaların kapanması perakende sektörünü önemli ölçüde etkilemiştir. 2020 ve 2021 senesinde yaşanan bu global kriz özellikle ciroların önemli bir kısmını müşteri (ayak) trafiğinden elde eden gıda dışı perakende sektörü için büyük zorluklar yaratmış ve perakende sektörü pandemi etkisinin en fazla hissedildiği sektörlerin başında gelmiştir. 2021 senesi ikinci yarısı itibarıyla açılmalının yaygınlaşması ile beraber e-ticaret kanalına yönelen tüketicilerin, tekrar fiziksel kanallar ile alışveriş normaline döndüğü görülmüştür. Normalleşme adımlarıyla beraber, Şirket 2021 senesinde bir önceki senenin aynı dönemine göre net satışlarını %141 ve FAVÖK rakamını ise %162 arttırmıştır. Aynı dönemde ise FAVÖK marjı %31,8'e ulaşmıştır.

2022 yılının kısıtlamaların kalkağı, pandemi etkilerinin azaldığı ve tüketici davranışlarının eski normale döndüğü bir yıl olması beklenmektedir. Bu nedenle Şirket'in gerçek performansını söz konusu sene itibarıyla göstermeye başlayacağı öngörüsü ile çarpan analizinde 2022 sene sonu tahmini FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılmasının değerlendirmeye en doğru katkıyı sağlayacağı düşünülmüş ve bu doğrultuda piyasa çarpanları analizine dahil edilmiştir.

7. Değerleme

7.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere TSKB'ye sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonunda sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin güvenilirliği ve doğruluğu ayrıca teyit edilmemiştir. Bu çerçevede TSKB, elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu taahhüt edememektedir.

Gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ışığında ve şirketin 5 yıllık iş planı çerçevesinde 2022 - 2026 yılları için hazırlanmıştır.

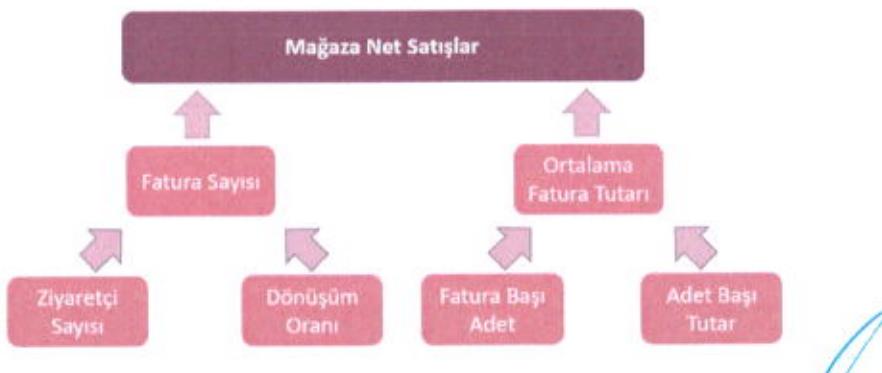
Şirket gelir tablosu projeksiyonunu oluştururken farklı ürün kategorilerindeki satışları ve farklı satış kanallarındaki trendleri analiz etmiştir. İNA değerlendirmesi kapsamında kullanılan temel varsayımlar aşağıda açıklanmaktadır.

7.1.1. Gelir Tablosu Projeksiyonu

Şirket, gelir tablosu projeksiyonlarına net satış rakamlarının tahminlemesi ile başlamıştır. Şirket, faaliyet gösterdiği iki ana kanalın (Yurt içi perakende mağazacılık ve E-ticaret) net satış tahminlemesinde tüme varım yaklaşımını benimsemiş olup, 2019-2021 döneminde ürün kategorilerindeki satışları ve bu kanallar özelinde performans göstergelerindeki (ziyaretçi sayısı, dönüşüm oranı, satış başı adet ve adet başı tutar) trendleri analiz etmiştir. 2022 - 2026 dönemi için Şirket, yeni açılan ve açılacak olan mağazalarının baz etkisini ve marka bilinirliğinin gelişmesi kaynaklı müşteri sayısı artışı ile mevcut mağazalarının büyümeye trendini tahminlemiştir. Şirket, projeksiyon dönemi için, her bir mağaza özelinde ziyaretçi sayısı ve dönüşüm oranı tahminlemesi yaparak **satış fatura sayılarını**, fatura başı adet ve adet başı tutar (temelde enflasyon bekłentisi) tahminlemesi ile de **ortalama fatura tutarlarını** tahminlemiştir ve bu iki performans indikatörü ile net satış öngörüsünü şekillendirmiştir.

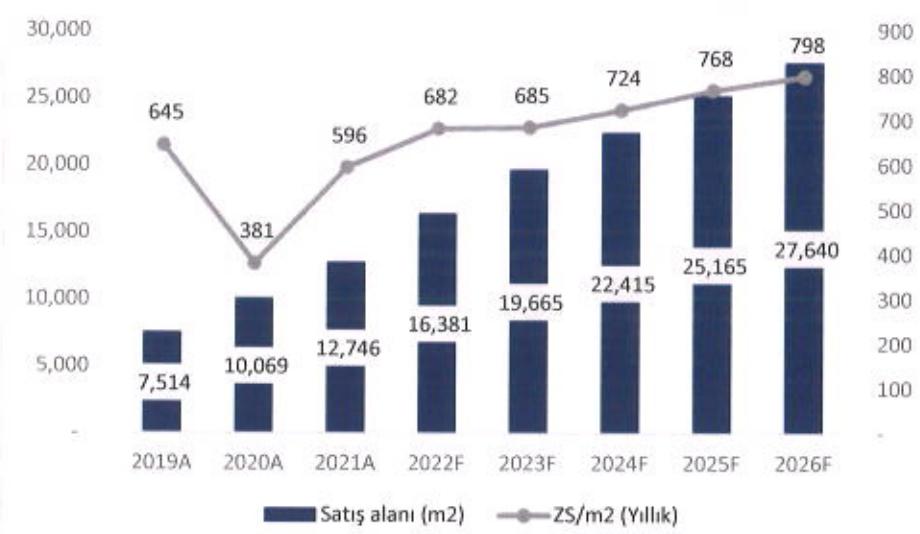
Mağaza Net Satış Tahminlemesi:

Mağaza cirolarının projeksiyonunda, günlük Şirket takibinde kullanılan performans göstergelerinin her 2birinin tahminlenmesi hedeflenmiştir. Bahse konu performans göstergelerinin net satış rakamına ulaşmadaki rolleri alt kısımda sunulmuştur.



Ziyaretçi Sayısı Tahminleri

2022-2026 dönemleri arası net satış tahminlemesine ziyaretçi sayısının tahminlemesi ile başlanmıştır. 2022 yılının ilk yarısına ilişkin ziyaretçi sayısı tahminlemesinde 2021 yılının ilk yarısı baz alınmış, bu dönemde pandemi önlemleri sebebiyle mağazalardaki ziyaretçi sayısı kayıplarının normalize edilmesi amacıyla, bir önceki yıla göre %65,0 ile %100,0 oranında artış öngörmüştür. 2022 yılının ikinci yarısında ise, bir önceki yılın aynı dönemine göre ziyaretçi sayısı artışı %2,0 ile %6,0 arasında tutulmuştur. 2023-2026 arası dönemde ise mağaza başına ziyaretçi sayıları %5,0 ile %7,5 oranında arttırılmıştır. Şirket'in 2019-2021 gerçekleşen ve 2022-2026 tahminlemesi yapılan ziyaretçi sayılarına göre metrekare başına ziyaretçi sayısı ve efektif satış alanı verileri şu şekildedir:



Kaynak: Şirket

Dönüşüm Oranı

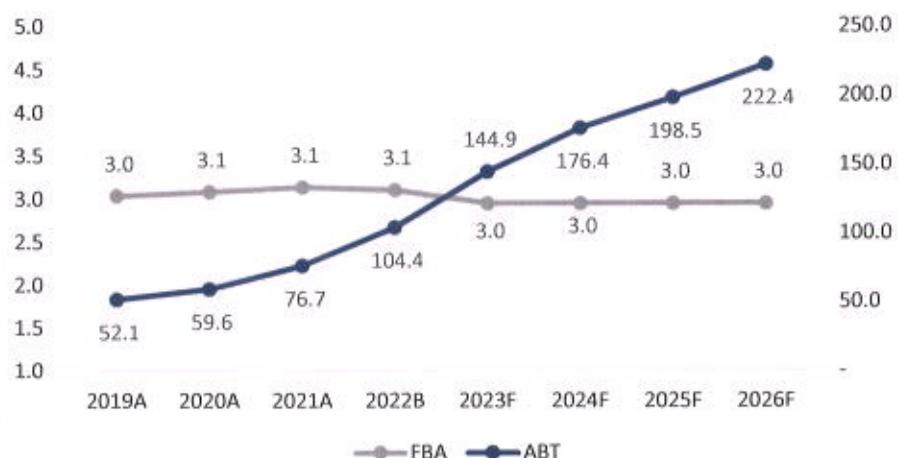
Şirket'in 2019-2021 gerçekleşen ve 2022-2026 arasındaki dönem için tahminlemesi yapılan dönüşüm oranları şu şekildedir:



2020 yılında pandemi etkisi ile dönüşüm oranı tüketim eğilimi yüksek müşterilerin ziyareti nedeni ile %17,8 olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında normalleşme süreci ile beraber Şirket'in dönüşüm oranı bir önceki seneye göre 1,0 yüzdesel puan azalmış ve %16,8 olmuştur. Projeksiyon döneminde (2022-2026) söz konusu oran temkinli olmak adına kademeli olarak azaltılmıştır.

