



**KOZA POLYESTER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.  
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN  
HAZIRLANAN ANALİST RAPORU**

**PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.**

**5 NİSAN 2023**



## İçindekiler

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| 1. AMAÇ .....                  | 2 |
| 2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ ..... | 2 |
| 3. HALKA ARZ BİLGİLERİ .....   | 3 |
| 4. FİNANSAL TABLOLAR .....     | 3 |
| 5. DEĞERLEME HAKKINDA .....    | 4 |
| 6. GÖRÜŞ .....                 | 9 |

**KOZA POLYESTER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.****[KOPOL]****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 arz aracılığı eden Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin ("Garanti Yatırım") Koza Polyester Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Koza Polyester" 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.

**KOZA POLYESTER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.****Halka Arzı Hakkında Bilgilendirme Raporu****2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ**

Şirket'in merkezi Başpınar (Organize) OSB Mah. O.S.B. 4. Bölge 83414 No'lu Cadde No: 30 Şehitkâmil/Gaziantep olup aynı adreste bulunan toplam 72.607 m<sup>2</sup> açık ve 52.746 m<sup>2</sup> kapalı alana sahip fabrikada üretimlerini gerçekleştirmektedir. Şirket'in fabrika binasında bulunan merkez ofisine ek olarak Adana'da bir adet şubesi, Gaziantep ve İstanbul'da iki adet irtibat bürosu bulunmaktadır. Şirket'in başlıca faaliyet alanı polyester elyaf, polyester cips ve plastifiyan üretimi ve satışının yapılmasıdır. Ürünlerin üretimi için başta PTA (Purified Terephthalic Acid) olmak üzere MEG (Mono Etilen Glikol), DEG (Di Etilen Glikol), 2EH (2-Ethylhexanol), Titandioksit ve Spinfinish hammaddeleri kullanılmaktadır. Üretilen ürünler hem yurt içinde satılmakta hem de yurt dışına ihraç edilmektedir. Şirket'in 2022 yılı için ortalama personel sayısı 288'dir.

Şirket, Koza Polyester Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanıyla 03.11.2011 yılında kurulmuş olup 3 elyaf hattı, 1 plastifiyan hattı ve polimer tesisinin yatırımı ve montajının tamamlanmasını takiben Nisan 2014'te Gaziantep 4. Organize Sanayi Bölgesi'nde faaliyete geçmiştir.

Koza Polyester mevcut ürünlerinin çeşitliliği ile birçok farklı endüstride faaliyet gösteren müşterilere satış yapmaktadır. Şirket'in üretimini gerçekleştirdiği polyester elyaf ürünü; giyim, ev tekstili, geniş yelpazeli nonwoven kumaş ürünleri ve dolgu malzemeleri üretimi yapan şirketlere satılmaktadır.

**KOZA POLYESTER HALKA ARZ ÖZETİ**

| Halka Arz Şekli                  | PAY - Adet                            |
|----------------------------------|---------------------------------------|
| Halka Arz Öncesi Sermaye         | 193.000.000                           |
| Halka Arz Sonrası Sermaye        | 216.160.000                           |
| Sermaye Artırımı                 | 23.160.000                            |
| Ortak Satışı                     | 21.230.000                            |
| <b>Toplam</b>                    | <b>44.390.000</b>                     |
| <b>Halka Arz Büyüklüğü</b>       |                                       |
| Halka Arz Fiyatı                 | 24,50 TL                              |
| Brüt Halka Arz Geliri (Şirket)   | 567.420.000                           |
| Brüt Halka Arz Geliri (Ortaklar) | 520.135.000                           |
| Halka Arz Büyüklüğü              | 1.087.555.000                         |
| <b>Kotasyon</b>                  |                                       |
| Halka Arz Tarihi                 | 05-06-07 Nisan 2023                   |
| İşlem Göreceği Pazar             | Yıldız Pazar                          |
| <b>Halka arz Taahhütleri</b>     |                                       |
| Bedelli Sermaye Artırımı Yapmama | 1 Yıl                                 |
| Ortak Satışı Yapmama             | 1 Yıl                                 |
| <b>Halka arz Yöntemi</b>         |                                       |
| Aracılık Türü                    | En İyi Gayret Aracılığı               |
| Lider Aracı Kuruluş              | Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. |
| Dağıtım Yöntemi                  | Eşit Dağıtım Yöntemi                  |
| Halka Arzda Satış Yöntemi        | Sabit Fiyat İle Talep Toplama         |

### 3. HALKA ARZ BİLGİLERİ

Şirket 193.000.000 TL olan ödenmiş sermayesini 900.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içerisinde kalmak kaydıyla 23.160.000 TL artırarak 216.160.000 TL'ye çıkaracaktır. Şirket tarafından sermaye artırımını kapsamındaki 23.160.000 pay ve ortak satışı kapsamındaki 21.230.000 pay olmak üzere toplam 44.390.000 pay Halka arz edilecektir.

