

SUWEN

**SUWEN TEKSTİL SANAYİ PAZARLAMA A.Ş.  
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN  
HAZIRLANAN ANALİST RAPORU**

**PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.**

**13 NİSAN 2022**



## İçindekiler

1. AMAÇ .....	2
2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ .....	2
3. HALKA ARZ BİLGİLERİ .....	3
4. FİNANSAL TABLOLAR .....	3
5. DEĞERLEME HAKKINDA .....	4
YÖNTEM 1: Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi (%50 AĞIRLIK).....	4
YÖNTEM 2: Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Yöntemi (%50 AĞIRLIK).....	6
Sonuç .....	7
6. GÖRÜŞ .....	7

# SUWEN TEKSTİL SANAYİ PAZARLAMA A.Ş.

[SUWEN]

## 1. AMAÇ

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29 uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından Halka arza aracılık eden Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin Suwen Tekstil Sanayi Pazarlama A.Ş. ("Suwen" veya "Şirket") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

Bu raporda yer alan Şirket verilerinin gerçeği yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

## SUWEN TEKSTİL SANAYİ PAZARLAMA A.Ş.

### Halka Arzı Hakkında Bilgilendirme Raporu

## 2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

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 gerçekleştirip geliştirmekte ve yurt içi üretim firmaları ile işbirliği içerisinde üretim yaptırarak, güçlü mağaza ağı ve e-ticaret kanal varlığı ile Türkiye'de ve ihracat pazarlarında satış yapmaktadır. Şirket, ürünlerini üç ana satış kanalı üzerinden yürütmektedir. Şirket'in ana satış kanalı perakende mağazacılığı olup, yurt içinde fiziken ulaşacağı müşteri sayısını arttırmaya 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 toptan satış kanalı üzerinden ürünlerinin satışını gerçekleştirmektedir. Ayrıca ürünlerin satışını kendi e-ticaret platformu üzerinden ve üçüncü taraf e-ticaret satış platformlarından gerçekleştirmektedir. 2020 yılında, Şirket'in kendi işlettiği perakende mağazalarına gelen müşteri sayısı 3,8mn olup, 2021 yıl sonu itibarıyla müşteri sayısı %98,5 oranında artarak 7,6mn'a ulaşmıştır.

HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka Arz Şekli	PAY - Adet
Sermaye Artırımı	6.000.000
Ortak Satışı	17.000.000
<b>Toplam</b>	<b>23.000.000</b>
Halka Arz Büyüklüğü	
Halka Arz Fiyatı	18.50 TL
Halka Arz İskontosu	%20
Brüt Halka Arz Geliri	425,5 Milyon TL
Net Halka Arz Geliri (Şirket)	101,4 Milyon TL
Net Halka Arz Geliri (Ortaklar)	299,4 Milyon TL
Kotasyon	
Halka Arz Tarihi	13-14-15 Nisan 2022
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka arz Taahhütleri	
Bedelli Sermaye Artırımı Yapmama	1 Yıl
Ortak Satışı Yapmama	1 Yıl
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	En İyi Gayret
Yetkili Aracı Kuruluş	TSKB
Halka Arzda Satış Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama

Tablo 1 : Halka Arz Özeti- Kaynak: İzahname

### 3. HALKA ARZ BİLGİLERİ

Şirket 50.000.000 TL olan ödenmiş sermayesini 100.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde kalmak kaydıyla 6.000.000 TL artırarak 56.000.000 TL'ye çıkaracaktır. Şirket tarafından sermaye artırımını kapsamındaki 6.000.000 pay ve ortak satışı kapsamında 17.000.000 pay olmak üzere toplam 23.000.000 pay Halka arz edilecektir.

Halka arz edilecek 6 Milyon adet payın Halka arz sonrası 56 Milyon TL'ye ulaşılacak çıkarılmış sermayesine oranı %10,71'dir.

Şirket paylarının Halka arzı Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından "Sabit fiyat ile talep toplama" ve "En İyi Gayret" aracılığı yöntemleri kullanılmak suretiyle gerçekleştirilecektir.

Sabit fiyatla talep toplama süresi 3 iş günü olup, 13-14-15 Nisan 2022 tarihlerinde gerçekleşecektir.

Halka arz edilecek 23.000.000 TL nominal değerli Şirket paylarının Halka arzında tahsisat aşağıdaki gibi olacaktır.

- 11.500.000 TL nominal değerli %50 oranındaki kısmı Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara,
- 9.200.000 TL nominal değerli %40 oranındaki kısmı Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara,
- 2.300.000 TL nominal değerli %10 oranındaki kısmı Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılara tahsis edilmiştir.

Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün fiyat istikrarı işlemleri sağlanacaktır.

### 4. FİNANSAL TABLOLAR

Şirketin özel bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 tarihli özet finansal verileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Özet Finansal Veriler (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
Dönen Varlıklar	40.305.761	76.014.550	148.983.841
Duran Varlıklar	70.029.058	82.536.413	114.775.179
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>110.334.819</b>	<b>158.550.963</b>	<b>263.759.020</b>
Kısa Vadeli Yükümlülükler	56.273.129	90.353.855	145.185.643
Uzun Vadeli Yükümlülükler	54.883.035	52.354.793	59.919.755
Özkaynaklar	(821.345)	15.842.315	58.653.622
Ödenmiş Sermaye	7.635.000	8.311.689	22.961.072
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>110.334.819</b>	<b>158.550.963</b>	<b>263.759.020</b>

Tablo 3 : Finansal Tablolar- Kaynak: İzahname

HALKA ARZ		
	(TL)	%
Ortak Satışı	17.000.000	
Sermaye Artırımı	6.000.000	
<b>TOPLAM</b>	<b>23.000.000</b>	
<b>Halka Arz ile Ulaşılacak Sermaye</b>	<b>56.000.000</b>	<b>41,1</b>

Tablo 2 : Halka Arz Edilecek Paylar Tablosu - Kaynak İzahname

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021
<b>Net Satışlar</b>	<b>114.542.566</b>	<b>149.625.345</b>	<b>359.858.381</b>
Satışların Maliyeti	42.395.573	57.046.929	144.835.431
<b>Brüt Kar</b>	<b>72.146.993</b>	<b>92.578.416</b>	<b>215.022.950</b>
<b>FVÖK</b>	<b>12.363.588</b>	<b>12.875.065</b>	<b>70.294.826</b>
FVÖK Marjı (%)	10,79	8,60	19,53
Amortisman ve İtfa Giderleri	19.844.684	30.767.634	44.052.090
<b>FAVÖK</b>	<b>32.208.272</b>	<b>43.642.699</b>	<b>114.346.916</b>
<b>FAVÖK MARJİ (%)</b>	<b>28,12</b>	<b>29,17</b>	<b>31,78</b>
<b>Net Dönem Karı</b>	<b>59.666</b>	<b>1.481.529</b>	<b>42.923.821</b>

Tablo 4 : Finansal Tablolar- Kaynak: İzahname

## 5. DEĞERLEME HAKKINDA

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit raporunda Şirket paylarının Halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer belirlenmesi amacıyla değerlendirme yöntemi olarak Pazar Yaklaşımı yöntemi ve Gelir Yaklaşımı yöntemi kullanılmış ve %50 ve %50 oranında ağırlıklandırılmıştır.

### YÖNTEM 1: Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi (%50 AĞIRLIK)

Ağırlıklı özsermaye maliyeti bileşenlerinin detayları ekteki tabloda paylaşılmıştır.

AOSM	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T
<b>Risksiz Getiri Oranı (%)</b>	<b>%25,07</b>	<b>%26,27</b>	<b>%16,51</b>	<b>%16,07</b>	<b>%14,66</b>
<b>Beta</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>	<b>1,00</b>
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
<b>Vergi Sonrası Borç Maliyeti (%)</b>	<b>%20,72</b>	<b>%22,50</b>	<b>%14,42</b>	<b>%14,06</b>	<b>%12,58</b>
Sermaye Maliyeti (%)	%30,57	%31,77	%22,01	%21,57	%20,16
Borç Oranı (%)	%54,83	%30,00	%20,00	%20,00	%20,00
<b>AOSM (%)</b>	<b>%25,17</b>	<b>%28,99</b>	<b>%20,49</b>	<b>%20,07</b>	<b>%18,65</b>

Tablo 5: AOSM hesaplama. Kaynak: TSKB FTR

Projeksiyon dönemindeki TSKB Araştırma Bölümünce tahmin edilen enflasyon ekteki tablodaki gibidir.

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

Tablo:6 Enflasyon Tahmini. Kaynak: TSKB FTR

## Net Finansal Borçları

Şirketin Net Finansal Borçları 131,874,000 TL olmasının karşın serbest nakit akımlar hesaplanırken kiralama sözleşmelerinden kaynaklı yükümlülükler kalemi hali hazırda nakit akımlarından düşülerek Düzeltilmiş Net Finansal Borç hesabında kısa ve uzun vadeli finansal kiralama işlemlerinde kaynaklanan yükümlülükleri dahil edilmemiştir. Böylelikle 51,498,000 TL'lik düzeltilmiş net finansal borç rakamına ulaşılmış ve özsermaye değeri hesaplamasında da bu kullanılmıştır.

BİN TL 2022-2026 TAHMİNLERİ	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Hâsılat</b>	<b>678.852</b>	<b>986.219</b>	<b>1.388.113</b>	<b>1.830.066</b>	<b>2.319.808</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>215.709</b>	<b>313.376</b>	<b>441.080</b>	<b>581.513</b>	<b>737.131</b>
Amortisman	95.253	157.238	215.721	266.549	321.826
<b>FVÖK</b>	<b>120.456</b>	<b>156.138</b>	<b>225.359</b>	<b>314.964</b>	<b>415.306</b>
Vergi	(25.296)	(28.105)	(40.565)	(56.694)	(83.061)
Net İşletme Ser. Değişimi	(56.333)	(47.279)	(71.390)	(83.131)	(92.294)
Kullanım Hakkı Varlıkları	(79.580)	(135.759)	(187.397)	(235.162)	(287.938)
Yatırım Harcamaları	(30.795)	(30.842)	(37.820)	(43.342)	(40.919)
<b>Serbest Nakit Akımları (SNA)</b>	<b>23.705</b>	<b>71.391</b>	<b>103.908</b>	<b>163.184</b>	<b>232.920</b>
<b>AOSM</b>	<b>%25,17</b>	<b>%28,99</b>	<b>%20,49</b>	<b>%20,07</b>	<b>%18,65</b>
İndirgeme Oranı	%79,9	%60,1	%57,2	%48,1	%42,5
<b>İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)</b>	<b>18.938</b>	<b>42.906</b>	<b>59.399</b>	<b>78.515</b>	<b>99.072</b>

Tablo 7 : İNA Tablosu- Kaynak: TSKB FTR

İNA Sonuç	Bin TL
<b>İNA Toplamı</b>	<b>298.830</b>
<b>Terminal Büyüme Oranı</b>	<b>%5,0</b>
Terminal Değer (TD)	2.409.973
TD'nin Bugünkü Değeri	1.025.080
<b>Firma Değeri</b>	<b>1.323.910</b>
<b>Net Finansal Borç (31.12.2021)</b>	<b>51.948</b>
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>1.272.412</b>
<b>İskontosuz Birim Pay Değeri (TL)</b>	<b>25,45</b>

Tablo 8 : İNA Sonuç Tablosu. Kaynak: TSKB FTR

## İNA Değerleme Sonucu

1,272,412,000 TL'lik iskonto öncesi net finansal borç düşülmüş özsermaye değerinin 298,830,000 TL'si projeksiyon dönemi İNA'dan 1,025,080,000 TL'si ise terminal değer bugüne iskonto edilmiş değerinden gelmektedir.

**YÖNTEM 2: Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Yöntemi (%50 AĞIRLIK)**

2021 FD/FAVÖK ve F/K ile 2022(T) FD/FAVÖK ve F/K kullanılmıştır.

**PD/DD ile PD/Ciro tercih edilmemiştir.**

**Gerçekleşmiş İşlemler (Şirket Satın Alma ve Birleşme İşlemleri) tercih edilmemiştir.**

**Grup 1 Benzer Şirket Çarpanları: (%40)**

Benzer ülke risk primine ve yüksek büyüme potansiyeli olan şirketler incelenmiştir.

Örnekleme 11 şirket kullanılmıştır. Dagi, Vakko, Desa, Mavi, Derimod, Lojas Renner (Brezilya), LPP Sa (Polonya), Forschini Group (G.Afrika), Truwoths International (G.Afrika), CCC SA (Polonya) ve Mr.Price Group(G.Afrika).

Bu şirketlerin 2021 yılı gerçekleşmiş FD/FAVÖK ile FK ve 2022 Tahmini FD/FAVÖK ile F/K çarpanlarının medyanları kullanılmıştır.

**Grup 2 Benzer Şirket Çarpanları: (%40)**

**Şirketin ana faaliyet konusunda satış yaptığı ürünlerde yüksek benzerlik gösterenler incelenmiştir.**

Tayvan, Tayland, İsviçre, Avusturya, Belçika ve ABD'li şirket olmak üzere 7 şirket kullanılmıştır.

Bu şirketlerin 2021 yılı gerçekleşmiş FD/FAVÖK ile FK ve 2022 Tahmini FD/FAVÖK ile F/K çarpanlarının medyanları kullanılmıştır.

**Grup 3 Benzer Şirket Çarpanları: (%20)**

**Giyim sektöründe faaliyet gösteren lider şirketler incelenmiştir.**

İspanya, İtalya, Japonya, İsveç, ABD ve 3 İngiltere şirketi olmak üzere 7 şirket kullanılmıştır.

Bu şirketlerin 2021 yılı gerçekleşmiş FD/FAVÖK ile FK ve 2022 Tahmini FD/FAVÖK ile F/K çarpanlarının medyanları kullanılmıştır.

	AĞIRLIK	FD/FAVÖK		F/K	
ÇARPAN ANALİZİ		2021	2022(T)	2021	2022(T)
GRUP 1 MEDYAN DEĞERİ	40%	7,9	7,5	12,2	15,6
GRUP 2 MEDYAN DEĞERİ	40%	9,2	8,1	17	15,1
GRUP 3 MEDYAN DEĞERİ	20%	9,9	7	18,8	14,3
<b>Ağırlıklandırılmış Çarpan Değeri</b>		<b>8,82</b>	<b>7,64</b>	<b>15,44</b>	<b>15,14</b>

Tablo 9: Çarpan Analizi Tablosu. Kaynak: TSKB FTR

	FD/FAVÖK		F/K	
BİN TL	2021	2022(T)	2021	2022(T)
FİRMA DEĞERİ	1.008.541	1.648.017	-	-
NET BORÇ	131.874	131.874	-	-
ÖZSERMAYE DEĞERİ	876.667	1.516.143	662.747	1.100.315
AĞIRLIKLANDIRMA	25%	25%	25%	25%
AĞIRLIKLANDIRILMIŞ ÖZSERMAYE DEĞERİ	219.167	379.036	165.687	275.079
SONUÇ	1.038.968			
İSKONTOSUZ BİRİM PAY DEĞERİ (TL)	20,78			

Tablo 10: Çarpanlara Göre Değerleme Sonuç Tablosu- Kaynak: TSKB FTR

## Sonuç

Şirket değerinin belirlenmesinde İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemine %50, ve piyasa çarpanları analizlerine %50 ağırlık verilerek sırasıyla 1.040.153-1.271.412 milyon TL değere ulaşılmıştır. Ağırlıklandırılmış özsermaye değeri ise 1.156.283 TL aralığına denk gelmektedir. Birim pay başına değeri 23.13 ve %20'lik halka arz iskontosu sonrasında da 18,50 TL olarak tespit edilmiştir.

Değerleme Özet (Bin TL)	Öz Sermaye Değeri	Ağırlık	AÖSD
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.272.412	50%	636.206
Piyasa Çarpanları Analizi	1.040.153	50%	520.077
AÖSD*			1.156.283

\*Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri

Tablo 11: Değerleme Sonuç Tablosu- Kaynak: TSKB FTR

## 6. GÖRÜŞ

- Şirket için TSKB A.Ş. tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit raporunun kapsamlı ve anlaşılabilir olduğu kanaatindeyiz.
- Şirket hasılatının 2022 yılında %89, 2023 yılında %45, 2024 yılında %41, 2025 yılında %32 ve 2026 yılında da %27 artırması tahmin edilmiştir. Bahsi geçen dönemlerde enflasyonun sırasıyla %38, %22, %12,5, %12 ve 2026 yılına gelindiğinde de %10,7 olması tahmin edilmiştir. Şirket cirosunun enflasyonun 2 misli nasıl artabileceği konusuna fiyat tespit raporunda detaylı olarak yer verilmesi gerektiği görüşündeyiz.
- “Piyasa Çarpanları Analizi” yöntemleri kullanılan FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarını kullanılmasına karşın PD/DD ile FD/Ciro oranlarının neden kullanılmadığına ilişkin bilgi verilmesi gerektiği kanaatindeyiz.
- İNA analizi için 5 yıllık projeksiyon yapılmasını, yıllar itibarıyla enflasyondaki beklentiye paralel risk primindeki iyileşmeyi ve 2022 yılı için %25 AOSM’yi makul buluyoruz. Ancak firma değerinin sadece



299 milyon TL'si projeksiyon dönemi (2022-2026) İNA'dan gelirken 1 milyar TL'sinin terminal değerden geliyor olduğunu (toplam firma değerinin %77'si) hatırlatmak isteriz. Ayrıca fiyat tespit raporunda yeterli açıklama olmadığından 2025 yılında yaklaşık 233 milyon TL olan SNA'nın, terminal değerinde 2,4 milyar TL'ye nasıl ulaştığı konusunda çekincemiz bulunmaktadır.

Bu rapor, Piramit Menkul Kıymetler tarafından sadece raporun ilk kısmında yer verilen amaç doğrultusunda hazırlanmıştır. Hiç bir şekilde bir yatırım önerisi veya halka arza katılmasına dair bir teklif veya referans olarak alınmamalıdır. Yatırımcılar, yatırım kararlarını, Şirket izahnamesini inceleyerek vermelidirler.