Fatura Başı Adet ve Adet Başı Tutar

Şirket'in 2020-2021 gerçekleşen ve 2022-2026 arasındaki dönem için tahminlemesi yapılan fatura başı adet (FBA) ve adet başı tutar (ABT) verileri şu şekildedir:



Kaynak: Şirket

Fatura başı adet seviyesi, 2020 ve 2021 yıllarına benzer şekilde projeksiyon döneminde de 3,1 seviyelerinde gerçekleşeceği öngörlülmüştür. Adet başı tutar için, projeksiyon döneminde sadece enflasyon bekłentisi dikkate alınmıştır.

E-Ticaret Net Satış Tahminlemesi:



Kaynak: Şirket

Diğer Kanallar:

Mağazacılık ve e-ticaret kanalları dışında kalan diğer kanallarda (toptan ve bayi) yıl bazında net satış rakamları, TSKB Araştırma Departmanı enflasyon beklentisi oranında büyütülmüştür.

Satış Kanalı Bazında Hasılat Oranları

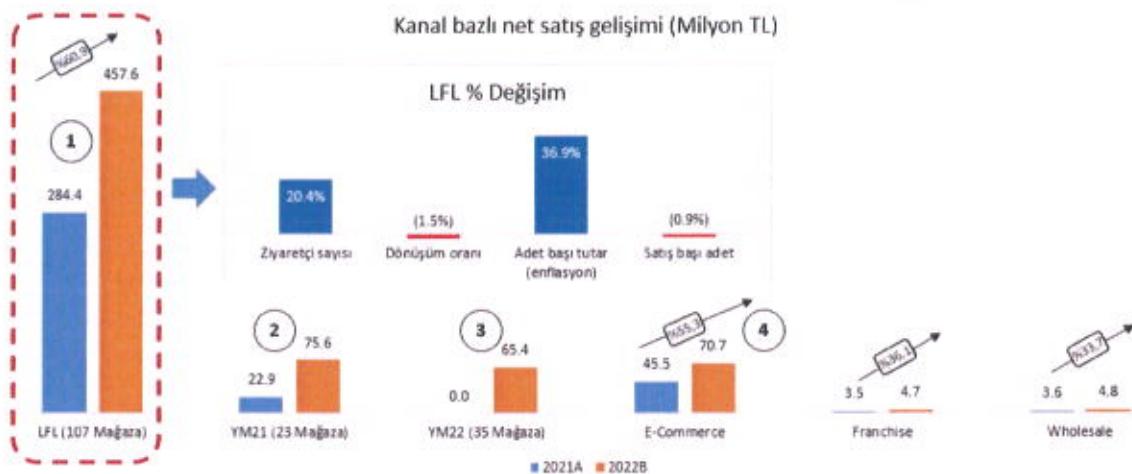
2022-2026 projeksiyon döneminde tahminlenen satışların, yüzdesel kanal kırımları aşağıda gösterilmiştir.

Satış Kanalları	2022	2023	2024	2025	2026
Net Satışlar	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Perakende	88,2%	88,6%	89,0%	89,4%	90,0%
E-Ticaret	10,4%	10,3%	10,0%	9,7%	9,2%
Bayi	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%
Toptan	0,7%	0,6%	0,5%	0,4%	0,4%

Kaynak: Şirket

2022 Yılı Net Satış Tahminlemesi:

Net satışlardaki artış oranının (%88,6) takip eden dönemlere göre daha yüksek öngörülmesinin temel nedenleri aşağıda özetalenmiştir:



1. Birebir mağazalardaki (107 mağaza) %20,4 oranında ziyaretçi sayısı büyümeye ve %36,9 oranında adet başı tutar (temelde enflasyon etkisi) büyümeye ile 2021 yılına göre %60,9 oranında büyümeye öngörmektedir. 2021 yılının ilk yarısında, Şirket'in AVM mağazaları 49 ile 69 gün arası, cadde mağazaları 51 ile 58 gün arası kapalı kalmıştır. 2022 yılında, birebir mağazaların ziyaretçi sayısı büyümeye temelde bu dönemden gelmektedir. 2021 yılında gerçekleşen ve 2022 yılında öngörülen ziyaretçi sayıları seviyeleri (birebir mağazalar için) aylık olarak şudur:



2. 2021 yılında açılan mağazaların 2022 net satış tutarları, 2021 yılında açıldığı aydan itibaren LFL mağazalar ile aynı parametreler ile tahminlenmiş (örneğin Mart 2021'de açılan bir mağazanın Mart-Aralık 2022 dönemi ciro bütçesinde LFL mağaza tahminlemesinde kullanılan parametreler uygulanmıştır) ve diğer aylar LFL mağazalarındaki sezonsallık ile benzer olacak varsayımlı ile bütçelenmiştir. Şirket'in 2021 yılında açtığı 23 mağazanın 2022 yılında mağaza başı ortalama yıllık 3,3 milyon TL ciro yapması öngörmektedir (Birebir mağazalarda bu tutarın ortalama 4,3 milyon TL olması beklenmektedir).
3. 2022 yılında açılması planlanan mağazaların net satışları, satışlardaki sezonal etki de dikkate alınarak, LFL mağazaların yaklaşık %20 altında tahminlenmiştir. Şirket'in 2022 yılında açmayı planladığı 35 mağazadan hasılat beklentisi 65,4 milyon TL'dir.
4. E-Ticaret kanalında Şirket, enflasyon etkisinin (%36,1) yanı sıra yaklaşık %15 oranında bir fatura sayısı artışı beklemekte, ilgili kanalın hasılatının bir önceki seneye göre %55,3 oranında büyümüşini öngörmektedir. Bahse konu tahminleme ile Şirket'in e-ticaret hasılatının toplam hasılatara oranı %10,4 seviyesinde tutulmuştur (2021 yılında bu oran 12,7'dir).

Şirket, bayi ve toptan kanallarında sadece enflasyon büyümeyi öngörmüştür.

Deloitte Sektör Raporu'na göre Türkiye KİEP pazarı 2017-2021 arasında %19,7 YBBO ile, bu pazar içerisinde Şirket'in de içinde yer aldığı modern kanal %33 YBBO ile büyürken, Şirket aynı dönemde %70,3 YBBO ile büyümüştür.

2020 senesinde Şirket, Covid-19 pandemisi sebebiyle mağazaların kapalı kaldığı dönemlerde E-ticaret kanalına odaklanmış ve müşteri odaklı indirim ve kampanyalar yapmıştır. 2021 yılında ise Şirket, Pazarlama biriminde kritik işe alımlar yapmış ve indirim / kampanya yönetiminde bir takım değişiklikler gerçekleştirmiştir. Son iki yıldaki bahse konu aksiyonlar çerçevesinde Şirket, brüt karlılığında sınırlı oranda feragat etmiş ve bunun sonucunda hasılat büyümeyesine katkı sağlamıştır. Şirket, 2021 yılı içerisinde fiyatlama ve kampanya politikalarına ilişkin standartlarını belirlemiştir olup projeksiyon döneminde de benzer kampanya takvimi ile brüt kar marjını koruyabileceğini öngörmüştür.

2022 Yılı FAVÖK Tahminlemesi:

2020 senesinde başlayan COVID-19 virusünün hızla yayılması nedeniyle alışveriş merkezleri ve mağazaların kapanması perakende sektörünü önemli ölçüde etkilemiştir. 2020 ve 2021 senesinde yaşanan bu global kriz özellikle ciroların önemli bir kısmını müşteri (ayak) trafiğinden elde eden gıda dışı perakende sektörü için büyük zorluklar yaratmış ve perakende sektörü pandemi etkisinin en fazla hissedildiği sektörlerin

başında gelmiştir. 2021 senesi ikinci yarısı itibarıyla açılmların yaygınlaşması ile beraber e-ticaret kanalına yönelen tüketicilerin, tekrar fiziksel kanallar ile alışveriş normaline döndüğü görülmüştür. Normalleşme adımlarıyla beraber, Şirket 2021 senesinde bir önceki senenin aynı dönemine göre net satışlarını %141 ve FAVÖK rakamını ise %162 arttırmıştır. Aynı dönemde ise FAVÖK marjı %31,8'e ulaşmıştır.

2020 yılında pandeminin yarattığı olumsuz ortama rağmen Şirket, e-ticaret satışlarına odaklanarak FAVÖK marjını bir önceki senenin biraz üzerinde gerçekleştirmiştir, 2021 yılında pandemi önlemlerinin gevşetilmesi ve hasılat büyümesinin etkisi (sürüm) ile %31,8'e ulaşmıştır.