Halka arz edilecek 44.390.000 adet payın halka arz sonrası 216.160.000 TL'ye ulaşılacak çıkarılmış sermayesine oranı %20,54'tür.

| HALKA ARZ                                   |                    |              |
|---------------------------------------------|--------------------|--------------|
|                                             | (TL)               | %            |
| Sermaye Artırımı                            | 23.160.000         |              |
| Ortak Satışı                                | 21.230.000         |              |
| <b>TOPLAM</b>                               | <b>44.390.000</b>  |              |
| <b>Halka Arz ile Ulaşılabilecek Sermaye</b> | <b>216.160.000</b> | <b>20,54</b> |

Şirket paylarının halka arzı Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından “Sabit Fiyat ile Talep Toplama” ve “En İyi Gayret” aracılığı yöntemleri kullanılmak suretiyle gerçekleştirilecektir.

Sabit fiyat ile talep toplama süresi 3 iş günü olup, 05-06-07 Nisan 2023 tarihlerinde gerçekleşecektir.

Halka arz edilecek 44.390.000 TL nominal değerli Şirket paylarının halka arzında tahsisat aşağıdaki gibi olacaktır;

- 33.292.500 TL nominal değerli %75 oranındaki kısmı Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara,
- 11.097.500 TL nominal değerli %25 oranındaki kısmı Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara tahsis edilmiştir.

Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 20 gün fiyat istikrarı işlemleri sağlanacaktır.

### 4. FİNANSAL TABLOLAR

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 ile biten mali yıl dönemlerine ait finansal tabloları aşağıda yer almaktadır:

| Bilanço Tablosu (TL)      | 31.12.2020         | 31.12.2021           | 31.12.2022           |
|---------------------------|--------------------|----------------------|----------------------|
| Dönen Varlıklar           | 221.078.667        | 668.171.088          | 1.485.483.673        |
| Duran Varlıklar           | 687.778.806        | 1.184.350.800        | 1.938.950.734        |
| <b>TOPLAM VARLIKLAR</b>   | <b>908.857.473</b> | <b>1.852.521.888</b> | <b>3.424.434.407</b> |
| Kısa Vadeli Yükümlülükler | 317.951.997        | 604.417.322          | 1.158.518.104        |
| Uzun Vadeli Yükümlülükler | 324.811.546        | 540.437.877          | 545.304.245          |
| Özkaynaklar               | 266.093.930        | 707.666.689          | 1.720.612.058        |
| <b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>   | <b>908.857.473</b> | <b>1.852.521.888</b> | <b>3.424.434.407</b> |

| Gelir Tablosu (TL)                  | 31.12.2020        | 31.12.2021         | 31.12.2022         |
|-------------------------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| Hâsılat                             | 616.101.236       | 1.330.751.915      | 2.907.258.063      |
| Satışların Maliyeti                 | (558.496.714)     | (1.082.694.327)    | (2.343.408.555)    |
| <b>Brüt Kâr</b>                     | <b>57.604.522</b> | <b>248.057.588</b> | <b>563.849.508</b> |
| Genel Yönetim Giderleri             | (3.379.476)       | (4.910.882)        | (13.425.622)       |
| Pazarlama Giderleri                 | (3.020.895)       | (6.505.826)        | (16.058.576)       |
| Esas Faaliyetlerden Diğ. Gel.       | 5.753.699         | 2.742.037          | 9.612.886          |
| Esas Faaliyetlerden Diğ. Gid.       | (19.715.951)      | (13.297.193)       | (23.621.406)       |
| <b>Esas Faaliyet Kârı</b>           | <b>37.241.899</b> | <b>226.085.724</b> | <b>520.356.790</b> |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gel.       | 22.971            | 44.564             | 3.078.271          |
| Yatırım Faaliyetlerinden Gid.       | (498.103)         | (1.674.803)        | (3.924.781)        |
| <b>Finansman Gel/Gid Öncesi Kâr</b> | <b>36.766.767</b> | <b>224.455.485</b> | <b>519.510.280</b> |
| Finansman Gelirleri                 | 122.195           | 165.264            | 865.774            |
| Finansman Giderleri                 | (26.069.120)      | (31.972.954)       | (93.750.710)       |
| <b>Vergi Öncesi Kâr/Zarar</b>       | <b>10.819.842</b> | <b>192.647.795</b> | <b>426.625.344</b> |
| Vergi Gelir/Gideri                  | (1.070.974)       | (43.072.021)       | 18.512.829         |
| <b>Net Dönem Kârı/Zararı</b>        | <b>9.748.868</b>  | <b>149.575.774</b> | <b>445.138.173</b> |

## 5. DEĞERLEME HAKKINDA

Fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında ‘Maliyet, Gelir ve Pazar’ değerleme yaklaşımlarının tamamı dikkate alınmıştır.

### • Maliyet Yaklaşımı

Şirket’in kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması nedeniyle eşit faydaya sahip başka bir varlığın elde edilme maliyetinin hesaplanamayacak olması ve faaliyetlerinin sürekli olduğu düşünüldüğü için maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında dikkate alınmış fakat kullanılmamıştır.

### • Gelir Yaklaşımı

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi, şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratacağı varsayılan nakit akımlarının bugünkü değerlerine indirgenmeleri esasına dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin uzun vadeli potansiyelini de yansıtarak özgün değerini bulmaya odaklanır. Bunu yaparken de şirket özelindeki riskleri belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin en önemli dezavantajı, varsayımlara çok duyarlı olması dolayısıyla objektif bir değerlendirme yapmanın zorluğudur. Bu değerlendirme raporunda yer alan İNA değerlemesi kapsamında, Şirket’in stratejik hedefleri ve geçmiş yıllardaki performansı dikkate alınmış ve hem tonaj hem de hâsılat bazında rakamlar gözden geçirilmiştir.

### • Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması ve işbir paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceği olması nedeni ile değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

**A) İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi**

Şirket'in mal alımları USD cinsinden olup 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 dönemlerini içeren bağımsız denetim raporları fonksiyonel para birimi USD olarak hazırlanmıştır. Bu kapsamda Şirket'in İNA değerlemesinde kullanılan değerlendirme para birimi USD'dir. Tahmini nakit akışlarını indirmek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtmaması gerekli görülmektedir. Dolayısıyla değerlendirme kapsamında işletme değerlemelerinde yaygın olarak kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır. Şirket'in projeksiyon dönemi için hesaplanan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aşağıda verilmektedir.

| AOSM                          | 2023          | 2024          | 2025          | 2026          | 2027          |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Risksiz Getiri Oranı          | %9,02         | %9,02         | %9,02         | %9,02         | %9,02         |
| Hisse Senedi Risk Primi       | %5,50         | %5,50         | %5,50         | %5,50         | %5,50         |
| Borçlanma Risk Primi          | %1,00         | %1,00         | %1,00         | %1,00         | %1,00         |
| Borç/Özkaynaklar              | %116,34       | %116,34       | %116,34       | %116,34       | %116,34       |
| Borç/(Borç+Özkaynaklar)       | %53,78        | %53,78        | %53,78        | %53,78        | %53,78        |
| Kaldıraçsız Beta              | 0,60          | 0,60          | 0,60          | 0,60          | 0,60          |
| Kaldıraçlı Beta               | 1,17          | 1,17          | 1,17          | 1,17          | 1,17          |
| Efektif Vergi Oranı           | %18           | %18           | %18           | %18           | %18           |
| Sermaye Maliyeti              | %15,46        | %15,46        | %15,46        | %15,46        | %15,46        |
| Borç Maliyeti (Vergi Öncesi)  | %10,02        | %10,02        | %10,02        | %10,02        | %10,02        |
| Borç Maliyeti (Vergi Sonrası) | %8,21         | %8,21         | %8,21         | %8,21         | %8,21         |
| <b>AOSM</b>                   | <b>%11,56</b> | <b>%11,56</b> | <b>%11,56</b> | <b>%11,56</b> | <b>%11,56</b> |

**İNA Sonucunda Bulunan Değer**

Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Genel olarak;

- Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişiklik yaşanmayacağı
- Karşılaşılabilecek olası risklerin Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği varsayılmıştır.

İNA yöntemi Şirket'in öngörülleri baz alınarak, birçok varsayımsal parametreye bağlı olarak yapıldığından, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyon ve varsayımların farklılaşması hâlinde özsermaye değeri ve pay başına değer değişebilir. Aşağıdaki tabloda firmanın serbest nakit akımları projekte edilmektedir.

| İNA (Bin USD)               | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          | 2026          | 2027          |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Net Satışlar                | 175.663       | 187.523       | 197.395       | 205.493       | 213.950       | 220.711       |
| <b>Yıllık Büyüme</b>        | <b>%16,74</b> | <b>%6,75</b>  | <b>%5,26</b>  | <b>%4,10</b>  | <b>%4,12</b>  | <b>%3,16</b>  |
| FVÖK                        | 31.458        | 35.190        | 37.073        | 38.615        | 40.221        | 41.499        |
| <b>FVÖK Marjı</b>           | <b>%17,91</b> | <b>%18,77</b> | <b>%18,78</b> | <b>%18,79</b> | <b>%18,80</b> | <b>%18,80</b> |
| Vergi Oranı                 | %23           | %18           | %18           | %18           | %18           | %18           |
| Vergi Sonrası Faaliyet Kârı | 24.222        | 28.856        | 30.400        | 31.664        | 32.981        | 34.029        |

|                                                           |       |                |               |               |               |               |
|-----------------------------------------------------------|-------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Amortisman                                                | 3.099 | 3.718          | 4.131         | 4.336         | 4.550         | 4.771         |
| NIS Değişimi                                              |       | (14.740)       | 2.344         | 1.923         | 2.008         | 1.605         |
| Yatırım Harcamaları                                       |       | 3.093          | 987           | 1.027         | 1.070         | 1.104         |
| <b>Serbest Nakit Akımı (SNA)</b>                          |       | <b>44.221</b>  | <b>31.200</b> | <b>33.050</b> | <b>34.453</b> | <b>36.091</b> |
| İndirgeme Oranı (AOSM)                                    |       | %11,56         | %11,56        | %11,56        | %11,56        | %11,56        |
| İndirgeme Faktörü                                         |       | 0,95           | 0,85          | 0,76          | 0,68          | 0,61          |
| İndirgenmiş SNA Değerleri                                 |       | 41.867         | 26.477        | 25.140        | 23.492        | 22.058        |
| <b>SNA İndirgenmiş Değer Toplamı</b>                      |       | <b>139.034</b> |               |               |               |               |
| Terminal Büyüme Oranı                                     |       | %3,00          |               |               |               |               |
| <b>İndirgenmiş Terminal Değer</b>                         |       | <b>232.282</b> |               |               |               |               |
| <b>Çatı GES'ten Yaratılan Değer-İndirgenmiş</b>           |       | <b>10.380</b>  |               |               |               |               |
| <b>Firma Değeri</b>                                       |       | <b>381.696</b> |               |               |               |               |
| Net Borç Tutarı                                           |       | 60.198         |               |               |               |               |
| <b>Özsermaye Değeri - 31.12.2022 İtibariyle</b>           |       | <b>321.497</b> |               |               |               |               |
| Değerleme Tarihi İtibariyle<br>Özkaynak Değerleme Faktörü |       | 1,02957        |               |               |               |               |
| <b>Özsermaye Değeri – 15.03.2023 İtibariyle</b>           |       | <b>331.005</b> |               |               |               |               |
| 1 TL Nominal Değerli Pay Adedi                            |       | 193.000        | Bin adet      |               |               |               |
| 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Değer                     |       | 1,72           | USD           |               |               |               |
| 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Değer                     |       | 32,50          | TL            |               |               |               |

Projeksiyon dönemi boyunca değişen AOSM ile indirgenmiş nakit akımları üzerinden Şirket'in 31.12.2022 tarihindeki işletme değeri bulunmuş ve işletme değerinden yine aynı tarihteki net finansal borç tutarı çıkartılarak firmanın 31.12.2022 tarihindeki özsermaye değeri 321.497.252 USD olarak hesaplanmıştır. 31.12.2022 itibariyle özsermaye değeri üzerinden %15,46 yıllık büyüme oranı (2023 yılı için hesaplanan özsermaye maliyeti) ile hesaplanan değerleme tarihindeki özsermaye değeri 331.004.584 USD'dir. Bulunan özsermaye değeri 14 Mart 2023 için USD/TRY TCMB alış paritesi olan 18,95 üzerinden TL'ye dönülmüş ve Şirket'in TL cinsinden özsermaye değeri 6.273.000.266 TL olarak hesaplanmıştır.

Halka arz satış fiyatı olarak belirlenen 24,50 TL, İNA değerlemesi sonucu hesaplanan pay başına fiyat olan 32,50 TL'ye göre %24,62 iskontoludur.

## B) Çarpan Analizi Yöntemi

İD/FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kâr performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (halka açık şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerleme çarpanlarından birisi olduğu için seçilmiştir. Çarpanlar hesaplanırken şirketlerin 14 Mart 2023 piyasa kapanışı işletme ve piyasa değerleri ile 15 Mart 2023 itibariyle açıklanmış olan en güncel finansal tablolar üzerinden son 12 aylık finansal veriler kullanılmıştır.

Yurt içi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında Borsa İstanbul'da işlem gören tekstil şirketleri ile elyaf ve polyester üreticisi şirketler incelenmiş ve bu şirketler arasından operasyonları Koza Polyester'e en çok benzeyen şirketler yurt içi benzer şirketler olarak seçilmiştir.

| Seçilen Yurt içi Benzer Şirket Çarpanları      | Piyasa Değeri (Milyon USD) | İşletme Değeri (Milyon USD) | FAVÖK (Milyon USD) | İD/FAVÖK     |
|------------------------------------------------|----------------------------|-----------------------------|--------------------|--------------|
| Arsan Tekstil Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi | 87,0                       | 87,3                        | 6,6                | 13,15        |
| Lüks Kadife Ticaret ve Sanayi A.Ş.             | 42,7                       | 48,0                        | 3,6                | 13,31        |
| Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş.                | 1.409,4                    | 1.447,1                     | 237,6              | 6,09         |
| <b>Ortalama</b>                                |                            |                             |                    | <b>10,85</b> |

Yurt içi seçilen benzer şirketlere ilişkin yukarıda verilen analiz yurt dışı seçilen benzer şirketler için de yapılmıştır.

| Seçilen Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları                         | Piyasa Değeri (Milyon USD) | İşletme Değeri (Milyon USD) | FAVÖK (Milyon USD) | İD/FAVÖK    |
|--------------------------------------------------------------------|----------------------------|-----------------------------|--------------------|-------------|
| Indian Acrylics Limited                                            | 17,09                      | 40,32                       | 2,9                | 13,97       |
| Indo Rama Synthetics (India) Limited                               | 135,88                     | 185,45                      | 36,4               | 5,09        |
| PT Tifico Fiber Indonesia Tbk                                      | 206,62                     | 187,75                      | 20,2               | 9,30        |
| Shinkong Synthetic Fibers Corporation                              | 952,56                     | 2.681,65                    | 268,7              | 9,98        |
| Unitika Ltd.                                                       | 91,56                      | 723,67                      | 63,6               | 11,38       |
| Aquafil S.p.A.                                                     | 283,65                     | 535,17                      | 78,4               | 6,83        |
| Ganesha Ecosphere Limited                                          | 221,19                     | 271,16                      | 16,7               | 16,26       |
| Jiangsu Sanfame Polyester Material Co., Ltd.                       | 1.698,41                   | 1.694,23                    | 285,3              | 5,94        |
| Vardhman Acrylics Limited                                          | 46,10                      | 32,16                       | 3,2                | 10,09       |
| China Man-Made Fiber Corporation                                   | 372,95                     | 2.076,36                    | 331,2              | 6,27        |
| Elite Color Environmental Resources Science & Technology Co., Ltd. | 321,30                     | 333,31                      | 25,5               | 13,07       |
| <b>Ortalama</b>                                                    |                            |                             |                    | <b>9,83</b> |

#### Çarpan Analizi Sonucunda Bulunan Değer

Şirket'in piyasa değerinin tespit edilebilmesi için Türkiye'de faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan İD/FAVÖK çarpanı analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir.

| Yöntem   | 31.12.2022 FAVÖK (Milyon USD) | Çarpan | İşletme Değeri (Milyon USD) | Net Borç (Milyon USD) | İskonto Öncesi Piyasa Değeri (Milyon USD) | Pay Başına Değer (Milyon USD) |
|----------|-------------------------------|--------|-----------------------------|-----------------------|-------------------------------------------|-------------------------------|
| İD/FAVÖK | 34,5                          | 10,85  | 374,7                       | 60,2                  | 315                                       | 1,63                          |

Şirket'in piyasa değerinin tespit edilebilmesi için yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan çarpan analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir.

| Yöntem   | 31.12.2022 FAVÖK (Milyon USD) | Çarpan | İşletme Değeri (Milyon USD) | Net Borç (Milyon USD) | İskonto Öncesi Piyasa Değeri (Milyon USD) | Pay Başına Değer (Milyon USD) |
|----------|-------------------------------|--------|-----------------------------|-----------------------|-------------------------------------------|-------------------------------|
| İD/FAVÖK | 34,5                          | 9,83   | 339,6                       | 60,2                  | 279                                       | 1,45                          |

Yurt içi benzer şirketler çarpanının %50 ve yurt dışı benzer şirketler çarpanının %50 ağırlıklandırılması sonucu şirketin pay başına değeri 1,54 USD hesaplanmaktadır. Bu fiyat, değerlendirme tarihindeki USD/TRY paritesi olan 18,95 üzerinden TL'ye dönüldüğünde pay başına fiyat 29,16 TL hesaplanmaktadır. Halka arz fiyatı olan 24,50 TL, bu değere kıyasla %16 iskontoludur.

### Değerleme Sonucu

Bu raporun değerlendirme yöntemleri başlığı altında açıklandığı üzere, Şirket değerlemesinde İD/FAVÖK Çarpanı Analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Çarpan Analizi Yönteminde Yurt İçi Benzer Şirketlere %50, Yurt Dışı Benzer Şirketlere de %50 ağırlık verilmiştir. Ayrıca, hem Çarpan Analizi yöntemi hem de Nakit Akımları yöntemi nihai Şirket Değeri hesaplanırken %50-%50 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Bu bağlamda Şirket'in piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

| Yurt İçi Çarpanlar (Ağırlık %50)                         |                |
|----------------------------------------------------------|----------------|
| Yurt İçi Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı               | 10,85          |
| 31.12.2022 FAVÖK (Bin USD)                               | 34.540         |
| İşletme Değeri (Bin USD)                                 | 374.710        |
| Yurt Dışı Çarpanlar (Ağırlık %50)                        |                |
| Yurt Dışı Benzerler Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı           | 9,83           |
| 31.12.2022 FAVÖK (Bin USD)                               | 34.540         |
| İşletme Değeri (Bin USD)                                 | 339.643        |
| Ağırlıklı İşletme Değeri – Çarpanlar (Ağırlık %50)       | 357.176        |
| İşletme Değeri – İNA (Ağırlık %50)                       | 391.203        |
| <b>Ağırlıklı Ortalama İşletme Değeri – Çarpan ve İNA</b> | <b>374.190</b> |
| Net Borç (Bin USD)                                       | 60.198         |
| <b>%50 Çarpan %50 İNA Ağırlıklı Piyasa Değeri</b>        | <b>313.991</b> |
| Pay Adedi                                                | 193.000.000    |
| <b>Pay Başına Fiyat (USD)</b>                            | <b>1,627</b>   |
| 14.03.2023 tarihli TCMB Alış Kuru                        | 18,95          |
| <b>Pay Başına Fiyat (TL)</b>                             | <b>30,83</b>   |
| <b>Halka Arz Fiyatı (TL)</b>                             | <b>24,50</b>   |
| <b>İskonto Oranı</b>                                     | <b>%20,54</b>  |

Halka arz satış fiyatı olarak belirlenen 24,50 TL hesaplanan pay başına fiyat olan 30,83 TL'ye göre %20,54 iskontoludur.

## 6. GÖRÜŞ

Garanti BBVA Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olduğu görüşündeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin detaylı ve yeterli açıklamalar yapılmıştır.

Koza Polyester fiyat tespitinde piyasa çarpanları ile indirgenmiş nakit akımları yöntemine eşit ağırlık verilmiştir.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, Garanti BBVA Yatırım tarafından konu alınan BİST'te işlem gören Arsan Tekstil, Lüks Kadife ile Aksa Akrilik benzer şirketler çarpanları yönteminden elde edilen değere %25, yurt dışı benzer şirketler çarpanları yönteminden elde edilen değere %25 ve indirgenmiş nakit akımları yöntemine %50 ağırlık verilmiştir. Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

### 6.1 Pazar Yaklaşımı

- Makro varsayımlara göre; TL enflasyon 2023-2027 döneminde %51 ile başlamış ve %15 ile tamamlanmıştır. Yine bahsi geçen dönemde USD/TRY ortalama paritesinin 21,86 olacağı ve 2027 ortalamasında ise 40,66 olacağı öngörülmüştür. USD/TRY kurunun TL enflasyon artışının gerisinde kalacağı öngörüldüğünü hatırlatmak isteriz. Bu öngörünün genel seçim sonrasında ortodoks politikalara dönülebileceğine yönelik kamuoyuna yansıyan açıklamaları hatırladığımızda bahsi geçen varsayımlarda ciddi sapmalara yol açabileceğini düşünmekteyiz.
- Şirket hisseleri BİST Yıldız Pazar'da işlem görecektir. Bu sebeple, Yıldız Pazar çarpanlarının da değerlemeye dâhil edilmesinin makul olacağı görüşündeyiz.
- F/K ve PD/DD çarpanlarının neden kullanılmadığına ilişkin açıklama görememekteyiz. Kullanılmasa dahi, F/K ve PD/DD tablolarının paylaşılmasının yerinde olabileceğini düşünmekteyiz.

### 6.2 Gelir Yaklaşımı

- İNA değerlemesinde Şirket'in fonksiyonel para birimi ABD doları cinsinden hazırlanmıştır ve değerlendirme kapsamında Şirket'in 2023-2027 yılları arasında yaratacağı nakit akımları ve 2027 sonrası için nihai dönem dikkate alınmıştır. Terminal büyüme oranı (uç büyüme) %3 olarak kabul edilmiştir ve firma değerinin kabaca %62'si uç büyümeden gelmektedir.
- Şirket'in betası hesaplanırken çarpan analizi kısmında seçilmiş olan yurt dışı benzer şirketlerin kaldıraçsız beta hesaplamasına dâhil edilmemesinin daha uygun olacağı görüşündeyiz.
- 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla TL cinsinden banka kredilerinin ağırlıklı ortalama etkin faiz oranı %16,60, EURO kredilerinin %8,19 ve USD kredilerinin %13,01'dir. AOSM hesaplamasında en azından projeksiyonun ilk yıllarında cari borçlanma oranına yer verilmesinin uygun olacağı kanaatindeyiz. Söz konusu etkinin iskonto içinde telafi edildiği görülmektedir.
- Koşullu yükümlülükler kısmında Şirket'in 5,8 milyar TL teminat, rehin, ipotek, kefalet (TRİK) pozisyonu bulunmaktadır.
- 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla Akınal Sentetik'in GKS'ler kapsamında 4.680.076.292 TL (47.972.298 USD, 180.252.052 EURO ve 189.769.241 TL) açık riskine karşılık olarak, Koza Polyester'in Akınal Sentetik lehine 8.332.381.369 TL (248.800.000 USD, 88.211.846 EURO ve 1.921.750.000 TL) tutarında kefalet ve garantörlüğü bulunmaktadır. Bilanço döneminden

sonra yapılan işlemler ile bu tutarlarda azalma gerçekleşmiş olsa da ilişkili taraf yükümlülükleri dikkat çekmektedir.

- Şirketin öz kaynakları 2020 yılı 266 milyon TL; 2021 yılı 708 milyon TL ve 2022 yılı için de 1.7 milyar TL'dir. Bunun önemli kısmı yabancı para çevrim farklarından kaynaklanmıştır. Şirket makine parkuru için yapmış olduğu USD bazlı değerlemeyi cari kur ile değerleyip çevrim farkı olarak özkaynaklarına yansıtmıştır. Döviz kuruna bu derece duyarlı bir aktif pasif yapısı finansal öngörülebilirlik üzerinde baskı oluşturmaktadır.

Sonuç olarak, Garanti BBVA Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, yukarıdaki çekincelerimiz saklı kalmak kaydıyla belirlenen %20,54 halka arz iskontosu ile 24,50 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.

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