

ROYAL HALI

İplik Tekstil Mobilya San. ve Tic. A.Ş

"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ

24 NİSAN 2013

 **Ziraat Yatırım**

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Levent Mah. Ganca Sok. No: 22
(Emlak Pasajı) Kat: 1 Beşiktaş/İST.
Büyük Mükellefler V.D. 998 010 4594

İÇİNDEKİLER

I. DÜNYA HALI SEKTÖRÜ	3
II. TÜRKİYE HALI SEKTÖRÜ	4
III. ŞİRKET BİLGİLERİ	5
III. 1 Ortaklık Yapısı	
III. 2 Üretim	6
III.2.1 Halı Üretimi	6
III.2.2 İplik Üretimi	7
III.3 Satışlar	8
III.3.1 Halı Satışları	8
III.3.2 İplik Satışları	9
IV. FİNANSAL BİLGİLER	9
V. DEĞERLENDİRME	11
VI. NİHAİ GÖRÜŞ	13

İşbu rapor 12/02/2013 tarihli Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni'nde açıklanan Kurul Karar Organı'nın 12/02/2013 tarih ve 5/145 sayılı kararında yer alan A) Payların İlk Halka Arzı Öncesi Uyulacak Esasların 7. Maddesi çerçevesinde Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış ve yayımlanmıştır.

I. Dünya Halı Sektörü

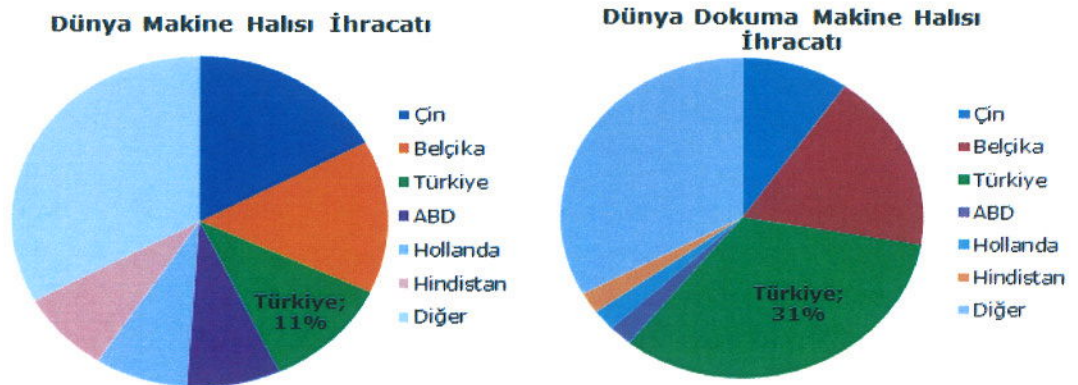
Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler şirketin halka arz izahnamesinden alınmıştır.

Dünyada halı ticareti, el halısı ve makine halısı olmak üzere; üretim teknikleri, yatırım eğilimleri, maliyetleri, tüketici profilleri, kullanım amaçları, pazar yapıları ve sermaye yoğunlukları oldukça farklı olan iki ana grupta incelenmektedir. El halısı, emek-yoğun ve tarihsel-kültürel miras yoluyla gelişen motiflere dayalı bir üretim yapısına sahipken; makine halısı sermaye-yoğun ve teknik tekstil kategorisinde ele alınabilecek bir üretim yapısına sahiptir.

Milyar USD	2008	2009	2010	2011	
	Tutar	Tutar	Tutar	Tutar	Pay
Makine Halısı	12,3	10,3	11,9	12,8	87,7%
<i>Dokuma Makine Halısı</i>	3,5	2,9	3,6	3,9	26,7%
<i>Tufting Halı</i>	6,6	5,4	5,9	6,4	43,8%
<i>Diğer Makine Halıları (keçe, yer kaplamaları vd)</i>	2,2	2,0	2,4	2,5	17,1%
El Halısı	1,9	1,7	2,2	1,8	12,3%
Toplam Halı	14,2	12,0	14,1	14,6	100,0%

Toplam halı ihracatı, global ekonomilerde görülen nispi iyileşme üzerine 2010 ve 2011’de sırasıyla %19,5 ve %3,5 artarak 14 milyar ABD Doları seviyesini aşmıştır. Tufting halı ihracatının, dokuma makine halısına göre daha yavaş toparlanmasının sebebi, tufting halı ihracatının ağırlıklı olarak Avrupa ülkeleri ve ABD’ye gerçekleştirilmesi ve bu ülkelerdeki ekonomik durgunluğun halen devam ediyor olmasından kaynaklanmaktadır. 2011 itibariyle makine halısının toplam dünya halı ihracatı içerisindeki payı %87,6’dır. El halısı ihracatı toplam halı ihracatının ancak %12,4’ünü oluşturmaktadır. Makine halısı ihracatını kırılımlarına ayırdığımızda ise dokuma halı %30,4, tufting halı ise %49,9’luk paya sahiptir. Geri kalan %19,5’lik pay diğer makine halısı ihracatlarından kaynaklanmaktadır.

Halı pazarının dünya genelinde özellikle nüfus artışının ve konutlaşma oranlarının yüksek olduğu ülkelerde büyümeye devam etmesi beklenmektedir. Ayrıca, halının günümüzde giderek yaygınlaşan bir anlayışla daha çok dekorasyon amaçlı kullanılmaya başlanması ve fonksiyonel ürünlere olan talebin artmasıyla birlikte 6 yıl olan ortalama halı yenileme süresi kısalarak 4 yıla inmiştir. Halı yenileme sürelerinin kısalmasının halı sektörünün büyümesini destekleyeceği öngörülmektedir.



Dünya makine halısı ihracatında ilk 3 sırada bulunan ülkeler sırasıyla Çin, Belçika ve Türkiye’dir. Makine halısı da dokuma ve tufting olmak üzere ikiye ayrıldığında, Türkiye’nin üretim ve

ihracatının Belçika ve Çin'in aksine dokuma makine halısı ağırlıklı olduğu ve dokuma makine halısı ihracatında Türkiye'nin dünya lideri olduğu göze çarpmaktadır. 2011 itibariyle 1,3 milyar ABD Doları değerinde ihracat ile dünya dokuma makine halısı ihracatının %31'ini tek başına gerçekleştiren Türkiye, 2012 yılında dokuma makine halısı satışını %31,5 oranında arttırarak 1,7 milyar ABD Doları seviyesine yükseltmiştir.

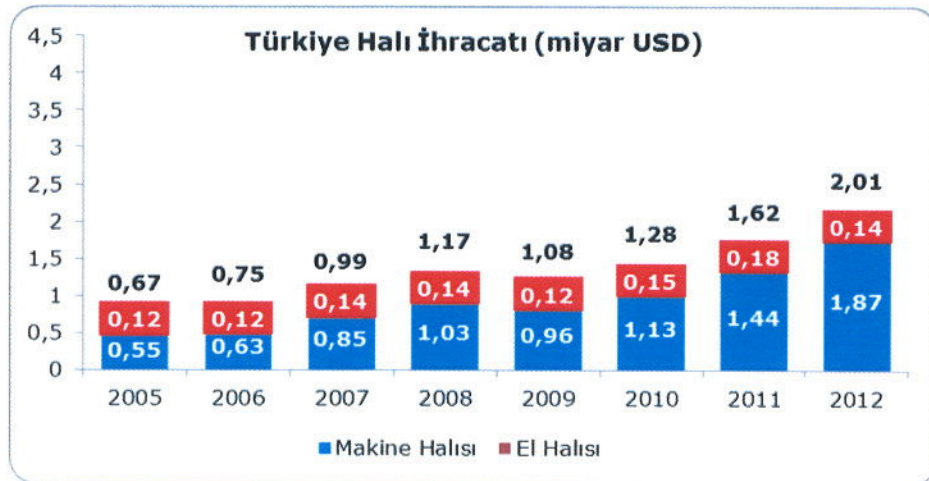
II. Türkiye Halı Sektörü

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler şirketin halka arz izahnamesinden alınmıştır.

Türkiye halı sektöründe yaklaşık 200 adet firma doğrudan üretici olarak faaliyet göstermekte olup, bunların 170 adedi Gaziantep'tedir. 2012 itibariyle 40.000'in üzerinde çalışan ile yıllık yaklaşık 300 milyon m² dokuma makine halısı üretilmiştir. 2012 yılı itibariyle dünyadaki dokuma makine halısı tezgahlarının yaklaşık %40'ının Türkiye'de yer aldığı tahmin edilmektedir.

Bölgeye yapılan yatırım, hammadde tedarikine yakınlık, kapasite, insan gücü, araştırma-geliştirme ve bilgi birikimi, Gaziantep'in Türkiye'nin ve dünyanın önemli makine halısı üretim merkezlerinden birisi haline gelmesinde önemli rol oynamıştır. Gaziantep'teki dokuma makine halısı ihracatı ilin toplam ihracatının %25'ini oluşturmaktadır. Gaziantep makine halısı üretiminin yanı sıra, makine halısı üretiminde kullanılan iplik üretiminde de önemli bir rol oynamaktadır. Türkiye'deki büyük iplik üreticileri ağırlıklı olarak Gaziantep'te faaliyet göstermektedir. Gaziantep'in iplik üretimi konusunda öne çıkması, makine halısı üretiminin de gelişmesini destekleyen en önemli etkenlerden biridir. Gaziantep'ten Orta Doğu ve Avrupa ülkeleri ağırlıklı olmak üzere toplam 125 ülkeye dokuma makine halısı ihracatı yapılmaktadır. Makine halısı ihracatının toplam makine halısı satışlarının yaklaşık %60'ını oluşturduğu öngörülmektedir. Türkiye halı ihracatı 2012 yılsonu itibariyle Türkiye toplam ihracatının %1,3'ünü oluşturmuştur.

Türkiye'nin halı ihracatı 2005-2012 yılları arasında %17,0 YBBO ile büyümüş ve 2 milyar ABD Doları'nı aşmıştır. 2011 yılını %26,8 oranında artışla tamamlayan halı ihracatı, 2012 yılında, Türkiye'nin genel ihracatı 2011 yılına göre %12,6 oranında artış gösterirken, aynı dönemde yaklaşık iki katı hızla büyüyerek %23,5 oranında artmıştır.



Türkiye'de sektörün büyümesini destekleyen ana etkenler şöyle sıralanabilir:

Makroekonomik Özellikler: Türkiye'nin GSYH'sinin 2007-2011 dönemindeki yıllık bileşik büyüme oranı %4,5 olarak gerçekleşmiştir. Gelecek dönemlerde de GSYH'nin büyümesi ve kişi başına harcanabilir gelirin artması ile birlikte Türkiye Halı Sektörü'nün de büyümesini sürdürmesi beklenmektedir.

Demografik Özellikler: TÜİK verilerine göre 1990 yılında 56,5 milyon olan Türkiye nüfusu 2012 itibarıyla 75,6 milyona yükselmiştir. Eurostat verileri ile karşılaştırıldığında, Türkiye'nin 2011 yılında Avrupa'nın 2. büyük ve en hızlı büyüyen nüfusuna sahip olduğu görülmektedir. Nüfus artışı ve nüfus kompozisyonunun harcama eğilimi daha yüksek olan genç nüfustan oluşuyor olması (Nüfusun ortalama yaşı yaklaşık 30'dur.) sektörün büyümesini destekleyen etkenler arasında yer almaktadır.