Yukarıda yapılan açıklamalara istinaden 2022 yıl sonu FAVÖK rakamının 215,71 milyon TL olması beklenmektedir. 2020 yılında pandeminin yarattığı olumsuz ortama rağmen Şirket, e-ticaret satışlarına odaklanarak FAVÖK marjını bir önceki senenin biraz üzerinde gerçekleştirmiştir, 2021 yılında pandemi önlemlerinin gevşetilmesi ve hasılat büyümesinin etkisi (sürüm) ile %31,8'e ulaşmıştır. Şirket, 2019, 2020 ve 2021 senelerinde söz konusu marjını sürekli arttırmıştır. FAVÖK marji söz konusu yıllarda sırasıyla %28,1, %29,2 ve %31,8 olarak gerçekleşmiştir.

Fiyat tespit raporunda kullanılan varsayımlar ışığında Şirket, 2021 yılında %31,8 olan Amortisman Hariç Esas Faaliyet Karı (FAVÖK) marjinin projeksiyon dönemi boyunca da benzer şekilde %31,8 olarak gerçekleşmesini beklemektedir."

Bu varsayımlara göre oluşan projeksiyonlar aşağıdaki gibidir:

Bin TL	Satışlar & Operasyonel Karlılık Projeksiyonu				
	2022	2023	2024	2025	2026
Net Satışlar	678.852	986.219	1.388.113	1.830.066	2.319.808
Yıllık büyümeye (%)	88,6%	45,3%	40,8%	31,8%	26,8%
Satışların Maliyeti	(273.224)	(396.932)	(558.686)	(736.563)	(933.674)
Brüt Kâr	405.628	589.287	829.426	1.093.503	1.386.134
Brüt Kâr Marji	59,8%	59,8%	59,8%	59,8%	59,8%
Faaliyet Giderleri	(189.920)	(275.910)	(388.346)	(511.990)	(649.003)
Faaliyet Giderleri/Satışlar	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
FAVÖK	215.709	313.376	441.080	581.513	737.131
FAVÖK Marji	31,8%	31,8%	31,8%	31,8%	31,8%
Amortisman & İtfa Giderleri	(95.253)	(157.238)	(215.721)	(266.549)	(321.826)
FVÖK	120.456	156.138	225.359	314.964	415.306
FVÖK Marji	17,7%	15,8%	16,2%	17,2%	17,9%

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

7.1.2. Ticari İşletme Sermayesi İhtiyacı

31.12.2021 itibarıyla Şirket'in kendi işlettiği mağaza ve e-ticaret sitesinden elde ettiği hasılatın toplam hasılatla oranı %90,9 olarak gerçekleşmiştir. 2022 - 2026 dönemi için oluşturulan projeksiyonda, bahse konu oranın kademeli olarak artması ve %94,0'e ulaşması hedeflenmektedir. Buna paralel olarak vadeli çalışılan diğer kanalların (e-ticaret Pazar yerleri, toptan ve bayi) toplam hasıllattaki payının düşmesi beklenmektedir. Şirket, bu pay değişimi sebebiyle ticari alacak tahsilat günlerinde bir verimlilik yakalamayı hedeflemektedir. İşletme sermayesi projeksiyonunda, yaratılması planlanan bu verimlilik yansıtılmamış, ticari alacaklar öngörüsü 31.12.2021 tarihi itibarıyla hesaplanan ticari alacak gün sayısı üzerinden yapılmıştır. Stok tutma süresinde, Şirket'in büyümeye hedefleri göz önünde bulundurularak (sürüm yaratmak) bir miktar iyileşme öngörmektedir. 31.12.2021 itibarıyla 262 gün olan stok tutma süresinin

kademeli olarak 250 güne düşmesi hedeflenmektedir. 2021 yılında, önceki mali dönemlere göre düşüş göstererek 56 gün olarak gerçekleşen ticari borç ödeme süresinin 2022 - 2026 döneminde 60 gün seviyesinde olacağı öngörmüştür.

Etkin işletme sermayesi yönetimi ile Şirket, 2022-2026 dönemlerinde net ticari işletme sermayesinin satışlara oranında sınırlı bir iyileşme planlamaktadır.

Bin TL	Ticari İşletme Sermayesi İhtiyacı				
	2022	2023	2024	2025	2026
Ticari Alacaklar	27.099	39.368	55.411	73.054	92.603
Stoklar	192.082	273.615	382.054	503.695	638.488
Diğer Dönem Varlıklar	37.337	53.256	73.570	95.163	120.630
Ticari Borçlar	(89.430)	(137.490)	(192.592)	(250.953)	(315.451)
Diğer Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	(33.943)	(48.325)	(66.629)	(86.013)	(109.031)
Net İşletme Sermayesi	133.146	180.425	251.815	334.946	427.240
NİS/Satışlar	19,6%	18,3%	18,1%	18,3%	18,4%

Arac Takip Süresi	15	15	15	15	15
Stok Tutma Süresi	257	252	250	250	250
Borç Ödeme Süresi	58	60	60	60	60

Kaynak: Şirket, TSKB Kurumsal Finansman

7.1.3. Yatırım Harcamaları

Yatırım harcamaları temelde, yeni açılan mağazaların dekorasyon maliyetleri ve mevcut mağazaların yenilenmesi ve bakım onarımlarından oluşmaktadır. Şirket, 2022-2026 döneminde yeni mağaza açılışlarına devam etmemi planlamakta olup yurt içinde kendi işlettiği mağaza sayısını 2026 yılında 260'a çıkartmayı hedeflemektedir. Şirket'in ortalama metrekareleri yıllar itibarıyla artmış ve 2021 senesonunda mağaza başı 110 metrekareye ulaşmıştır. Projeksiyon dönemi için Şirket, yeni açılacak mağaza metrekarelerinin bu seviyelerde (110 metrekare) olacağını öngörmüştür. Bununla bağlantılı olarak yatırım maliyetlerinin sadece enflasyon oranı ile artması ve net satışlardaki enflasyon üzerinde büyümeye beklentisi ile yatırım harcamalarının satışlara oranının projeksiyon dönemi içerisinde kademeli olarak düşmesi öngörmüştür.

Bin TL	2022	2023	2024	2025	2026
Açılması Planlanan Mağaza Sayısı	35	25	25	25	20
Yatırım Harcamaları	30.795	30.842	37.820	43.342	40.919
Yatırım Harcamaları / Satışlar	4,5%	3,1%	2,7%	2,4%	1,8%

Kaynak: Şirket

7.1.4. Amortisman ve İtfa Giderleri

Bin TL	2022	2023	2024	2025	2026
Amortisman & İtfa Giderleri	95.253	157.238	215.721	266.549	321.826
Mevcut Varlıkların Amortismanı	9.413	9.413	9.413	4.707	-

Yeni Yatırımlardan Kaynaklanan Amortisman	6.259	12.065	18.911	26.680	33.888
Kira Sözleşmeleri Yükümlülüklerinden Kaynaklanan Amortisman	79.580	135.759	187.397	235.162	287.938
<i>Amortisman ve İtfa Giderleri / Satışlar</i>	<i>14,0%</i>	<i>15,9%</i>	<i>15,5%</i>	<i>14,6%</i>	<i>13,9%</i>

Kaynak: Şirket

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında:

Risksiz Getiri Oranı:

- Risksiz getiri oranı hesaplanırken TRT131130T14 ISIN'lı 10 yıllık devlet tahvili oranı baz alınmıştır,
- 2022 yılı için 29 Mart 2022 tarihinde geçerli olan 10 yıllık devlet tahvil getiri oranı olan %25,07 kullanılmıştır,
- Son dönemde faiz oranlarında yaşanan volatiliteden dolayı bekentilerin üzerinde seyreden Risksiz Getiri Oranı'nın 2023 senesinde yapılacak olası bir faiz artmasını sonrası yükseleceği, 2024 – 2026 yıllarıyla beraber düşüreceği öngörmüş ve söz konusu oranın 2023 - 2026 yılları arasında sırasıyla %26,27, %16,51, %16,07, %14,66 olarak gerçekleşeceği projekte edilmiştir,
- 2023 – 2026 yılları arasında projekte edilen risksiz getiri oranları hesaplanırken, ihtiyatlı davranış adına, TSKB Araştırma Departmanı enflasyon bekentilerinin* üzerine yıllık bazda "+4" puan eklenmiştir,
- Buna göre 2026 senesinde %14,66 olarak kabul edilen Risksiz Getiri Oranı'nın sonsuz büyümeye değeri hesabında da sabit kalacağı varsayılmıştır.

*TSKB enflasyon bekentisi 47. sayfada gösterilmiştir.

Risk primi:

- Türkiye'nin risk primi 2022 - 2026 yılları arasında %5,50 olarak kabul edilmiştir. Genel olarak Türkiye piyasasına yönelik oluşturulan raporlar ve Borsa İstanbul'da son gerçekleşen halka arzlar incelendiğinde, risk primi genel olarak benzer seviyelerde kabul görmektedir.

Beta:

- Standart modelde kullanılan ve sistematik riski ölçüyü varsayılan Beta, geçmiş belirli bir dönem için pay getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansının, borsa getirisinin varyansına bölünmesiyle istatistikî olarak hesaplanmaktadır. Borsa endeksini oluşturan tüm payların getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansı, borsa endeksinin varyansına eşit olduğundan, borsa endeksinin betası da "1,00" olarak hesaplanmaktadır. Pratikte alternatif yaklaşımlar kurgulanabilemeye birlikte, Şirket'in payları henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan ve bu sebeple istatistikî olarak paya özgü standart Beta hesabı yapılamayacağından, değerlendirme çalışmasında "Beta = 1,00" olarak kabul edilmiştir.

Özkaynak (Sermaye) maliyeti:

- Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (CAPM - Beklenen Getiri = Risksiz Faiz Oranı + Beta x Risk Primi) kullanılmıştır. Buna göre, özkaynak maliyeti 2022 – 2026 projeksiyon dönemi için sırasıyla %30,57, %31,77, %22,01, %21,57, %20,16 olarak hesaplanmıştır. Söz konusu bu oran, sonsuz değer hesabında da %20,16 olarak kabul edilmiştir.

Borçlanma maliyeti:

- Şirket'in 2022 senesi borçlanma maliyeti hesaplanırken, 01 Ocak - 18 Mart 2022 tarihleri arasında açıklanan ticari krediler faiz ortalamasının (%22,23) üzerine +4 puan risk primi eklenmiş ve %26,23 olarak hesaplanmıştır. 2023 – 2026 yılları için ise sözkonusu oran vergi öncesi %27,44, %17,59, %17,15, %15,72 olarak kabul edilmiştir.

Kurumlar vergisi:

- 17 Kasım 2020 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan "Payları Borsa İstanbul Pay Piyasasında ilk defa işlem görmek üzere en az %20 oranında halka arz edilen kurumların (bankalar, finansal kiralama şirketleri, faktoring şirketleri, finansman şirketleri, ödeme ve elektronik para kuruluşları, yetkili döviz müesseseleri, varlık yönetim şirketleri, sermaye piyasası kurumları ile sigorta ve reasürans şirketleri ve emeklilik şirketleri hariç) paylarının ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranı 2 puan indirimli olarak uygulanır. İndirimden yararlanılan hesap döneminden itibaren beş hesap dönemi içinde pay oranına ilişkin bu fikrada belirlenen şartın kaybedilmesi hâlinde, indirimli vergi oranı uygulaması nedeniyle zamanında tahakkuk ettirilmeyen vergiler vergi ziynet cezası uygulanmaksızın gecikme faizi ile birlikte tahsil edilir" denilmektedir. Bu kanuna istinaden kurumlar vergisi, projeksiyon döneminde (2022 – 2026) sırasıyla %21, %18, %18, %18, 2026 senesi ve sonsuz değer hesabında ihtiyatlı davranış adına %20 olarak alınmıştır.

Terminal (sonsuz) Büyüme Oranı:

- İNA yönteminde terminal büyümeye oranı %5,0 olarak alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM):

- Yukarıda anlatılan varsayımlar üzerinden değerlendirme yapılmış ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nin 2022 - 2026 dönemi sırasıyla %25,17, %28,99, %20,49, %20,07, %18,65. (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti sonsuz değer hesabında da %18,65 olarak kabul edilmiştir.

Tüm bu varsayımlar neticesinde AOSM hesabı aşağıdaki gibidir:

AOSM	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%
Vergi Oranı (%)	21,00%	18,00%	18,00%	18,00%	20,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti (%)	20,72%	22,50%	14,42%	14,06%	12,58%
Sermaye Maliyeti (%)	30,57%	31,77%	22,01%	21,57%	20,16%
Borç Oranı (%)	54,83%	30,00%	20,00%	20,00%	20,00%
AOSM (%)	25,17%	28,99%	20,49%	20,07%	18,65%

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

TSKB Enflasyon Beklentisi	2022	2023	2024	2025	2026
Enflasyon (%)	38,2%	22,3%	12,5%	12,1%	10,7%

Kaynak: TSKB Araştırma

İndirgenmiş Nakit Akımları

İNA yöntemi, Şirket'in öngörüler ile oluşturulması ve yukarıda anlatılan birden fazla parametreye bağlı olması nedeniyle, herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Parametrelerin ve buna bağlı olarak projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermeye değeri ve pay değerine ulaşılabilir.

Tüm bu varsayımlar altında aşağıda yer alan serbest nakit akışı projeksiyonları, %5,0 sonsuz büyümeye oranı ve değişken AOSM ile indirgenen verilerle çıkan sonuctan 31 Aralık 2021 bilanço tarihindeki 51,50 mn TL net borç düşüldüğünde 1.272,4 milyon TL özsermeye değerine ulaşılmaktadır.

İNA analizi sonucunda, SUWEN'in 50 milyon TL ödenmiş sermayesine göre hesaplanan iskonto öncesi pay değeri 25,45 TL'dir.

Bin TL	Serbest Nakit Akımları - İNA				
	2022	2023	2024	2025	2026
Net Satışlar	678.852	986.219	1.388.113	1.830.066	2.319.808
Yıllık büyümeye (%)	88,6%	45,3%	40,8%	31,8%	26,8%
FVÖK	120.456	156.138	225.359	314.964	415.306
<i>FVÖK Marji</i>	17,7%	15,8%	16,2%	17,2%	17,9%
Amortisman ve İtfa Giderleri	95.253	157.238	215.721	266.549	321.826
FAVÖK	215.709	313.376	441.080	581.513	737.131
<i>FAVÖK Marji</i>	31,8%	31,8%	31,8%	31,8%	31,8%
Net İşletme Sermayesi Değişimi	(56.333)	(47.279)	(71.390)	(83.131)	(92.294)
Vergi	(25.296)	(28.105)	(40.565)	(56.694)	(83.061)
Kullanım Hakkı Varlıklarları	(79.580)	(135.759)	(187.397)	(235.162)	(287.938)
Yatırım Harcamaları	(30.795)	(30.842)	(37.820)	(43.342)	(40.919)
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%	60,1%	57,2%	48,1%	42,5%
İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	18.938	42.906	59.399	78.515	99.072
İNA Toplamı	298.830				
Terminal Büyümeye Oranı	5,0%				
Terminal Değer (TD)	2.409.973				
TD'nin Bugünkü Değeri	1.025.080				
Firma Değeri	1.323.910				
Net Finansal Borç (31.12.2021)	51.498				
Özsermeye Değeri	1.272.412				

7.1.5. Net Finansal Borç

Şirket'in net finansal borcunun hesaplanmasında 31.12.2021 tarihli denetimden geçmiş finansal tablolar kullanılmıştır. Net finansal borç, Şirket'in kısa ve uzun vadeli finansal borçlarından, nakit ve nakit benzerleri çıkartılarak hesaplanmaktadır. Özsermaye Değeri hesaplanırken Düzeltilmiş Net Finansal Borç, Firma Değeri'nden düşülmektedir. İNA hesaplamasında Serbest Nakit Akımları hesaplanırken kiralama sözleşmelerinden kaynaklı yükümlülükler kalemi hali hazırda nakit akımlarından düşüldüğü için Düzeltilmiş Net Finansal Borç hesabında kısa ve uzun vadeli kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler dahil edilmemiştir.

Düzeltilmiş Net Finansal Borç Özeti	(Bin TL)
(+) Toplam Finansal Borç	61.680
Kısa Vadeli Borçlanmalar	14.944
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	34.730
Diğer Finansal Yükümlülükler	-
Uzun Vadeli Borçlanmalar	12.006
(-) Toplam Nakit ve Nakit Benzerleri	10.182
Net Finansal Borç	51.498

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporu

Net Finansal Borç Özeti	(Bin TL)
(+) Toplam Finansal Borç	142.056
Kısa Vadeli Borçlanmalar	14.944
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	34.730
Diğer Finansal Yükümlülükler	-
Kısa Vadeli Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	35.523
Uzun Vadeli Borçlanmalar	12.006
Uzun Vadeli Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	46.854
(-) Toplam Nakit ve Nakit Benzerleri	10.182
Net Finansal Borç	131.874

Kaynak: Şirket Bağımsız Denetim Raporu

İNA Değerleme Sonucu

Şirketin 2022-2026 yılı için yapılmış projeksiyonundan her sene için Serbest Nakit Akımları (SNA) elde edilmiştir. Serbest Nakit Akımları'nın her birinin ilgili yıla ait indirgeme oranı ile indirilmesi suretiyle İNA hesaplanmıştır.

İNA Değerleme Özeti	(Bin TL)
İNA Firma Değeri	1.323.910
Toplam Düzeltmiş Net Finansal Borç	51.498
Öz Sermaye Değeri	1.272.412
İskontosuz Birim Pay Değeri (TL)	25,45

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

7.2. Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizi kapsamında hem Türkiye hem de yurt dışında benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketler incelenmiştir. Değerlemeye baz oluşturacak çarpanların bulunmasında kullanılacak şirketlerin belirlenmesinde ilgili şirketlerin iç giyim, ev giyim, plaj giyim ve çorap pazarında aktif bir ürün gamımasına dikkat edilmiştir.

Karşılaştırılabilir Şirketler Analizi ve Gruplandırma Kriterleri

Şirket faaliyet gösterdiği sektör göz önünde bulundurulduğunda bu alanda faaliyet gösteren birçok şirket bulunmaktadır. Bu benzer şirketler 3 gruba ayrılarak her biri kendi içinde değerlendirilmiştir. Türkiye ve gelişmekte olan ülkeler giyim perakendecileri, iç çamaşırı, pijama ürünleri üzerine faaliyet gösteren giyim firmaları ve gelişmiş ülkeler giyim perakendecileri sırasıyla; Grup1, Grup2 ve Grup3 olarak değerlendirilmiştir.

Grup1 değerlendirmesinde baz alınan temel kriter, benzer ülke risk primine ve yüksek büyümeye potansiyeline sahip olmalıdır. Grup2 için baz alınan kriter, Şirket'in ana faaliyet konusunda satış yaptığı ürünlerin yüksek benzerlik gösteriyor olmalıdır. Grup3 için temel değerlendirme kriteri ise faaliyet gösterilen giyim perakende sektöründe lider oyuncuların bulunması ve büyümeye oranlarının gelişmekte olan ülkelere nispeten daha düşük olmasıdır.

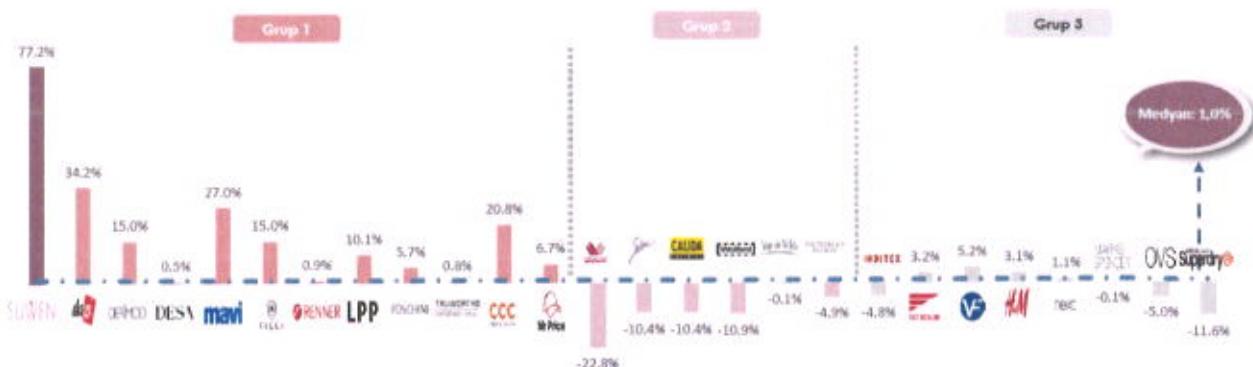
Aşağıdaki tabloda grupların açıklamaları ve gruplandırmalara dahil edilen şirketlerin logoları bulunmaktadır:

Gruplar	Grup Tanımları	Grup Özellikleri	Şirketler
① GRUP 1: Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülkeler Giyim Perakendecileri	Giyim – Perakende sektöründe ve gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren lider firmalar	Benzer ülke risk primine sahip olmaların ve yüksek büyümeye potansiyeline sahip olmaları	 DERMOO  YUKADA LPP  TEGIMENT Mr Price  RENNER FOSCHINI 
② GRUP 2: İç Çamaşırı, Gecelik, Pijama Ürünleri Özne Faaliyet Gösteren Giyim Firmaları	İç çamaşırı, gecelik, pijama ürünlerini üretip/satıp lider firmalar	Ortun bazında yüksek benzerlik	   Van de Velde 
③ GRUP 3: Gelişmiş Ülkeler Giyim Perakendecileri	Giyim – Perakende sektöründe ve gelişmiş olan ülkelerde faaliyet gösteren lider firmalar	Faaliyet gösterdikleri alanda lider oyuncular ve büyümeye oranları gelişmekte olan ülkelerdeki firmalarla göre daha düşük	 H&M next  OVS Superdry®

Son Üç Mali Dönem Net Satışlar* YBBO

Şirket belirlemiş olduğu bu gruplandırmalarla birlikte bazı finansallar üzerinden kıyaslamalar yapmıştır. Yapılan ilk kıyaslama şirketlerin son üç mali yıl içerisindeki yıllık birleşik büyümeye oranları üzerinde olmuştur. Suwen 2019 - 2021 yılları arasında yıllık ortalama %77,2 net satış büyümesi gerçekleştirmiştir. 3 grup içinde en yüksek YBBO'ya sahip olan Şirket, bu noktada rakiplerinin oldukça üzerinde performans sergilemiştir.

Net Satışlar* – YBBO (Son 3 Mali Dönem**)



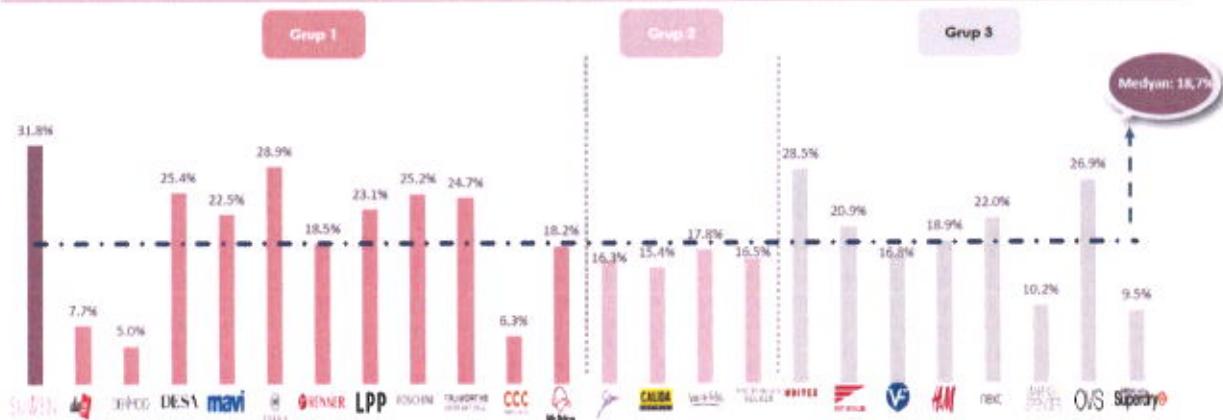
Kaynak: Reuters

*Net satış değerleri şirketlerin borsada kote oldukları ülkelerin para birimi baz alınarak hesaplanmıştır.

Son Mali Dönem FAVÖK Marjı

Şirket 2021 yılında FAVÖK marjını %31,8 olarak gerçekleştirmiştir. Belirlenmiş olan 3 grup içinde en yüksek FAVÖK marjına sahip olan Şirket, benzer iş kollarında faaliyet gösteren rakiplerine göre daha iyi performans sergilemiştir.

FAVÖK Marjı* (Son Mali Dönem**)



Kaynak: Reuters

Piyasa çarpanları kapsamında incelenen şirketler benzerlik ve firma değeri büyülükleri bakımından 3 gruba ayrılmış olup, her bir grup için belirli oranlarda ağırlıklandırılarak ortalama bir çarpan sonucu belirtilmiştir. Grup1 firmaları Türkiye ve gelişmekte olan ülkelerde giym perakendecileri olup, yüksek büyümeye potansiyeline sahip olmaları ve benzer ülke risk primine sahip olmaları sebebiyle Suwen'e benzerlik gösterdiği düşülmektedir. Aynı şekilde Grup2 firmaları da iç çamaşırı, gecelik, pijama ürünlerini üreten/satan ve ürün bazında Suwen'e benzerlik göstermektedir. Grup3 firmaları ise gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren, ürün bazında Suwen'e benzeyen, olgunlaşmış dolayısıyla da Suwen'e kıyasla daha yavaş büyüyen firmalardır. Bu sebeple Firma değeri incelenirken yapılmış olan ağırlıklandırma; Grup1, Grup 2 ve Grup 3 için sırasıyla %40, %40 ve %20 olarak belirlenmiştir.

TÜRKİYE SINAI KALKINMA BANKASI A.Ş.
Merkez Ofisi: Cad. 8/A, Fındıklı 34427 İSTANBUL
Telefon No: 42527 / www.tskb.com.tr
Büyük Mükellefler VD: 879 906 3309

Piyasa Çarpanları analizi kapsamında kullanılan şirketlerin temel piyasa bilgileri ve değerlendirme rasyoları aşağıdaki tablolarda verilmektedir. Değerleme kapsamında, 2021 yılı FD/FAVÖK, F/K çarpanları ve 2022 yılı için tahmini FD/FAVÖK, F/K çarpanları kullanılmıştır.

Piyasa Çarpanları analizi kapsamında, FD/FAVÖK çarpanı hesabında 20,0x ve üstü, F/K çarpanı hesabında ise 30,0x ve üstü "uç değer" olarak kabul edilmiş ve değerlendirmeye katılmamıştır.

7.2.1. Grup 1 Benzer Şirket Çarpanları

Grup 1 için belirlenmiş şirketlerin, ülke isimleri, 2021 yılı ve 2022 yılı tahmini Firma Değeri/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç çarpan değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Şirket	Ülke	Kısa Bilgi
Dagi	Türkiye	Dagi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Dagi) Türkiye merkezli bir tekstil şirketidir. Ürünleri arasında kadın ve erkek iç giyim, eşofman, çorap, mayo ve pijamalar bulunmaktadır. Dagi, 1989 yılında İstanbul Şişli'de ilk mağazasını açtı. Şirketin Türkiye'nin birçok bölgesinde mağazaları bulunmaktadır. Türkiye'deki mağazaların yanı sıra Azerbaycan, Fas, Irak, Kıbrıs, Lübnan, Rusya ve Suriye'de de mağazaları bulunmaktadır.
Vakko	Türkiye	Vakko Tekstil ve Hazır Giyim Sanayi İşletmeleri A.Ş. erkekler ve kadınlar için hazır giyim tasarıyan, üreten, satışı yapan Türkiye merkezli bir şirkettir. Vakko Eşarp, Vakko Erkek ve Vakko Kadın Mağazaları, Vakko Couture, V2K Designers ve Vakko Wedding, Vakkorama, W Collection ile moda ürünler; Vakko Çikolata, Vakko Çay Atölyesi, Vakko Kahve Atölyesi ve Vakko Patisserie Petit Four ile yiyecek ve içecek ürünleri sunmaktadır.
Desa	Türkiye	Desa Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş., deri giyim ve aksesuar tasarımları, üretimi, pazarlaması ve satışı yapan Türkiye merkezli bir şirkettir. Şirket, bay ve bayan deri giyim, ayakkabı, seyahat eşyası, çanta, kemer, ev ve ofis aksesuarları, mobilya ve uçak döşemeleri üretmektedir. DESA; Çorlu, Düzce ve Halkalı'da üç üretim tesisinin yanı sıra Tuzla Serbest Ticaret Bölgesi'nde bir kurumsal şubeyi işletmektedir. DESA, kendi mağazalarının yanı sıra Samsonite ve Aerosoles Shoes markalarının franchise mağazalarını da işletmektedir.
Mavi	Türkiye	Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş., Mavi markası altında hem kadın hem de erkek giyim ve aksesuar tasarımları ve üretimi yapan Türkiye merkezli bir firmadır. Şirket; pantolon, ceket, gömlek, şort, elbise, etek ve jogger pantolon sunmaktadır. Şirket, özellikle Türkiye, Amerika Birleşik Devletleri, Kanada, Avrupa'da ve Rusya'da 390'den fazla tek markalı Mavi mağazası işletmektedir. 5.000'i aşkın küresel satış noktası ve bir çevrimiçi mağazaya sahiptir. Türkiye'de 200'den fazla tek markalı perakende mağazası, 60'tan fazla franchise ile işletilen tek markalı perakende mağazasına sahiptir. Toptan satış ortakları arasında Nordstrom, Bloomingdale's ve Peek & Cloppenburg bulunmaktadır.
Derimod	Türkiye	Derimod Konfeksiyon Ayakkabı Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş., yurt içi ve yurt dışında deri giyim, çanta, cüzdan ve evrak çantası gibi aksesuarlarının yanı sıra kumaş üretimi ve pazarlaması yapan Türkiye merkezli bir şirkettir. Şirket ayrıca ülkeyinde birçok perakende mağazası bulunmaktadır. Ayrıca Derimod'un New York, Moskova ve Milano'da temsilcilikleri bulunmaktadır.
Lojas Renner SA	Brezilya	Lojas Renner SA, ağırlıklı olarak giyim ve moda aksesuarlarının perakende satışıyla ilgilenen Brezilya merkezli bir şirkettir. Şirketin faaliyetleri kadın, erkek ve çocuk giyim eşyası, iç giyim ve ayakkabı, spor giyim, parfümeri, kozmetik, tuvalet ürünler, lıgili ürünler, saatler ve ev ve dekorasyon aksesuarlarının satışına odaklanmaktadır. Aynı zamanda Şirket, Dromegon Participaçoes Ltda, Renner Administradora de Cartões de Credito Ltda ve Maxmix Comercial Ltda dahil olmak üzere bir dizi iştirakleri aracılığıyla faaliyetlerine devam etmektedir.
LPP SA	Polonya	LPP, giyim ve aksesuar endüstrisinde faaliyet gösteren Polonya merkezli bir şirkettir. Şirket, tişört, gömlek, süveter, mont, pantolon ve elbise gibi iç giyim ve ayakkabı, eldiven, atkı ve şapka gibi aksesuarlarının tasarım ve dağıtım konusunda faaliyet göstermektedir. LPP, Orta ve Doğu Avrupa'nın yanı sıra Mısır ve Katar'daki çok sayıda mağazadan oluşan bir ağı aracılığıyla faaliyet göstermektedir. Ayrıca, özellikle Polonya'da markalarına online alışveriş imkanı sunmaktadır. Şirket, RESERVED, Cropp, House, MOHITO ve SiNSAY gibi çeşitli markalara sahiptir.

Şirket	Ülke	Kısa Bilgi
Foschini Group LTD	Güney Afrika	Foschini Group Limited bir yatırım holding şirkettir. Şirketin segmentleri arasında bölümü, Tam, FIX bölümü, Foschini bölümü, Mücevher bölümü, Markham bölümü ve Spor bölümü, perakende giyim, mücevher, kozmetik, cep telefonları ve ev eşyaları ve mobilyalardan oluşan Perakende ticaret bölgeleri bulunmaktadır.
Truworths International LTD	Güney Afrika	Truworths International Ltd, bir yatırım holding ve yönetim şirkettir. Truworths işletmesi esas olarak Güney Afrika'da faaliyet gösteriyor ve yaklaşık sekiz Afrika Ülkesinde mağazaları bulunmaktadır. Şirket, Güney Afrika'da bayanlar, erkekler, gençler ve çocuklar için kendi seçkin markalarından oluşan geniş bir portföyde giyim ve ayakkabı sunan bir moda giyim perakendecisidir. Markaları arasında Truworths, Truworths Man, Daniel Hechter, Inwear, Identity ve LTD bulunmaktadır.
CCC SA (Christine Cotton Club)	Polonya	CCC, ayakkabı pazarında faaliyet gösteren Polonya merkezli bir şirkettir. Şirket, spor ayakkabı, çocuk, kadın ve erkek ayakkabı dahil olmak üzere çeşitli model ve marka ayakkabı üretimi ve satış yapmaktadır. Ayrıca aksesuarlar ve giysi sektöründe de faaliyet bulmaktadır.
Mr Price Group LTD	Güney Afrika	Mr Price Group Limited Şirketi bir moda perakendeci şirkettir. Şirket, giyim, ev ve finansal hizmetler segmentleri aracılığıyla faaliyet göstermektedir. Giyim segmenti; giyim, spor giyim, ayakkabı, spor malzemeleri ve aksesuarlarının perakende satışını yapmaktadır. Ev segmenti, ev eşyası ve mobilya satmaktadır.

Kaynak:Bloomberg, Thomson Reuters, İlgili Internet Siteleri

Söz konusu kriterlere göre şekilleden "Grup 1" FD/FAVÖK ve F/K çarpan hesaplaması aşağıdadır:

Şirket	Ülke	FD/FAVÖK*		F/K**	
		2021	2022T	2021	2022T
Dagi	Türkiye	29,9x	m.d.	-30,5x	m.d.
Vakko	Türkiye	5,1x	m.d.	9,4x	m.d.
Desa	Türkiye	6,5x	m.d.	13,2x	m.d.
Mavi	Türkiye	3,4x	3,8x	9,0x	11,5x
Derimod	Türkiye	6,8x	m.d.	81,9x	m.d.
Lojas Renner Sa	Brezilya	16,6x	10,8x	38,6x	21,9x
LPP SA	Polonya	17,7x	7,5x	19,2x	15,9x
Foschini Group LTD	Güney Afrika	9,1x	6,1x	56,4x	15,3x
Truworths International LTD	Güney Afrika	6,3x	5,5x	11,2x	8,9x
Christine Cotton Club SA	Polonya	19,4x	9,2x	m.d.	49,4x
Mr. Price Group LTD	Güney Afrika	11,0x	9,2x	21,6x	17,0x
MEDYAN		7,9x	7,5x	12,2x	15,6x

Kaynak: Bloomberg, Thomson Reuters, Rasyonet

*Grup 1 içerisinde değerlendirilmiş Dagi şirketi 2021 senesi Firma Değeri/FAVÖK çarpanı üç değer olarak nitelendirildiği için değerlendirme kapsamında dikkate alınmamıştır.

**Grup 1 içerisinde değerlendirilmiş Dagi, Derimod, Lojas Renner Sa, Foschini Group LTD şirketleri 2021 senesi F/K çarpanı üç değer olarak nitelendirildiği için değerlendirme kapsamında dikkate alınmamıştır.

**Grup 1 içerisinde değerlendirilmiş Christine Cotton Club (CCC SA). 2022 senesi tahmini F/K çarpanı üç değer olarak nitelendirildiği için değerlendirme kapsamında dikkate alınmamıştır.

**Grup 1 F/K çarpanı hesaplanırken, 2021 sene sonu değerleri açıklanmayan şirketlerin son 12 ay çarpanları dikkate alınmıştır. (LPP Sa şirketinin son 12 ay F/K değeri analize katılmıştır.)

7.2.2. Grup 2 Benzer Şirket Çarpanları

Grup 2 için belirlenmiş şirketlerin, ülke isimleri, 2021 yılı ve 2022 yılı tahmini Firma Değeri/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç çarpan değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Şirket	Ülke	Kısa Bilgi
Hanesbrands INC	Amerika Birleşik Devletleri	Hanesbrands, Hanes, Champion, Maidenform, DIM, Bali, Playtex, Bonds, JMS / Just My Size gibi giyim markaları altında Amerika, Avrupa, Avustralya ve Asya / Pasifik'te temel iç giyim ve spor giyim şirketidir. İç giyim segmenti, erkek iç giyim, kadın külöt, çocuk iç giyim ve çorap gibi temel giyim ürünlerine odaklanmaktadır. Şirket, Champion, Hanes ve JMS / Just My Size markalarıyla spor giyim pazarında faaliyet göstermektedir.
Thai Wacoal PCL	Tayvan	Wacoal Holdings Corp., ağırlıklı olarak kadın iç giyim, gecelik ve çocuk iç giyim olmak üzere iç giyim üretimi ve toptan satış yapan bir holding şirketidir. Ayrıca şirket; dış giyim, spor giyim ve diğer tekstil ürünleri satışını da yapmaktadır.
Sabina PCL	Tayland	Sabina PCL, bayan iç giyim üretimi ve satışı yapan Tayland merkezli bir şirkettir. Şirketin fabrikaları Tayland'ın Chainat, Yasothon ve Buriram bölgelerinde bulunmaktadır. Şirket, ürünlerini Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa ve İskandinavya gibi denizarası ülkelere ihrac etmektedir. Sütyen, iç çamaşırı, külöt ilgili ürünler; farklı yaşlardaki kadınlara hizmet etmek üzere tasarlanmıştır.
Calida Holding	İsviçre	Calida Holding, giyim sektöründe faaliyet gösteren İsviçre merkezli bir holding şirketidir. Şirket, markalı giyim ürünlerinin yanı sıra mobilya da üretir. Şirket faaliyetlerini beş iş kolunda yürütmektedir. Bunlardan birisi AUBADE markalı iç çamaşırıları içerir.
Wolford	Avusturya	Wolford, hazır giyim ve iç giyim, aksesuar üretimi ve pazarlamasıyla uğraşmaktadır. Ayrıca şirket tayt, çorap, uzun çoraplar ve diz altılarından tayt ve çoraplara kadar çeşitli çorap çeşitlerini müşterilerine sunmaktadır.
Van de Velde N.V.	Belçika	Van de Velde N.V., bağlı ortaklıklarla birlikte kadın iç çamaşırlarını kendi markaları altında tasarlayan, geliştiren, üreten ve pazarlayan Belçika merkezli bir şirkettir. Şirket, ürünlerini Marie Jo, Marie Jo L'Aventure, PrimaDonna, PrimaDonna Twist, PrimaDonna Swim ve Andres Sarda markaları altında pazarlamaktadır.
Victoria's Secret & Co	Amerika	Victoria's Secret Amerikalı bir moda şirketi, perakendeci Limited Brands'ın bir parçasıdır. Ağırlıklı olarak kadın iç çamaşırı, pijama, dış giyim, mayo, ayakkabı, parfüm, şampuan ve vücut losyonları gibi ve aynı zamanda güzellik ürünleri satışı vardır.

Kaynak: Bloomberg, Thomson Reuters, İlgili Şirket Siteleri

Şirket	Ülke	FD/FAVÖK*		F/K**	
		2021	2022 T	2021	2022T
Hanesbrands INC	ABD	7,7x	8,0x	8,2x	8,6x
Thai Wacoal PCL	Tayland	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Sabina PCL	Tayland	18,2x	14,1x	25,9x	18,5x
Calida Holding	İsviçre	10,2x	9,6x	28,8x	23,2x
Wolford AG	Avusturya	m.d.	m.d.	m.d.	m.d.
Van de Velde N.V.	Belçika	9,2x	8,1x	17,0x	15,1x
Victoria's Secret & Co	Amerika	4,4x	4,2x	7,2x	7,5x
MEDYAN		9,2x	8,1x	17,0x	15,1x

Kaynak: Bloomberg, Thomson Reuters, Rasyonet

*Grup 2 içerisinde bulunan Thai Wacoal ve Wolford şirketleri Firma Değeri/FAVÖK ve F/K çarpanları mevcut olmadığından değerlendirme kapsamında dikkate alınmamıştır.

7.2.3. Grup 3 Benzer Şirket Çarpanları

Grup 3 şirketlerinin Suwen'e göre önemli ölçüde daha büyük şirketler olması ve gelişmiş ülkede faaliyet gösteren firmalar olması sebebiyle çarpanlarına %15 iskonto uygulanmıştır.

Grup 3 için belirlenmiş şirketlerin , ülke isimleri, 2021 yılı ve 2022 yılı tahmini Firma Değeri/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç çarpan değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Şirket	Ülke	Kısa Bilgi
Industria de Diseno Textil	İspanya	Inditex olarak bilinen Industria de Diseno Textil SA, ağırlıklı olarak tekstil endüstrisinde faaliyet gösteren İspanya merkezli bir şirkettir. Şirketin faaliyetleri arasında erkek, kadın ve çocuk giyim, ayakkabı ve moda aksesuarlarının yanı sıra ev mobilyaları ve ev tekstili ürünlerinin tasarım, konfeksiyonu, üretimi, dağıtım ve perakende satışı yer almaktadır. Zara, Bershka, Stradivarius, Oysho, Pull & Bear ve Massimo Dutti markaları altında giyim satışı yapmaktadır. Şirket, çok sayıda yan kuruluş aracılığıyla dünya çapında faaliyet göstermektedir.
Fast Retailing Co	Japonya	Fast Perakendecilik Co Ltd, Japonya merkezli bir holding şirketidir. Şirket, dört faaliyet alanıyla faaliyet göstermektedir. UNIQLO markası altında Japonya pazarında erkek, kadın, çocuk ve bebek giyafetleri gibi gündelik giyafetlerin yanı sıra diğer ürünlerin satışı ile ilgilenmektedir. Şirket ayrıca gayrimenkul kiralama ve diğer işlerle de uğraşmaktadır.
Hennes & Mauritz AB (H&M)	İsveç	Hennes & Mauritz AB, giyim endüstrisinde faaliyet gösteren İsveç merkezli bir şirkettir. H&M, H&M Home, COS, Monki, Weekday, Cheap Monday ve & Other Stories gibi markalar altında faaliyet göstermektedir. Giyim eşyalarının ve ilgili aksesuarların tasarım, üretimi ve pazarlaması ile uğraşmaktadır. Şirketin ürün yelpazesi, erkek, kadın, çocuk ve gençlere yönelik iç giyim ve spor giyafetleri, ayrıca kozmetik ürünler, aksesuarlar, ayakkabılar ve ev tekstili ürünlerinden oluşmaktadır. Şirket, ürünlerini 40'tan fazla pazara yayılmış bir dizi markalı mağazada sunmaktadır.
V.F. Corporation	Amerika Birleşik Devletleri	V.F. giyim, ayakkabı ve ilgili ürünlerin tasarım, üretimi, tedariki, pazarlaması ve dağıtım ile ilgilenmektedir. Dış giyim, ayakkabı, kot, sırt çantası, bavul, aksesuar, spor giyim, mesleki ve performans giyim kategorilerinde bir marka portföyüne sahiptir. Markaları arasında öncelikle The North Face, Vans, Timberland ve Kipling bulunmaktadır.
Next Plc	İngiltere	NEXT plc giyim, ayakkabı, aksesuar, güzellik ve ev ürünleri sunan Birleşik Krallik merkezli bir perakendecidir. Şirketin birkaç farklı iş kolu üzerinden faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirket Birleşik Krallik ve İrlanda'da 500'den fazla mağazadan oluşan bir zincirdir. Şirketin franchise ortakları 32'den fazla ülkede yaklaşık 199 mağaza işletmektedir.
Marks and Spencer Group (M&S)	İngiltere	Marks and Spencer Group (M&S), dünya çapında 1.380'den fazla mağazası ile İngiltere'de bulunan bir perakendecidir. Şirket, Marks & Spencer Şirketler Grubu'nun holding şirketidir. Şirket, kadın giyim, iç giyim, erkek giyim, çocuk giyim, güzellik ve ev ürünlerini satmakta ve müşterilerine yaklaşık 300 tam kapsamlı mağaza aracılığıyla hizmet vermektedir. Sahip olduğu 220'den fazla ve yaklaşık 350 franchise Simply Food mağazası dahil olmak üzere yaklaşık 910 mağazası İngiltere'de bulunmaktadır.
OVS	İtalya	OVS, erkek giyim, kadın giyim ve çocuk giyim tasarılayan, geliştiren ve satan İtalya merkezli bir moda şirketidir. Şirket, diğerlerinin yanı sıra giyim, aksesuar, ayakkabı, spor giyim ve ev mobilyası gibi geniş bir yelpazede farklı ürünler sunmaktadır. OVS ve UPIM markalarının sahibidir ve aynı ticari markalar altında e-mağazalara sahiptir. Toplamda 1.600'den fazla mağazaya sahiptir.
Superdry	İngiltere	Superdry, dünya çapında yaklaşık 670'den fazla satış noktasında Superdry markası altında hazır giyim, erkek giyim, kadın giyim ve aksesuar tasarımları, üretir ve satar.

Kaynak: Thomson Reuters, İlgili Şirket Siteleri

TÜRKİYE SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
Merkez Ofisi: İstiklal Cadd. 87, Fındıklı 34427 / İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 42527 / www.tsb.com.tr
Büyük Mükellefler VD: 878 003 3309

Şirket*	Ülke	FD/FAVÖK*		F/K**	
		2021	2022 T	2021	2022T
Industria de Diseno Textil	İspanya	12,7x	8,0x	46,8x	17,5x
Fast Retailing Co	Japonya	14,7x	13,7x	39,1x	33,5x
Hennes & Mauritz A (H&M)	İsveç	7,3x	6,8x	22,1x	17,4x
V.F. Corporation	ABD	26,3x	14,0x	18,9x	17,9x
Next Plc	İngiltere	13,9x	8,6x	28,5x	12,0x
Marks and Spencer Group	İngiltere	7,6x	4,9x	70,6x	7,4x
OVS	İtalya	8,7x	12,3x	m.d.	10,7x
Superdry	İngiltere	11,6x	6,0x	m.d.	16,9x
MEDYAN		11,6x	8,3x	22,1x	16,9x

Kaynak: Bloomberg, Thomson Reuters, Rasyonet

*Grup 3 içerisinde değerlendirilmiş V.F. Corporation şirketi 2021 senesi Firma Değeri/FAVÖK çarpanı üç değer olarak nitelendirildiği için değerlendirme kapsamında dikkate alınmamıştır.

** Grup 3 içerisinde değerlendirilmiş Industria de Diseno Textil, Fast Retailing Com ve Marks and Spencer Group (M&S) 2021 senesi F/K çarpanları üç değer olarak nitelendirildiği için değerlendirme kapsamında dikkate alınmamıştır.

*** Grup 3 içerisinde değerlendirilmiş Fast Retailing Co. 2022 senesi F/K çarpanı üç değer olarak nitelendirildiği için değerlendirme kapsamında dikkate alınmamıştır.

Yapılan gruplandırma çarpanları Grup1 için %40, Grup2 için %40 ve Grup3 için %20 oranında ağırlıklandırılarak elde edilen çarpanların ortalamaları yansıtılmıştır;

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

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

*Grup 3 Benzer Şirket Analizi hesaplamasında %15 iskonto uygulanmıştır.

Grup1, Grup2 ve Grup3 olarak nitelendirilmiş, ilgili ülke borsalarında işlem gören benzer şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K 2021 yılı ağırlıklandırılmış çarpanları sırasıyla;

- FD/FAVÖK = 8,8x,
- F/K = 15,4x olarak hesaplanmıştır.

FD/FAVÖK ve F/K 2022 yılı tahmini ağırlıklandırılmış çarpanları ise sırasıyla;

- FD/FAVÖK = 7,6x,
- F/K = 15,2x olarak hesaplanmıştır.

7.2.4. Piyasa Çarpanları Analizi Değerleme Sonucu

Piyasa çarpanları analizi sonucu ortaya çıkan firma değeri ve öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

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 (TL)	20,80			

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

*2021 sene sonu ve 2022T F/K çarpanları kullanılarak bulunan değer "Özsermaye Değeri" olarak kabul edilmiştir.

8. Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları (INA) ve piyasa çarpanları analizi kullanılmıştır. İndirgenmiş nakit akımları yaklaşımı ile hesaplanan özsermaye değerine %50, kendi içinde farklı ağırlıklara sahip olan piyasa çarpanları analizine de aynı oranda %50 vererek 1.156,3 milyon TL halka arz öncesi özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Değerleme çalışması sonucunda bulunan, ağırlıklandırılmış öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Değerleme Özeti (Bin TL)	Öz Sermaye Değeri**	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.272.412	50%	636.206
Piyasa Çarpan Analizi*	1.040.153	50%	520.077
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri			1.156.283

* FD/FAVÖK 2021, FD/FAVÖK 2022T, F/K 2021 ve F/K 2022T çarpanları ile ortaya çıkan değerlerin ağırlıklı ortalamasıdır.

** Şirket'in özsermaye değeri hesaplanırken İndirgenmiş Nakit Akımları'ndan elde edilen firma değerinden IFRS 16 kapsamında düzeltilmiş net borç tutarı, Çarpan Analizi kapsamında ise Şirket'in firma değerinden toplam net borç tutarı hesaplamaya dahil edilmiştir.

Söz konusu değerin halka arz öncesi ödenmiş sermayeye (50.000.000 TL) bölünmesi sonucunda iskonto öncesi pay değeri **23,13 TL** olarak hesaplanmıştır. Elde edilen bu değere **%20,00** halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz birim pay fiyatı **18,50 TL** olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri (TRY 000)	1.156.283
Ödenmiş Sermaye (TL)	50.000.000
Birim Pay Değeri (TL)	23,13
Halka Arz İskontosu (%)	%20,00
İskontolu Öz Sermaye Değeri (TRY 000)	925.004
İskontolu Birim Pay Değeri (TL)	18,50

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

9. Ekler

9.1. Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No: 156
06530 Ankara

04.04.2022

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

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

Saygılarımızla,

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

TÜRKİYE SİNAI KALKINMA BANKASI A.Ş.
Şenlik Mahallesi Caddesi 81 Fırdıkkı 34427 İSTANBUL
Ticaret Sicil No: 42527 / www.tskb.com.tr
Posta Mükellefîler V.D. 879 003 3309

Onur Aksoy
Müdür

Hakan Aygen
Genel Müdür Yardımcısı

9.2. Yetkinlik Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansman Dairesi Başkanlığı

04.04.2022

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Kimteks Poliüretan San. ve Tic. A.Ş.'nin ("Şirket") şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 06.12.2021 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuza duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca Gayrimenkul Dışı Varlıkların Değerlemesinde Uyulacak Genel Esaslar'da belirtilen;

- Bir kalkınma ve yatırım bankası olarak, değerlendirmeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen en az 5 çalışana,
 - Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne,
 - Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
 - Müşteri kabulü, çalışanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
 - Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
 - Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına,
- sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlamış olduğu III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

TÜRKİYE SINAİ KALKINMA BANKASI ANONİM ŞİRKETİ

Onur Aksoy
Müdür

TÜRKİYE SINAİ KALKINMA BANKASI A.Ş.
Meclis Üyeleri Cad. 81 Fırdıkkı 34427 İSTANBUL
Telefon No: 42527 / www.tskb.com.tr
Büyük Mükellefler V.D. 87 Hakan Aygen
Genel Müdür Yardımcısı

9.3. Lisans Belgeleri

Onur Aksoy

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://sts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/4BBB5319-7E27-42EC-BA16-0C0EC108348D>

The digital badge is a shield-shaped logo for SPL (Sermaye Piyasası Faaliyetleri). It features the text "SPL" at the top, "Düzey 3" at the bottom, and "Sermaye Piyasası Faaliyetleri" in the center. To the left of the badge is a "Paylaş" (Share) button with "LinkedIn" and "Yeterlilik URL'si(Doğrulama Başlat)" options.

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının karesel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgürünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sivil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
<small>Sermaye Piyasası Faaliyetleri</small>	25.08.2010	204694	AKTİF LİSANS

ONUR AKSOY, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yüksekokretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışılmasına ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

Pelin Güleç

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://sts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/919DB8CC-6D1D-4A5E-91B8-6E26561C1A6F>

The digital badge is a shield-shaped logo for SPL (Sermaye Piyasası Faaliyetleri). It features the text "SPL" at the top, "Düzey 3" at the bottom, and "Sermaye Piyasası Faaliyetleri" in the center. To the left of the badge is a "Paylaş" (Share) button with "LinkedIn" and "Yeterlilik URL'si(Doğrulama Başlat)" options.

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının karesel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgürünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sivil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
<small>Sermaye Piyasası Faaliyetleri</small>	19.11.2015	209965	AKTİF LİSANS

PELIN GÜLEÇ, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yüksekokretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışılmasına ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

Gürkan Yasin Özcan

SPL Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Doğrulama Linki:

<https://sts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/E1D349D1-E9CE-48A4-85C1-6D2E0D44BFEB>



Paylaş

LinkedIn

Yeterlilik URL'si (Doğrulama Bağlantısı)

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgâcının yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sivil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
 SPL Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı	24.12.2021	920049	AKTİF LİSANS

GÜRKAN YASİN ÖZCAN, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışılmasına ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterlilik, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıkdayız.