

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Koleksiyon Mobilya Sanayi Anonim Şirketi'nin fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Koleksiyon Mobilya Sanayi Anonim Şirketi	
Borsa Kodu	KLSYN
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	En İyi Gayret Aracılığı & Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (%20) Yurt İçi Yüksek Başvurulu Yatırımcılar (%30) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (%50)
Dağıtım Şekli	Oransal Dağıtım
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	24 - 25 Şubat 2022
Halka Arz Öncesi Sermaye	337.046.732 TL
Sermaye Artırımı	94.373.084 TL
Ortak Satışı	13.481.868 TL
Ek Satış Ortak	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	431.419.816 TL
Halka Açıklık Oranı Ek Satış Dahil	25,00%
Talep Toplama Fiyatı Taban	1,45 TL
Halka Arz Büyüklüğü	156.389.680 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	488.717.761 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	625.558.733 TL
Satmama Taahhüdü	Şirket 6 ay boyunca bedelli sermaye artırımı yapmayacağını, Şirket ortakları ise 6 ay boyunca Borsa'da pay satışı yapmayacağını taahhüt etmiştir.
Halka Arz Sonrası Uygulamalar	Fiyat istikrarı işlemleri Halka Arz Eden Pay Sahipleri'nin sahip olduğu 13.481.868 TL nominal değerli 13.481.868 adet B Grubu payın satışından elde edilen gelirin tamamı kullanılarak gerçekleştirilecektir.
Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021Ç3	47,15
FD/FAVÖK 2021Ç3	8,65
PD/DD 2021Ç3	1,30
Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2021Ç3	60,35
FD/FAVÖK 2021Ç3	8,65
PD/DD 2021Ç3	1,22

ŞİRKET VE FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ

Koleksiyon Mobilya Sanayi Anonim Şirketi ("KLSYN", "Şirket")

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

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

Şirket'in bünyesinde faaliyet gösteren iki Tasarım Merkezi bulunmakta olup; bunlardan biri standart mağaza satışlarına yönelik tasarım yapmakta, diğer Tasarım Merkezi ise sektörel, gelişen alanlara yönelik tasarımlar gerçekleştirmektedir.

Şirket'in Üretim Merkezi tamamı Koleksiyon Mobilya'ya ait olan 90.000 m2 açık alanda 42.000 m2 kapalı alanda 400 bin metrekare ahşap mobilya ve 54 bin adet döşemeli mobilya üretim kapasitesine sahip olan Tekirdağ'daki fabrikasında hizmet vermektedir.

Şirket'in Tekirdağ'da yer alan Üretim Merkezinde ithal edilen malzemelerin işlendiği ahşap grubu, metal grubu ve döşeme grubu olmak üzere 3 ana imalat atölyesi ve malzemelerin boyandığı tesis bulunmaktadır. Şirket üretim merkezi temel olarak iki vardiya şeklinde çalışmak üzere kurgulanmıştır.

Şirkette 30.09.2021 tarihi itibarıyla İstanbul merkez ofisi, Tekirdağ Üretim Merkezi ve Ankara mağazasında toplam 543 kişi çalışmakta olup; Şirket Üretim Merkezinde 30.09.2021 tarihi itibarıyla 346 kişi çalışmaktadır. Şirket bu kapsamda Üretim Merkezi'ndeki tüm siparişlerin durumu hakkında personeli ile her hafta toplantı gerçekleştirmektedir.

Şirket Üretim Merkezi'nde tamamı kendisine ait makine ekipmanı ile kültür ve iş merkezleri, konaklama ve dinlenme tesisleri, hastaneler, oteller için ofis, ev ortamları için mobilya üretmektedir.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket, halka arz gelirinin yaklaşık %55-60'lık kısmı ile kısa vadeli banka kredilerini kapatmayı, %5-10'luk kısmını makine yatırımı ve teknolojik yatırımlar için kullanmayı, %30-40'ına yakın kısmını da işletme sermayesi ihtiyacı için planlamaktadır.

Ortaklık Yapısı

Unvanı / Adı Soyadı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)	
Hissedar	Grubu	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Faruk Malhan	A	1.004.697	0,30%	1.004.697	0,23%
Faruk Malhan	B	9.042.281	2,68%	8.640.402	2,00%
Mehmet Koray Malhan	A	15.959.668	4,74%	15.959.668	3,70%
Mehmet Koray Malhan	B	143.637.017	42,62%	137.253.150	31,81%
Doruk Malhan	A	780.638	0,23%	780.638	0,18%
Doruk Malhan	B	7.025.746	2,08%	6.713.491	1,56%
Ayşe Malhan	A	15.959.668	4,74%	15.959.668	3,70%
Ayşe Malhan	B	143.637.017	42,62%	137.253.150	31,81%
Halka Açık Kısım				107.854.952	25,00%
Toplam		337.046.732	100,0%	862.839.632	100,0%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mali Tablolar

Koleksiyon Mobilya Sanayi A.Ş. Bilanço (TL)				
VARLIKLAR	2018	2019	2020	2021/09
Dönen Varlıklar	280.815.547	168.481.317	116.616.346	130.769.365
Nakit ve Nakit Benzerleri	27.813.533	37.000.265	16.546.322	21.977.157
Ticari Alacaklar	33.641.975	54.752.029	39.855.693	31.488.514
-İlişkili Olmayan Taraplardan Ticari Alacaklar	33.641.975	54.752.029	39.855.693	31.488.514
-İlişkili Taraplardan Ticari Alacaklar	--	--	--	--
Diğer Alacaklar	129.760.289	6.593.347	2.744.681	1.068.602
-İlişkili Olmayan Taraplardan Diğer Alacaklar	1.495.192	1.353.727	2.734.681	1.058.602
-İlişkili Taraplardan Diğer Alacaklar	128.265.097	5.239.620	10.000	10.000
Stoklar	71.561.811	52.407.255	48.149.496	65.756.735
Peşin Ödenmiş Giderler	12.970.257	15.398.890	6.759.854	5.618.242
Diğer Dönen Varlıklar	5.067.682	2.329.531	2.560.300	4.860.115
Duran Varlıklar	125.604.230	695.093.925	703.245.015	698.584.660
Diğer Alacaklar	821.289	1.214.933	288.794	414.593
-İlişkili Olmayan Taraplardan Diğer Alacaklar	821.289	1.214.933	288.794	414.593
-İlişkili Taraplardan Diğer Alacaklar	--	--	--	--
Maddi Duran Varlıklar	122.369.761	687.849.730	694.608.652	688.670.209
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2.413.180	6.001.353	8.312.002	9.461.305
Peşin Ödenmiş Giderler	--	27.909	35.567	38.553
TOPLAM VARLIKLAR	406.419.777	863.575.242	819.861.361	829.354.025

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2018	2019	2020	2021/09
Kısa Vadeli Yükümlülükler	226.243.562	214.333.063	237.220.035	214.379.465
Kısa Vadeli Borçlanmalar	46.870.423	60.760.342	130.698.870	71.779.323
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	68.244.303	67.684.989	40.337.965	58.108.063
Ticari Borçlar	65.741.320	48.968.755	29.315.607	38.269.163
-İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar	65.373.548	48.962.938	29.315.607	38.209.155
-İlişkili Taraplara Ticari Borçlar	367.772	5.817	--	60.008
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	3.899.310	4.902.816	3.406.040	4.144.147
Diğer Borçlar	609.774	2.073.665	2.054.682	3.025.647
-İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar	609.774	2.073.665	2.054.682	3.025.647
-İlişkili Taraplara Diğer Borçlar	--	--	--	--
Ertelenmiş Gelirler	38.694.400	26.961.768	28.824.365	33.291.416
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	--	--	503.401	2.684.318
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.537.028	2.683.540	2.079.105	3.030.067
-Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	823.244	1.662.480	440.397	463.636
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	713.784	1.021.060	1.638.708	2.566.431
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	647.004	297.188	--	47.321
Uzun Vadeli Yükümlülükler	79.406.289	204.587.406	207.733.379	239.857.326
Uzun Vadeli Borçlanmalar	53.822.134	121.959.008	124.524.038	156.299.132
Diğer Borçlar	12.123.940	12.005.986	6.690.627	8.103.388
-İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar	472.067	--	--	--
-İlişkili Taraplara Diğer Borçlar	11.651.873	12.005.986	6.690.627	8.103.388
Uzun Vadeli Karşılıklar	3.507.354	3.875.626	5.035.107	6.760.668
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	3.507.354	3.875.626	5.035.107	6.760.668
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	9.952.861	66.746.786	71.483.607	68.694.138
ÖZKAYNAKLAR	100.769.926	444.654.773	374.907.947	375.117.234
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	100.769.926	341.656.126	374.907.947	375.117.234
Ödenmiş Sermaye	33.466.130	33.466.130	33.466.130	337.046.733
Sermaye Düzeltmesi Farkları	194	194	194	194
Sermaye Yedekleri	--	282.602.490	303.580.603	--
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	72.562.124	72.402.548	82.906.093	84.056.893
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-10.811.488	-14.089.341	--	--
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	6.224.839	6.680.761	6.721.083	6.853.846
Geçmiş Yıllar Kar / Zararları	2.548.055	-39.421.795	-51.865.531	-53.088.525
Net Dönem Karı / Zararı	-3.219.928	15.139	99.375	248.093
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	--	102.998.647	--	--
TOPLAM KAYNAKLAR	406.419.777	863.575.242	819.861.361	829.354.025

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Koleksiyon Mobilya Sanayi A.Ş. Gelir Tablosu						
TL	2018	2019	2020	2020/09	2021/09	Yıllıklandırılmış
Hasılat	227.052.590	228.171.274	212.895.623	139.859.534	198.980.826	272.016.915
Yıllık Değişim		0,5%	-6,7%		42,3%	
Satışların Maliyeti (-)	-116.049.389	-132.369.795	-116.629.371	-78.422.796	-110.111.669	-148.318.244
Yıllık Değişim		14,1%	-11,9%		40,4%	
Brüt Kar	111.003.201,00	95.801.479	96.266.252	61.436.738	88.869.157	123.698.671
Yıllık Değişim		-13,7%	0,5%		44,7%	
Brüt Kar Marjı	48,9%	42,0%	45,2%	43,9%	44,7%	
Genel Yönetim Giderleri (-)	-10.018.834	-8.004.568	-8.145.656	-5.818.924	-7.269.665	-9.596.397
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-68.156.237	-48.564.134	-29.002.341	-20.670.027	-29.086.704	-37.419.018
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-3.101.789	-1.297.532	-3.683.808	-2.402.835	-2.201.423	-3.482.396
Faaliyet Karı	29.726.341	37.935.245	55.434.447	32.544.952	50.311.365	73.200.860
Yıllık Değişim		27,6%	46,1%		54,6%	
Faaliyet Kar Marjı		16,6%	26,0%	23,3%	25,3%	
Amortisman	10.605.099	11.496.073	12.530.868	9.883.710	11.025.547	13.672.705
FAVÖK1	40.331.440	49.431.318	67.965.315	42.428.662	61.336.912	86.873.565
Yıllık Değişim		22,6%	37,5%		44,6%	
FAVÖK1 Marjı		21,7%	31,9%	30,3%	30,8%	
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	15.804.595	13.281.288	20.230.460	20.028.635	5.454.795	5.656.620
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-32.100.663	-10.901.771	-5.857.064	-3.161.580	-9.712.848	-12.408.332
Esas Faaliyet Karı	13.430.273	40.314.762	69.807.843	49.412.007	46.053.312	66.449.148
Yıllık Değişim		200,2%	73,2%		-6,8%	
FAVÖK2	24.035.372	51.810.835	82.338.711	59.295.717	57.078.859	80.121.853
Yıllık Değişim		115,6%	58,9%		-3,7%	
FAVÖK2 Marjı		22,7%	38,7%	42,4%	28,7%	
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-756.297	408.181	182.286	134.013	96.754	145.027
Finansman Gelir/(Gideri) Öncesi Faaliyet Karı	12.673.976	40.722.943	69.990.129	49.546.020	46.150.066	66.594.175
Finansman Gelirler	33.645.754	5.865.143	12.218.242	8.914.061	2.866.468	6.170.649
Finansman Giderleri (-)	-50.157.899	-48.210.429	-78.800.520	-67.356.378	-49.161.292	-60.605.434
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Zarar/Kar	-3.219.928	15.139	99.375	-10.018.787	248.093	10.366.255
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)	618.241	1.637.482	-3.308.476	-1.122.490	392.851	-3.187.719
Dönem Vergi Gideri	-2.577.729	--	-597.814	-94.413	-2.684.318	-3.187.719
Ertelenmiş Vergi Geliri	3.195.970	1.637.482	-2.710.662	-1.028.077	3.077.169	1.394.584
Net Dönem Karı	-3.219.928	15.139	99.375	-10.018.787	248.093	10.366.255

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

Oyak Yatırım; Koleksiyon Mobilya Sanayi Anonim Şirketi'nin pay başına değerinin tespit edilmesinde Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi ve Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır.

Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Şirket özelinde yönetimin beklentilerini yansıtmaması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

Koleksiyon Mobilya, ev mobilyası/ofis mobilyası/çeşitli ev eşyaları sektöründe faaliyet göstermektedir ve ürün çeşitliliği açısından oldukça geniş bir yelpazeye hizmet vermektedir. Bu bağlamda ve ilgili sektörlerde yurtdışı M&A (Birleşme&Satınalma) ve IPO (Halka Arz) işlemlerinde dikkate alınan çarpan FD/FAVÖK çarpanı olarak gözlemlenmektedir. Net kâr, Koleksiyon Mobilyanın Eyl21 itibarıyla 4.3x Net

Borç/FAVÖK seviyesinde, nisbeten yüksek borçluluk ve finansman giderleri sebebiyle ciddi şekilde etkilenmektedir ve karşılaştırma açısından sağlıklı bir sonuç vermemektedir. F/K çarpanı açısından Yurtdışı Benzerler medyanı Son 12 Aylık Net Kâra göre 13.8x seviyesindeyken Yurtiçi Benzerler ise 8.3x seviyesinde işlem görmektedir. Keza defter değeri de, firma varlıklarının bilançolarında ne kadar pazar değerine yakın yer aldığıyla alakalı olup, mobilya sektöründe agresif büyüme modeliyle faaliyet gösterecek firmalar için sağlıklı bir çarpan olarak kabul edilmemektedir. FD/Satış çarpanı da satış rakamı şirketin asıl değerini ortaya koyan kârlılığı değil, cirosal büyüklüğü yansıtmaması açısından yine Şirket'in güncel Hasılat'ının küçük ölçekte olmasından ötürü uygun bir çarpan olarak görülmemiştir.

Yukarıda bahsedilen sebeplerden ötürü F/K, FD/Satışlar ve PD/DD çarpanlarına yer verilmemiş olup, Şirket'in adil değerlemesi için en sağlıklı çarpan olduğuna düşünülen FD/FAVÖK çarpanı kullanılması uygun görülmüştür.

Şirket için yapılan çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanına mümkün olduğu kadar yakın şirketler seçilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda, yurt içinde, BIST içerisinde Şirket'e birebir benzer iş yapan şirket bulunmamasıyla birlikte, özellikle mobilya sektöründe faaliyet gösteren şirketler incelenmiş ve Koleksiyon'a en yakın olarak değerlendirilen Yataş Yatak Yorgan Sanayi ve Ticaret AŞ ("Yataş") ve Doğanlar Mobilya Grubu İmalat Sanayi ve Ticaret AŞ (Doğtaş) (27 Aralık 2021 tarihinde unvan değişikliği olmuştur)'nin ortalama FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Yurt dışı tarafta ise aynı şekilde Koleksiyon ile aynı alanda faaliyet gösteren şirketler incelenerek faaliyet alanı Koleksiyon Mobilya'ya en çok benzeyen şirketler kümesi belirlenmiştir. Yurtdışında faaliyet gösteren benzer şirketler listesine olabildiğince geniş ürün çeşitliliği yakalamak amacıyla mobilya/ofis/dekorasyon gibi alanların birinde veya birkaçında faaliyet gösteren firmalar dahil edilmiştir.

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

Şirket İsmi	Piyasa Değeri	FD/FAVÖK F/K		PD/DD		FD/FAVÖK F/K		PD/DD	
		2022	2022	2022	2021	2021	2021	2021	
Roche BoboisSA	360,816,879	6,60	15,00	3,80	6,60	15,8	4,8		
IntegralIndocabinet TbkPT	346,077,406	7,50	9,00	1,40	7,80	10,3	1,5		
Hyundai LivartFurniture CoLtd	233,591,645	5,30	16,40	0,60	5,80	19,60	0,6		
Fabryki MebliForte SA	262,731,591	6,80	9,10	1,30	5,80	9,4	1,3		
SandersonDesign GroupPLC	164,039,735	5,70	12,10	1,70	6,00	14,8	1,7		
Lii HenIndustries Bhd	116,503,455	3,6	6,5	1,1	4,7	11,2	1,2		
Poh HuatResourcesHoldings Bhd	89,066,605	3	6,5	0,7	4,8	11	0,8		
HomeritzCorporationBhd	57,853,877	3,9	8,3	1,2	4,7	10,9	1,2		
Lee Swee KiatGroup Bhd	31,863,741	6,1	7,8	2	9,7	17,7	2,1		
Medyan		5,70	8,99	1,27	5,84	11,24	1,33		

Şirket İsmi	Piyasa Değeri	FD/FAVÖK F/K		PD/DD		FD/FAVÖK F/K		PD/DD	
		2022	2022	2022	2021	2021	2021	2021	
Doğtaş Kelebek Mobilya Sanayi ve Ticaret AS	52,897,251	5,4	n.m	n.m	5,6	9,2	4,6		
Yataş Yatak ve Yorgan Sanayi Ticaret AS	124,351,950	3,6	n.m	n.m	4,8	7,4	2,4		
Medyan		4,51	n.m	n.m	5,18	8,32	3,53		

Benzer Şirketler (FD/FAVÖK) (Para birimi: TL milyon)	2021T	2022T
Medyan	5,76	5,42
2021TFAVÖK	78	
2022T FAVÖK	104	
Çarpan Bazında Firma Değeri	507	
Net borç	264	
Çarpan Bazında Piyasa Değeri	243	

İndirgenmiş Nakit Akım

Satışlar:

Şirket'in geçmiş yıllardaki satış dağılımına baktığımızda yurtiçi/ofis mobilyası ağırlıklı olarak satış operasyonlarını sürdürdüğünü görüyoruz. Marka/ürün/bölge konumlanması olarak baktığımızda Şirket'in gelecek yıllarda yurtiçi/ofis mobilyası alanındaki gücünü koruma hedefinin yanı sıra, yurtdışı/ev mobilyası/online alanlarında da büyüme hedefi bulunuyor. Kuramsal segmentte projeksiyon dönemi boyunca yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) %25 seviyesinde, İhracat segmentinde %38, Perakende segmentte %53 ve Online segmentte %111 olarak öngörülmektedir. Perakende ve Online'da daha hızlı büyüme hedefine bağlı olarak, projeksiyon dönemi boyunca İhracat segmentinin ağırlığının hafif artması beklenirken, Kurumsal segmentin ağırlığının ise önemli ölçüde azalması beklenmektedir. Toplam Hasılat YBBO ise projeksiyon döneminde %38'dir.

Satılan Malın Maliyeti

Şirket'in satış hacminde kapladığı alana bağlı olarak; Perakende ve Online kanalların maliyetlerinin kapladığı hacimde de ölçek ekonomisi gereği artış beklenmektedir. Brüt kârlılık tarafına baktığımızda ise, Kurumsal müşterilerden elde edilen kârlılıkta, fiyat yansıtılmalarının yıllık bazda oluşabilecek maliyet baskılarından ötürü uzun vadede hafif normalleşmesi ve %30 dolaylarında kârlılığın oluşması beklenmektedir. İhracat tarafında ise TL'nin zayıf seyrettiği makroekonomik konjonktürde yukarı yönlü riskler olmasına karşın, ortalama kârlılığın yaklaşık 13yp üzerinde konumlanacak şekilde fiyatlandırma ile, uzun vadede %53 dolaylarında brüt kârlılık beklenmektedir. Perakende kanalda daha üst gelir tüketici toplumunu hedefleyen firma Kurumsal müşterilerden elde edilen kârlılığın yaklaşık 1 yp üzerinde, %40 dolaylarında uzun vade brüt marj seviyesine uygun ürün fiyatlandırması hedeflemektedir. Online kanalda muhafazakar şekilde, Perakende kârlılığa paralel şekilde %40 seviyelerinde uzun vade brüt kâr marjı hedeflenmektedir. Ancak; lojistik, stok maliyeti optimizasyonu ve artan stok çevrim hızının işletme sermayesi ihtiyacında verimlilik yaratması gibi koşullara bağlı olarak bu alanda da daha yüksek kârlılığa ulaşılma riskinin mevcut olduğunu düşünüyoruz. Sonuç olarak Şirket'in muhafazakar hedeflerine göre, ortalama brüt kâr marjının projeksiyon döneminde uzun vadede %40 bandında şekillenmesi beklenmektedir.

Giderlerin gelişimi.

Koleksiyon Mobilya'nın operasyonel giderlerinin projeksiyonu, geçmiş yıllara ait gerçekleştirmeler ve ileriye dönük beklentilere paralel olacak şekilde hesaplamalara dahil edilmiştir. Şirket'in operasyonel harcamaları, net satışların büyümesine bağlı olarak yıllar itibarıyla artarken, operasyonel harcamaların hasılatlara oranının, ölçek ekonomisinin yaratacağı verimliliğe bağlı olarak, %21,2 bandından %18,6 bandına kadar gerilemesi beklenmektedir. Şirket, ARGE Giderleri'nde, çağın gereksinimlerini yakalama hedeflerine bağlı olarak Hasılat'ın her yıl %1-2'si kadar harcama yapmayı hedeflemektedir.

Yatırım harcamaları.

Şirket kuruluşundan bu yana teknolojik açıdan uzun ömürlü ve dünya standartlarına uygun kalitede makine ekipmanlarıyla faaliyet gösterdiği için ve bu politikasından gelecek yatırım döneminde de vazgeçmeyi planlamadığı için, yatırım ihtiyacı büyük oranda ithal ürünlerden ve dolayısıyla Euro cinsinden oluşmaktadır. Bu sebeple gelecek yıllarda kur dalgalanmalarına göre Yatırım Harcamaları Projeksiyonu değişkenlik gösterebilir.

Yatırım Harcamaları Projeksiyonu şu şekilde planlanmaktadır: 2022 yılında Yeni Bina inşasına başlanması ve büyük oranda tamamlanması, 2023 yılında Poliüretan Tesisi ve IT Departmanı Geliştirmelerini sağlaması, 2024 yılında Metal Armatür Atölyesi-Döşeme Atölyesi İlaveleri-Ofis Sandalyesi Atölyesi İlaveleri ve o seneye mahsus Bakım giderlerinin gerçekleştirilmesi, 2025 yılında ise Panel Atölyesi'nin kurulması hedeflenmektedir.

Şirket'in geçmiş dönemlerde oluşan ortalama Sürdürme Bakım Harcamaları dikkate alınarak yıllık 1,50 milyon Euro şeklinde varsayılmıştır.

- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:**Türkiye'de ihraç edilen en güncel 10 yıllık TL tahvil oranındaki değişimler takip edilmiş olup, makroekonomik tahminler de göz önüne alındığında mevcut durum için %18 esas alınmıştır.
 - Piyasa risk primi: %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** Beta değeri olarak, "Piyasa Yaklaşımı" yönteminde kullandığımız) Şirket'in faaliyetlerine benzer alanda faaliyet gösteren şirketlerin kaldıraçsız beta'ları baz alınmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Borçlanma Maliyeti olarak, günümüz koşulları ile gelecek beklentileri çerçevesinde Risksiz faiz (getiri) oranı + 3yp kullanılmıştır.
 - **Borç Oranı:** Şirket'in önümüzdeki dönemde yatırımlarını %45 borç, %55 özkaynak ile finanse edeceği varsayımı altında finansal borçlarının, finansal borçlar ve özkaynak toplamına oranı olarak %45 alınmıştır. Sermaye oranı ise %55 seviyesinde projekte edilmiştir.
 - **Vergi;** İlgili konudaki en güncel tebliğlere dayanarak, projeksiyon döneminin ilk yılında %23 ve sonraki yıllarda %20 olarak kullanılmıştır. Değerlemede, Yatırım'dan kaynaklı olarak oluşması beklenen daha düşük efektif vergi oranları kullanılmıştır. Şirket beklentisi, efektif vergi oranının %15 seviyelerinde oluşması yönündedir.

Bu varsayımlar ışığında AOSM 2022 yılı için %20,3 olarak ve 2023 yılı ve sonrası içinse %20,5 olarak hesaplanmıştır.

Sonuç olarak;

Tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları, %5 uç büyüme değeri ve %21,5-%21,6 seviyesinde AOSM ile indirgenen verilerden çıkan sonuca; Şirket'in son kur volatilitésinin değerlemeyi önemli ölçüde etkileyecek olmasından dolayı güncel veriyi kullanmak adına, "tahmini" yıl sonu net borç tutarı olan 264 milyon TL'lik net borç tutarı (Not 1) eklendiğinde oluşan Piyasa Değeri 406 milyon TL'dir.

Değerleme, milyon TL	Ağırlık	Piyasa Değeri	Sonuç
İNA Yaklaşımı	50,00%	406	203
Piyasa Yaklaşımı	50,00%	243	121
Piyasa Değeri (Koleksiyon)			324
Mobilya Segmenti Halka Arz İskontosu			42%
Mobilya Segmenti Halka Arz Değeri			187,92
Maslak Arazisi Net Aktif Değeri	100,0%	300	300
Maslak Arazisi Halka Arz İskontosu			0%
Maslak Arazisi Halka Arz Değeri			300
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri (Koleksiyon + Maslak Arazi)			624
Halka arz iskontosu			22%
Halka Arz Öncesi İskontolu Piyasa Değeri			488
Ödenmiş Sermaye			337
Sermaye Artışı			28,00%
Ortak satışı			4,00%
%28 Sermaye Artırımı (mn)			94
%4 Ortak Satışı (mn)			13
Halka Arz Sonrası Sermaye (mn)			431
Sermaye Artışından Gelen Nakit Girişi (TL mn)			137
Ortak Satışı (TL mn)			20
Toplam Halka Açık Piyasa Değeri (TL mn)			156
Halka Açıklık Oranı			25,0%
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri (TL mn)			625
Hisse Fıvıtı			1,45

Koleksiyon Mobilya'nın mobilya segmenti için halka arz öncesi piyasa değeri 324 milyon TL hesaplanmış, bu değere %42 iskonto uygulanarak 188 milyon TL halka arz değerine ulaşılmıştır. Yatırım Amaçlı Gayrimenkul olarak sınıflandırılan ve proje geliştirilmesi planlanan Büyükdere Gayrimenkul arazisi, 300 milyon TL'lik Yatırım Amaçlı Gayrimenkul değeri ile iskontosuz olarak değerlemeye eklenmiştir. Yatırım amaçlı gayrimenkule herhangi bir iskonto uygulanmamış olması nedeniyle halka arz değeri olan 488 milyon TL'nin halka arz öncesi mobilya segmenti + gayrimenkul değeri olan 624 milyon TL'ye göre iskontosu %22 olmaktadır.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Koleksiyon Mobilya'nın fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Koleksiyon Mobilya özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.

- Koleksiyon Mobilya'nın çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanına mümkün olduğu kadar yakın şirketler seçilmeye çalışılmıştır.
- Oyak Yatırım tarafından Koleksiyon Mobilya halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt dışında faaliyet gösteren seçilmiş şirketlerinin Firma Değeri /EBITDA (EV/EBITDA) çarpanı kullanılmıştır. Çarpan analizinde kullanılan benzer şirket sayısının artırılmasının daha uygun olabileceğini düşünüyoruz.
- Bununla birlikte Invest Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan 2021/3049 numaralı gayrimenkul değerlendirme raporunda ilgili arsanın bütünü için 25.10.2021 tarihindeki ortalama birim değer (TL/m²) 13.599 TL tespit edildiği, aynı birim fiyatın 22.061 m²Tik alan içinde geçerli olduğu varsayıldığında bundan somaki dönemlerde mali tablolarda "Yatırım Amaçlı Gayrimenkul" olarak sınıflandırılacak arsanın gerçeğe uygun değerinin 300.007.539 TL olarak hesaplandığı belirtilmiştir. İlgili arazinin UFRS kuralları çerçevesinde, gelecekte inşaat projesine konu olabilecek büyüklüğü belirlenmiş olup, arazinin bu kısmının Yatırım Amaçlı Gayrimenkul olarak sınıflanması ise Denetçi tarafından 10 Şubat 2022 tarihli imzalı beyanat ile taahhüt edilmiştir. Bahsi geçen arazinin gelecek yıllarda projeye konu olabilecek kısmı, yılsonu denetim raporlarıyla birlikte finansal tablolarda Yatırım Amaçlı Gayrimenkul şeklinde sınıflandırılacaktır. Bu arsa için geliştirilebilecek projeye dair herhangi bir nakit akışı paylaşılmamış, arsanın ekspertiz değeri halka arz değerine eklenmiş olup toplam değer yaklaşık yarısı arsa değerinden kaynaklanmaktadır. 300 milyon TL rayiç değer kayıtlı değerle arasında oluşan farkın vergi etkisinin düşülmesi gerektiği kanaatindeyiz.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2026 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Risksiz getiri oranı hesaplanırken, projeksiyon dönemiyle uyumlu olacak şekilde, Türkiye'de ihraç edilen en güncel 10 yıllık TL tahvil oranındaki değişimler takip edilmiş olup, makroekonomik tahminler de göz önüne alındığında mevcut durum için %18 esas alınmıştır. Bu oranın düşük olduğunu düşünmekteyiz. Fakat oluşan riskin uygulanan halka arz iskontosu ile elimine edilebildiği kanaatindeyiz.
- Projeksiyon dönemi boyunca risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur. Sermaye Maliyeti, 2021 yılı için, Risksiz Getiri Oranı üzerine 5,5 puan risk primi eklenerek %25,50 olarak hesaplanmıştır. Beta 1,36 olarak kabul edilmiştir. Borç Oranı %43,3 olarak kabul edilmiştir (2021/09 mali verilerine göre finansal borçlar kullanılmıştır). AOSM 2021 için %21,5 ve devam eden yıllar için %21,6 olarak hesaplanmıştır.
- Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir.
- Koleksiyon Mobilya'nın mobilya segmenti için halka arz öncesi piyasa değeri 324 milyon TL hesaplanmış, bu değere %42 iskonto uygulanarak 188 milyon TL halka arz değerine ulaşılmıştır. Yatırım Amaçlı Gayrimenkul olarak sınıflandırılan ve proje geliştirilmesi planlanan Büyükdere Gayrimenkul arazisi, 300 milyon TL'lik Yatırım Amaçlı Gayrimenkul değeri ile iskontosuz olarak değerlemeye eklenmiştir. Yatırım amaçlı gayrimenkule herhangi bir iskonto uygulanmamış olması nedeniyle halka arz değeri olan 488 milyon TL'nin halka arz öncesi mobilya segmenti + gayrimenkul değeri olan 624 milyon TL'ye göre iskontosu %22 olmaktadır. Yatırım amaçlı gayrimenkulün değer artışından kaynaklanan herhangi bir ertelenmiş vergi yükümlülüğünün oluşmuş olması durumunda ilgili vergi yükümlülüğünün değerden düşülmesi gerektiği ve bu

durumun halka arz değerine ulaşılırken uygulanan iskonto oranını daha da düşürebileceğine dikkat çekmek isteriz.

- Sonuç olarak yukarıdaki çekincelerimizin saklı kalması şartı ile birlikte, Koleksiyon Mobilya'nın halka arz fiyatının tespit edilmesinde mobilya segmenti için %42, yatırım amaçlı gayrimenkul için %0 olarak uygulanan halka arz iskontosu ile oluşan halka arz öncesi değere göre %22 olan iskonto sonrası hesaplanan 1,45 TL pay başı talep toplama fiyatının, İNA'da 2021-2026 arasında öngörülen gelir-gider-nakit akım varsayımlarının gerçekleşeceği ve yatırım amaçlı gayrimenkulün 300 milyon TL bugünkü değere işaret eden nakit akışı üretebileceği varsayımı altında, makul olduğu kanaatindeyiz.