Yıllar itibarı ile artan hane halkı tüketim harcamaları: TÜİK verilerine göre Türkiye'de aylık ortalama hane halkı tüketim harcamalarının 2007-2011 dönemindeki yıllık bileşik büyüme oranı %12 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde, aylık ortalama hane halkı tüketim harcamaları içerisinde ev eşyası harcamalarının payı da %5,9'dan %6,4'e yükselmiştir. Gelecek dönemlerde de kişi başına harcanabilir gelirin artması ile ev eşyası harcamalarının toplam tüketim harcamaları içindeki payının artışı sürdürmesi beklenmektedir.

Son yıllarda artan yeni konut projeleri: Türkiye'de giderek artan nüfusun, şehirleşme oranının ve deprem odaklı kentsel dönüşüm projelerinin etkisi artan yeni konut arzı ve talebi sektörün büyümesini desteklemektedir.

III. Şirket Bilgileri

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler şirketin halka arz izahnamesinden alınmıştır.

- Royal Halı (Şirket), Nakıboğlu Ailesi tarafından, Naksan Holding A.Ş.'nin bağlı ortaklığı olarak 2000 yılında Gaziantep'te Naksan Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanı ile kurulmuş, unvanı 31 Aralık 2007 tarihinde Royal Halı İplik Tekstil Mobilya Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiştir.
- Şirket, üretim faaliyetine ilk olarak branda dokuma, dokuma sulama hortumları, polyester branda, örme çuval, tabaklama ve kaplama yapmakla başlamış, daha sonra 2005 yılında faaliyet konusunu değiştirip halı (PP, akrilik, yün) ve BCF teknolojisini kullanarak iplik üretimi yapmaya başlamış ve aynı yıl içerisinde, makine halısı üretimi yapmak için yeni fabrika kurmaya yönelik yatırımda bulunmuştur.
- 31 Aralık 2012 itibarıyla toplam 606 çalışan bulunmakta olup, şirketin genel merkezi, halı ve iplik üretim tesisleri Gaziantep'de yer almaktadır.

III.1 Ortaklık Yapısı:

Ortaklık Yapısı						
	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (ek satış hariç)		Halka Arz Sonrası (ek satış dahil)	
	Nominal Değer (TL)	Oran	Nominal Değer (TL)	Oran	Nominal Değer (TL)	Oran
Naksan Holding A.Ş.	35.000.000	70,00%	30.000.000	50,00%	27.750.000	46,25%
Osman Nakıboğlu	5.400.000	10,80%	5.400.000	9,00%	5.400.000	9,00%
Cahit Nakıboğlu	3.750.000	7,50%	3.750.000	6,25%	3.750.000	6,25%
Bahaeddin Nakıboğlu	1.800.000	3,60%	1.800.000	3,00%	1.800.000	3,00%
Cihan Dağcı	1.250.000	2,50%	1.250.000	2,08%	1.250.000	2,08%
Emre Nakıboğlu	1.200.000	2,40%	1.200.000	2,00%	1.200.000	2,00%
Ferhan Nakıboğlu	750.000	1,50%	750.000	1,25%	750.000	1,25%
M.Hilmi Nakıboğlu	600.000	1,20%	600.000	1,00%	600.000	1,00%
Taner Nakıboğlu	250.000	0,50%	250.000	0,42%	250.000	0,42%
Halka Açık	-	-	15.000.000	25,00%	17.250.000	28,75%
TOPLAM	50.000.000	100,00%	60.000.000	100,00%	60.000.000	100,00%

Kaynak: İzahname

III.2 Üretim

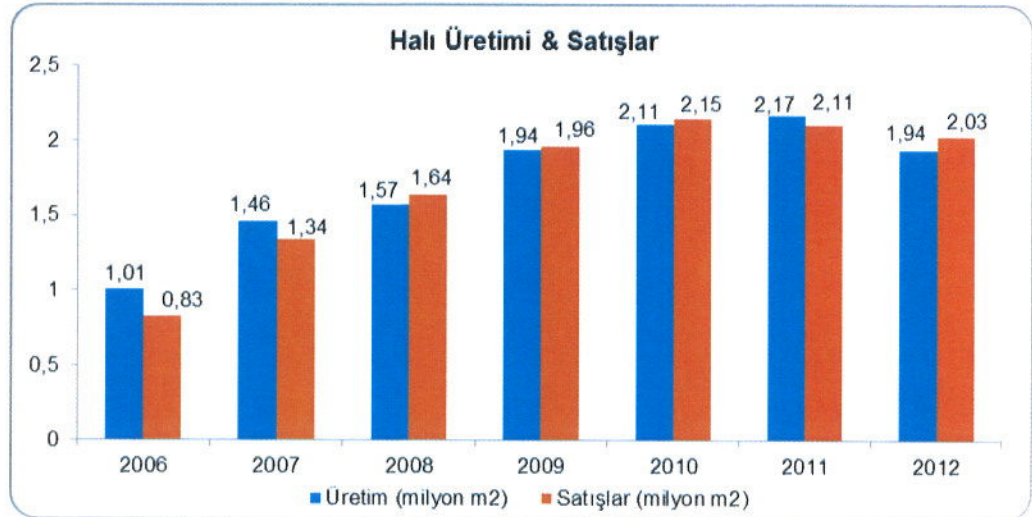
Royal Halı'nın faaliyetleri halı ve iplik olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

III.2.1 Halı Üretimi

- Şirket'in halı tesisi, Gaziantep 4. Organize Sanayi Bölgesinde 49.504 m² kapalı alan ve 35.135 m² açık alandan oluşan toplam 84.639 m²'lik alan üzerine kurulmuştur. Tesislerde 10.000 m² mamul depo ve 10.000 m² mamul depo ve 10.000 m² depo alanı mevcuttur.
- 2012 yıl sonu itibariyle 19 adet halı üretim tezgahı bulunmaktadır. 2013 Haziran ayında tezgah sayısının 23'e çıkması planlanmaktadır.
- Şirket kendi bünyesinde "Royal Halı", "Pierre Cardin" ve "Atlas Halı" olmak üzere 3 farklı markada halı üretimi gerçekleştirmektedir. 2007 yılında halı üretimi için Pierre Cardin ticari markasının kullanım hakkını kiralayan şirket, 2010 yılında imzalanan 10 yıllık uzun süreli bir anlaşma kapsamında Pierre Cardin markalı halı üretimine devam etmektedir.
- Halı üretiminde gerekli olan başlıca hammaddeler hav ipliği (PP, akrilik ve yün), çözü (pamuk, polyester, viskon.vb) ipliği, atkı (jüt) ipliği, lateks ve kimyasal (yapıştırma vb.) maddelerdir. Royal Halı, akrilik, yün ve lateksi yurtiçi şirketlerden, çözü ve jüt hammaddelerini Endonezya, Hindistan ve Bangladeş'ten ithal etmektedir.
- Halı üretiminde PP gibi farklı bir cins iplikten de halı üretmek mümkündür. Royal Halı iplik tesisinde üretilen PP ipliğin yaklaşık %1'i kendi halılarının üretiminde kullanılmaktadır.
- Hammadde ağırlıklı olarak yurtdışından ABD doları cinsinden tedarik edilmektedir.
- Şirket, antimikrobiyal halı üretimi (Biyosidal sertifikasının alınması), simli iplikle halı üretimi, üç boyutlu halı üretimi, Sigorthalı ve Ebru Halı projelerinde öncü konumdadır.

-Antimikrobiyal halı: Şirket üç etkili korumalı antimikrobiyal halısını üretmektedir. 2009 yılında Ekoteks'den antibakteriyel sertifikası alınmıştır. Aynı yıl Fransa TEC laboratuvarlarından anti-mite olduğuna dair laboratuvar test sonuçları alınmıştır.

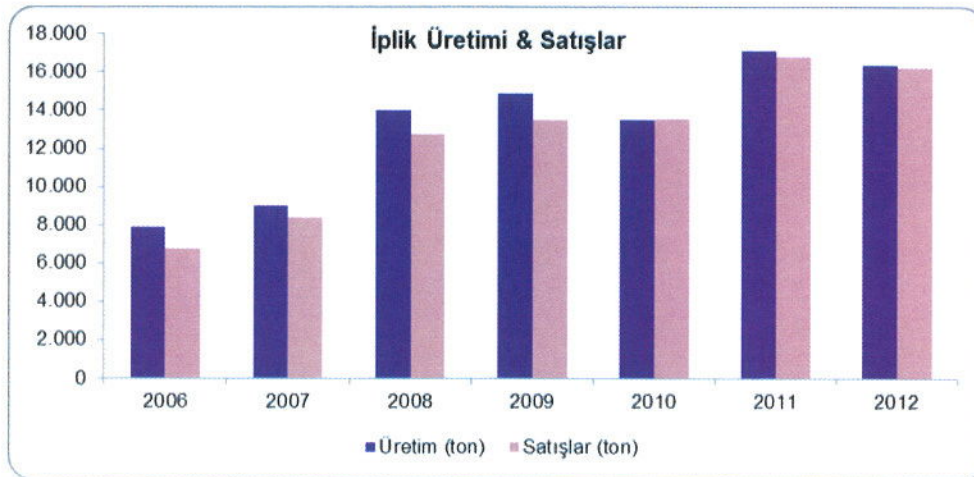
-Sigorthalı: Sigorthalı uygulaması, sektörde müşteri memnuniyetini artırmak için yapılmıştır. Her Sigorthalı müşterisinin üretim veya müşteri kaynaklı kusur olmasından bağımsız olarak sigorta süresince 2 kez halısını değiştirme hakkı bulunmaktadır. Sigorthalı uygulaması için Şirket, Mapfre Sigorta ile çalışmaktadır.



- 31 Aralık 2010 tarihinde Atlas Halı markasını satın almıştır. Naksan Holding'in bağlı ortaklığı olan Atlas Halı A.Ş.'nin %51'i 29 Ocak 2013 tarihinde Royal Halı tarafından satın alınmıştır.
- Royal Halı ve Pierre Cardin markalı halıların üretimi ve satışı Royal Halı tarafından gerçekleştirilmektedir. Atlas Halı markasının üretimi Royal Halı tarafından yapılmakta fakat satışı ayrı bir tüzel kişilik olan Atlas Halı A.Ş. tarafından gerçekleştirilmektedir.

III.2.2 İplik Üretimi

- Şirket'in iplik tesisi, Gaziantep 1. Organize Sanayi Bölgesindeki fabrika ve depoları 13.500 m² kapalı alan, 7.950 m² açık alandan oluşan toplam 21.450 m²'lik alan üzerine kurulmuştur. Fabrika işletme alanı 10.500 m² olup, 4.900 m² de hammadde deposu bulunmaktadır.
- Şirket, hacimlendirilmiş sonsuz filament ("Bulk Continuous Filament") BCF iplik üretimine 2004 yılının ikinci yarısında başlamıştır.
- İplik üretim faaliyetleri 2 adet üretim hattı (600 ton/ay) ile başlamış olup şu anda 5 hatta toplam 1.398 ton/ay ile üretime devam etmektedir. 2013 yılı ikinci çeyreğinden itibaren 1.700 ton/ay kapasiteye çıkılması planlanmaktadır.
- İplik üretim tesisinde üretilen iplikler, makine parça halı, duvardan duvara halı, araba paspasları, banyo paspasları, koltuk döşeme kumaşları ve PVC sızdırmazlık elemanları alanlarında kullanılmaktadır.
- Royal Halı iplik üretim tesisinin ana faaliyet konusu tüm halı sektörü için PP iplik imalatıdır. Başlıca kullanım alanları;
 - Makine parça halı imalatı (Dokuma)
 - Duvardan duvara halı imalatı (Tufting dokuma)
 - Araba paspasları (Tufting dokuma)
 - Banyo paspasları (Tufting dokuma)
 - Koltuk döşeme kumaşları
 - PVC sızdırmazlık elemanları
- PP iplikten yapılan halılar, akrilik ve yün halılarına göre daha az maliyetli ve daha düşük kalitede olmaktadır. Yurtiçi halı talebinin büyük bir kısmı daha kaliteli akrilik ve yünden üretilen halılara yönelik olması sebebiyle, Royal Halı iplik üretim tesisinde üretilen PP iplik, Şirket'in kendi kullanımından ziyade, ihracat pazarlarına yönelik olarak üretilmektedir.



- PP hammaddesi İsrail ve Suudi Arabistan'dan ithal edilmektedir. Boya hammaddesi yurtiçi boya şirketlerinden temin edilmektedir. PP iplik hammadde maliyetinin büyük kısmı yabancı para (ABD doları/Euro) cinsindedir. PP iplik hammaddesi petrol fiyatlarındaki gelişimden etkilenmektedir.

III.3 Satışlar

- 2012 itibariyle Şirket'in halı faaliyetlerinden satışları net satışlarının %53'ünü, iplik faaliyetlerinden satışlar ise %38'ini oluşturmuştur.
- Şirket'in halı satışları ağırlıklı olarak yurtiçi piyasaya, iplik satışları ise ağırlıklı olarak yurtdışına gerçekleşmektedir.

III.3.1 Halı Satışları

- Şirket, halı üretim tesislerinde ürettiği halıların 31.12.2012 itibariyle %80'lik kısmını yurt içine satmaktadır, kalan kısmını ise yurt dışı piyasada yaklaşık 30 ülkeye ihraç etmektedir.
- 2012 yılsonu itibariyle yurtiçi halı satışları toplam halı satışlarının %80'ini oluşturmuştur. Yaklaşık 30 ülkeye gerçekleştirilmektedir.
- Avrupa, Ukrayna, Rusya, Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri, Türkmenistan, Azerbaycan, Romanya, Çin ve Hindistan başta olmak üzere toplam yaklaşık 30 ülkeye halı ihracatı yapılmaktadır. Mevcut pazarlar dışında yeni girilen veya pazar payının artırılması planlanan bölgeler arasında Cezayir, Libya ve Brezilya yer almaktadır.

Brüt halı satışları (bin TL)	2010	2011	2012
Yurtiçi	71.223	92.647	93.473
Yurtdışı	22.128	22.669	22.748
Toplam	93.351	115.316	116.221

- Şirket'in sermayesinin %51'ine sahip olduğu grup şirketlerinden Atlas Halı, Atlas Halı markasıyla Şirket'in üretimini yaptığı halıların satış ve pazarlamasını yapmaktadır.
- Atlas Halı A.Ş. bölge bayisi kullanmadan direkt alt bayi kanalı ile ürünlerini nihai tüketicilere ulaştırmaktadır. Atlas Halı A.Ş.'nin 2012 sene sonu itibariyle 119 adet alt bayisi ve 4 adet showroom'u bulunmaktadır.
- Royal Halı, 31 Aralık 2012 itibariyle yaklaşık 30 ülkede 45 distribütör aracılığı ile Royal Halı ve Pierre Cardin markalı ürün satan yaklaşık 650 satış noktasına ulaşmaktadır.
- Sektörde ağırlıklı PP halısı ihraç edilmektedir. Royal'in ihracatı ise ağırlıklı olarak PP'den üretilen halıya göre daha katma değerli olan akrilik halıdır.
- Royal Halı yurtiçi satışlarının büyük bölümünü bayiler kanalı ile gerçekleştirmekte olup, halen 18 adet bölge bayisi bulunmaktadır. Bu bölge bayilerine bağlı 1.027 adet alt bayisi bulunmaktadır. Alt bayilerden 178 adedi münhasır olarak Royal Halı ve/veya Pierre Cardin markalı halı ürünlerini satan alt bayilerden oluşmaktadır. Şirket'in münhasır olarak ürünlerini satan alt bayilere "showroom" denilmektedir. Bayi sisteminin yanı sıra Şirket'in, Gaziantep, İstanbul, Hatay ve Şanlıurfa'da olmak üzere toplam 6 adet kendisine ait showroom'u bulunmaktadır. Royal Halı ve Pierre Cardin markaları için dağıtım ağı aşağıdaki gibidir:



III.3.2 İplik Satışları

- Şirket ürettiği BCF ipliğin yaklaşık %1'ini kendisinin halı üretiminde kullanmakta, geri kalanını yurt içi ve yurt dışı piyasaya satmaktadır.
- Şirket, iplik satışlarını direkt müşterilere gerçekleştirmektedir. İplik satışlarında bayi sistemi bulunmamakta, satışların çok büyük kısmı sipariş üzerine yurt dışındaki firmalara yapılmaktadır.
- Şirket'in iplik ihracatının toplam yurtiçi ve yurtdışı iplik satışlarına oranı 2010, 2011 ve 2012 yıllarında sırası ile %82, %92 ve %91 olarak gerçekleşmiştir.
- Şirket, 2012 yılında iplik üretim tesisinde ürettiği ipliğin %91'lik kısmını yurt dışında 10'un üzerinde ülkeye ihraç etmiştir.
- 2012 yılı itibariyle Şirket'in başlıca ihracat yaptığı ülkeler Belçika, Hollanda, Avusturya, Amerika, İngiltere, Ürdün, Libya, Tunus, Moldova, Rusya, İsrail, Suriye'dir.

Brüt iplik satışları (bin TL)	2010	2011	2012
Yurtiçi	9.295	6.515	7.595
Yurtdışı	42.125	72.661	75.168
Toplam	51.420	79.176	82.763

IV. FİNANSAL BİLGİLER

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler şirketin halka arz izahnamesinden alınmıştır.

- Şirket'in toplam varlıkları 2012 yılsonu itibariyle %16'lık bir azalış ile 230,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu azalışta ağırlıklı olarak maddi duran varlıklarda 2012 yılında gerçekleşen 2 adet arsa satışı ve söz konusu arsaların önceki dönemlerde hesaplanan değer artış etkisinin azaltılması ve ticari alacakların %20 azalış ile 58,8 milyon TL'ye gerilemesi yer almaktadır.
- 2012 yılında ticari alacaklarda 2011 yılına göre %20'lik bir düşüş görülmüştür. Royal Halı dönem yıl içerisinde Naksan Holding üzerinden finansman sağlamaktadır. 2012 yılında Royal Halı müşteri çeklerini Naksan Holding'e ciro ederek finansal ilişkisini kapatmıştır ve ticari alacaklarda düşüş görülmüştür.
- Şirket'in stok seviyesi 2011 yılında net satışlardaki %21'lik artışa bağlı olarak 2010 yılına göre %18 artış göstererek 26,7 milyon TL'den 31,5 milyon TL'ye yükselmiş, 2012 yılsonunda da 2011 yılındaki seviyesini korumuştur.
- Şirket'in 2012 yılında Naksan Plastik'e gerçekleştirdiği 2 adet arsa satışı sonucunda maddi duran varlık kalemi 2011 yılsonuna göre %16 azalış göstererek 105,4 milyon TL'ye düşmüştür.
- Şirket'in kısa vadeli finansal borçları, 2012 yılında %66 azalış ile 20 milyon TL'ye gerilemiştir. Şirket geçmiş yıllarda işletme sermayesi ihtiyacını kısa ve uzun vadeli banka kredileri ile karşılarken, son yıllarda artan karlılığı ile birlikte işletme sermayesi ihtiyacını kendi yarattığı fonlarla karşılamaya başlamış ve finansal borçluluk seviyesinde düşüş görülmüştür.
- Şirket'in 2012 yılındaki uzun vadeli finansal borçları ağırlıklı olarak hammadde tedariki ve işletme sermayesi ihtiyacı kredilerinden oluşmaktadır. Şirket zaman zaman uygun maliyetlerde ithalat finansmanı kredisi de kullanmaktadır. Mayıs 2012'de 3.750.000 Avro tutarında 5 yıl vadeli ithalat finansmanı kredisi kullanmıştır.

ZİRAAT YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Kevent Mah. Gorca Sok. No: 22
(Emlak Pasajı) Kat: 1 Beşiktaş/İST.
Büyükdere Mük. Defter No: 9980101594

Bin TL	2010	2011	2012
Kısa vadeli finansal borçlar	55.580	59.672	20.029
Uzun vadeli finansal borçlar	36.737	4.751	8.194
Toplam finansal borçlar	92.317	64.423	28.223
Nakit ve nakit benzeri varlık (-)	1015	882	1662
NET BORÇ	91.302	63.541	26.561
Özkaynaklar	57.937	107.027	136.753
Toplam borçlar/Özkaynaklar	158%	59%	19%

- Şirket'in özkaynakları 2011 yılında %85 artarak 107 milyon TL seviyesine, 2012 yılsonu itibariyle ise %28 artış ile 136,7 milyon TL seviyesine ulaşmıştır. 2011 yılında özkaynaklarda görülen artışın önemli bir bölümü maddi duran varlıkların yeniden değerlemesi neticesinde oluşan 54,7 milyon TL tutarındaki değer artış fonlarından kaynaklanmaktadır. 2012 yılında görülen artışta ise 41,9 milyon TL'lik net dönem karının etkisi olduğu görülmektedir.
- Şirket'in 2011 yılında satış gelirleri %21 artış göstererek 212,1 milyon TL'ye, 2012 yılında ise %5 artış ile 222,5 milyon TL'ye ulaşmıştır.
- Faaliyet giderlerinin 2012 yılı itibariyle %79'unun pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinden, %20'sinin genel yönetim giderlerinden ve ilk defa 2012 yılında gider oluşan %1 oranındaki araştırma ve geliştirme giderlerinden oluştuğu görülmektedir.

(bin TL)

BİLANÇO	2010	2011	2012
Dönen Varlıklar	113.471	133.232	109.404
Duran Varlıklar	103.810	141.582	120.915
Aktif Toplamı	217.281	274.814	230.319
Kısa Vadeli Borçlar	107.319	143.248	68.375
-Finansal Borçlar	55.580	59.672	20.029
-Ticari Borçlar	30.758	60.666	28.755
Uzun Vadeli Borçlar	52.026	24.539	25.192
-Finansal Borçlar	36.737	4.751	8.194
-Ticari Borçlar	8.674	7.999	4.931
Özkaynaklar	57.937	107.027	136.753
- Ödenmiş Sermaye	32.969	46.878	50.000
Pasif Toplamı	217.281	274.814	230.319

GELİR TABLOSU	2010	2011	2012
Satış Gelirleri	174.862	212.141	222.497
Brüt Kar / Zarar	36.561	56.734	65.479
Faaliyet Kar / Zararı	-327	30.831	41.931
Vergi Öncesi Kar / Zarar	-4.636	2.619	47.365
Net Dönem Kar / Zararı	-6.995	2.472	41.940

- Şirket'in 2010 yılında %20,9 olan brüt kar marjı 2011 yılında %26,7'ye, 2012 yılında ise %29,4'e yükselmiştir. 2011 yılında brüt kar marjında görülen yükselmenin sebebi ağırlıklı olarak Şirket'in

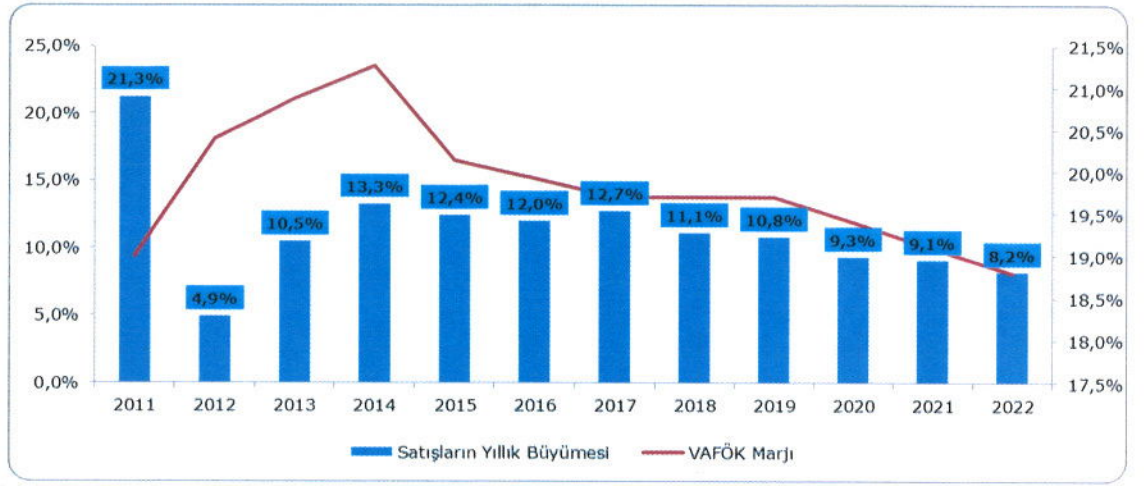
halı satış fiyatlarına uyguladığı ortalama %11 oranındaki fiyat artışının olumlu etkisidir. 2012 yılında ise Şirket, hammadde tedarikçileri arasında artan rekabetten dolayı halı hammadde alım maliyetlerini düşürmüş ve bunun sonucunda brüt kar marjı %29,4'e yükselmiştir.

V. Değerlendirme

Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmış olan "Royal Halı Fiyat Tespit Raporu"nda İndirgenmiş Nakit Akımlar ve Piyasa Çarpanları yöntemleri kullanılmıştır. Her iki yöntem de kabul görmüş değerlendirme yöntemleridir.

İndirgenmiş Nakit Akımlar

Konsorsiyum lideri tarafından hazırlanan İndirgenmiş Nakit Akımlar Analizi'nde 2013-2022 yılları arasındaki 10 yıllık dönem ele alınmıştır. Buna göre şirketin mevcut ve tahmini satış büyümesi ile VAFÖK marjına ilişkin görünüm aşağıdaki grafikte yer almaktadır.



*Ziraat Yatırım (fiyat tespit raporundaki verilerle)

Konsorsiyum lideri tarafından hazırlanan raporda şirkete ilişkin tahminler aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Milyon TL	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Satışlar	174,9	212,1	222,5	245,8	278,4	312,9	350,4	394,9	438,6	486,1	531,1	579,6	627,0
Halı	99,9	108,5	117,2	134	155,2	175,6	199,2	226,7	256,8	291,9	323,0	355,9	391,5
İplik	55,8	82,4	84,7	91,2	102,6	116,6	130,6	147,6	161,2	173,7	187,6	203,1	214,9
Satışların Yıllık Büyümesi	-	21,3%	4,9%	10,5%	13,3%	12,4%	12,0%	12,7%	11,1%	10,8%	9,3%	9,1%	8,2%
Brüt Kar	36,6	56,7	65,5	74,3	85,8	93,5	104,9	118,5	131,6	145,8	159,3	173,8	188,1
Brüt Kar Marjı	20,9%	26,7%	29,4%	30,2%	30,8%	29,9%	29,9%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
VAFÖK	6,9	40,3	45,4	51,3	59,2	63	69,8	77,8	86,4	95,8	103,0	110,7	117,9
VAFÖK Marjı	3,9%	19,0%	20,4%	20,9%	21,3%	20,1%	19,9%	19,7%	19,70%	19,70%	19,40%	19,10%	18,80%

Yukarıdaki tablodaki toplam satış tutarının içinde halı ve iplik satışları dışında Şirket'in ticari mal ve hammadde satışları da yer almaktadır.

Konsorsiyum lideri tarafından hazırlanan raporda Şirket'in halka arz öncesi toplam firma değeri 373,4 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Bu değerden 2012 yılsonundaki 26,6 milyon TL tutarındaki net borcun düşülmesiyle Royal Halı'nın halka arz öncesi toplam piyasa değeri 346,9 milyon TL olarak belirlenmiştir.

Şirketin geleceğe yönelik projeksiyonlarının doğru bir biçimde yorumlanabilmesi için söz konusu verilerin temel mantığına vakıf olunması ve bu amaçla da şirket ilgilileri ile konunun görüşülmesi gerekmektedir. Bu yönde bir görüşme olmadığından Royal Halı'nın fiyat tespit raporunda yer alan

indirgenmiş nakit akımları analizi tarafımızca test edilmemiş olup, bu yöntem ile ilgili görüş verilememektedir.

Ancak, konsorsiyum lideri tarafından fiyat tespit raporunda şirketin faaliyetlerine ilişkin niceliksel bilgiler yeterli olmakla birlikte, halı faaliyetindeki m² bazında, iplik faaliyetinde ise tonaj bazında büyüme tahminlerinin dayandığı varsayımlara daha fazla yer verilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Aynı zamanda raporda şirketin mevcut faaliyetleri ve finansal durumuna dair bilgiler ile geleceğine ilişkin planlarına yer verilmemiş olması da yatırımcılar eksiklik olarak nitelendirilebilir.

Çarpan Analizi

Konsorsiyum lideri tarafından hazırlanan raporda yurtiçi piyasada halka açık benzer şirket olmadığı için en uygun olarak BIST Sınai ve BIST Tekstil çarpanlarının baz alındığı ifade edilmiştir. Yurtdışı benzer şirket olarak da Yeni Zelanda merkezli Cavalier Corp. Limited ve Mısır merkezli Oriental Weavers firmalarının çarpanları değerlendirilmiştir.

Konsorsiyum lideri tarafından hazırlanan raporda, 2012 yılı gerçekleşen, 2013 ve 2014 yılına ilişkin de tahmini çarpanlar hesaplamada kullanılmış olup, 2012 yılında yurtdışı benzer şirket çarpanına %60, yurtiçi çarpanlara da %20'şer olmak üzere eşit ağırlık verilmiştir. 2013 yılında yurtdışı benzer şirket çarpanına %60, BIST Sınai çarpanına %40, 2014 yılında da yurtdışı benzer şirket çarpanına %100 ağırlık verilmiştir. Buna göre yapılan hesaplamada Royal Halı'nın halka arz öncesi toplam piyasa değeri 323,3 milyon TL olarak belirlenmiştir.

Ziraat Yatırım olarak benzer şekilde yaptığımız çarpan analizine ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Yurtdışı	2012			2013		
	F/K	FD/FVÖK	FD/SATIŞLAR	F/K	FD/FVÖK	FD/SATIŞLAR
Cavalier Corp. Ltd	-	29,31	0,87	15,9	10,12	0,87
Oriental Weavers	7,38	7,25	0,82	6,23	5,07	0,73

Yurtiçi	2012			2013		
	F/K	FD/FVÖK	FD/SATIŞLAR	F/K	FD/FVÖK	FD/SATIŞLAR
BIST 100	10,98	9,14	1,06	12,63	10,05	1,11
BIST Tekstil	11,90	26,17	1,71	-	-	-

F/K çarpanına %20, FD/FVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarına da %40'ar olmak üzere eşit ağırlık vererek yaptığımız hesaplamada halka arz öncesi firma değeri 423,4 milyon TL olarak tespit edilmiştir. Net borç düşüldükten sonra halka arz sonrası hisse adedine göre de şirketin piyasa değeri 396,8 milyon TL olarak hesaplanmıştır. Bu bilgiler altında yaptığımız hesaplamaya ait detaylar aşağıdaki gibidir:

	2012	2013
Firma Değeri (TL)	497.384.308	349.377.794
Ağırlıklar	50%	50%
Ağırlıklandırılmış Firma Değeri (TL)	423.381.051	
Net Borç (TL)	26.600.000	
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri (TL)	396.781.051	
Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	60.000.000	
Birim Hisse Fiyatı (TL)	6,61	
İskonto	25%	30%
İskontolo Birim Hisse Fiyatı (TL)	4,96	4,63

VI. Nihai Görüş

Konsorsiyum lideri tarafından yapılan fiyat tespit raporunun genel olarak net, anlaşılır ve makul olduğunu düşünmekteyiz. Raporunda indirgenmiş nakit akımları yöntemi ile çarpan analizine eşit ağırlık verilerek hesaplama yapılmış olması tarafımızca uygundur. İndirgenmiş nakit akımları yönteminde duyarlılık analizi yapılmış olması ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetindeki %1'lik değişimin şirketin piyasa değerini yaklaşık 55 milyon TL düzeyinde etkilediği bilgisi yatırımcılar açısından yararlıdır. Ancak ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasına ilişkin tüm detayların verilmemiş olması yatırımcılar açısından bir eksiklik olarak nitelendirilebilir.

Çarpan analizinde yurtiçi benzer şirket karşılaştırılması yapılamaması nedeniyle yurtdışı benzer şirket çarpanlarına daha fazla ağırlık verilmesinin kabul edilebilir nitelikte olduğunu düşünüyoruz.

Konsorsiyum lideri tarafından yapılan fiyat tespit raporunda bulunan ve 4,35-4,75 TL halka arz fiyat aralığı ile hesaplanan 261,0-285,0 milyon TL düzeyindeki piyasa değerinin yukarıda detayları verilen çarpan analizimize göre %28-34 arasında iskontolu olduğunu düşünüyoruz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz