



Fiyat Analiz Raporu

Pergamon Status Dış Ticaret A.Ş.

06 Kasım 2014

İşbu rapor; Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi 2. Fıkrasına istinaden PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır.

A1 Capital Menkul Değerler A.Ş.'nin Pergamon Status Dış Ticaret A.Ş. ("Pergamon Status") halka arzı için hazırlanmış olduğu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgiler doğru kabul edilmiş ve bu bilgilerin doğruluğu konusunda herhangi bir inceleme yapılmamıştır. İşbu rapor; A1 Capital Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırlanmış olduğu Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.

1. Şirket

Pergamon Status, Dış Ticaret Sermaye Şirketi("DTSS") sataüsünde ağırlıklı olarak tekstil ve konfeksiyon olmak üzere çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren imalatçıların ihracatlarına ve kısmen de ithalatlarına aracılık etmektedir.

Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 50.000.000 TL olup, çıkarılmış sermayesi 3.020.000 TL'dir.

1.1. Ortaklık Yapısı

Ortak	Halka Arz Öncesi (TL)	%	Halka Arz Sonrası (TL)	%
Minereks Dış Ticaret A.Ş.	1.328.228,83	43,98%	1.328.228,83	29,52%
Roteks Tekstil İhr. San ve Tic. A.Ş.	1.238.200,00	41,00%	1.238.200,00	27,52%
Spot Tekstil San ve Tic. A.Ş.	271.800,00	9,00%	271.800,00	6,04%
Nezih Öztüre	150.224,00	4,97%	150.224,00	3,34%
Vişne Maden. San ve Tic. A.Ş.	10.692,07	0,35%	10.692,07	0,24%
Kimtaş Kireç San ve Tic. A.Ş.	7.128,05	0,24%	7.128,05	0,16%
Cem Öztüre	6.861,05	0,23%	6.861,05	0,15%
Ecmel Öztüre	6.861,00	0,23%	6.861,00	0,15%
Murat San	5,00	0,00%	5,00	0,00%
Halka Açık	0,00	0,00%	1.480.000,00	32,89%
Toplam	3.020.000,00	100,00%	4.500.000,00	100,00%

1.2. Faaliyetleri

Şirket'in ana faaliyet konusu, DTSS statüsünde imalatçıların ihracat işlemlerine aracılık ederek, müşterilerinin adına ihracat işlemlerinden dolayı vergi dairesinden alacakları KDV iadelerini tahsil etmektir. Şirket aynı statü ile ithalat işlemlerine de aracılık hizmeti vermektedir. Ayrıca zaman zaman ihracatına aracılık yaptığı müşterisi imalatçı firmaların KDV iadesi ve ihracat alacaklarına karşılık avans hizmeti de sunmaktadır.

Pergamon Status, farklı sektörlerdeki ihracatçılarla çalışmakla birlikte, ağırlıklı olarak tekstil ve konfeksiyon sektöründe faaliyet gösteren imalatçı firmaların ihracatlarına aracılık etmektedir. Şirketin, 31.12.2013 ve 30.06.2014 tarihleri itibariyle işlem hacminin %94,3'ü konfeksiyon, hazır giyim ve tekstil sektörlerindeki işlemlerinden oluşmaktadır.



Fiyat Analiz Raporu

Pergamon Status'un, ihracata aracılık hizmeti verdiği imalatçı ihracatçı müşterileri için yıllar itibariyle aracını gerçekleştirdiği ihracat tutarlarının USD cinsinden gelişimi aşağıdaki gibidir:

Yıl	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	06/2013	06/2014
Milyon \$	532	596	732	731	593	557	676	680	810	402	441
Değişim		12%	23%	0%	-19%	-6%	21%	1%	19%		10%

Türkiye İhracatçılar Meclisi tarafından hazırlanan "İhracatta İlk 1.000 Firma" raporuna göre şirket 2011, 2012 ve 2013 yıllarında sırasıyla 19., 19. ve 14. Sırada yer almıştır. Kendi sektöründe ise sırasıyla 3., 2. ve 2. sırada yer almayı başarmıştır.

1.3. Mali Tablolar

1.3.1. Bilanço

Bilanço (bin TL)	2012	2013	2014/06
VARLIKLAR	298.421	333.776	348.692
Dönen Varlıklar	298.421	333.776	348.692
Nakit ve Nakit Benzerleri	37.393	16.354	25.721
Ticari Alacaklar	200.500	222.577	224.453
Diğer Alacaklar	32.567	71.691	57.379
Stoklar	20.939	18.236	35.600
Diğer Dönen Varlıklar	7.022	4.918	5.539
Duran Varlıklar	206	143	141
Sabit Kıymetler	150	128	115
Diğer Duran Varlıklar	56	15	26
TOPLAM VARLIKLAR	298.627	333.919	348.833

YÜKÜMLÜLÜKLER	2012	2013	2014/06
Kısa Vadeli Yükümlülükler	291.514	325.079	341.341
Finansal Borçlar	76.206	45.366	38.402
Ticari Borçlar	196.087	250.776	258.840
Diğer Borçlar	10.398	9.893	8.048
Ertelenmiş Gelirler	8.062	18.229	35.595
Diğer Borçlar	761	815	456
Uzun Vadeli Yükümlülükler	115	136	162
Uzun Vadeli Karşılıklar	115	136	162
Özkaynaklar	6.998	8.704	7.330
Ödenmiş Sermaye	3.020	3.020	3.020
Sermaye Düzeltme Farkları	385	385	385
Kısıtlanmış Yedekler	1.036	1.140	3.197
Net Dönem Karı/Zararı	2.683	4.308	856
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı	-792	-148	-128
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	666	0	0
TOPLAM KAYNAKLAR	298.627	333.919	348.833



Fiyat Analiz Raporu

1.3.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (bin TL)	2012	2013	2013/06	2014/06
Satışlar	89.170	4.677	2.448	2.296
Satışların Maliyeti	-87.044	0	0	0
Brüt Kar	2.126	4.677	2.448	2.296
Genel Yönetim Giderleri	-3.337	-3.057	-1.113	-1.461
Pazarlama, Satış, Dağıtım Giderleri	-1.505	0	0	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	50.141	79.665	4.360	3.176
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-42.187	-78.305	-3.555	-2.702
Esas Faaliyet Kar/Zarar	5.239	2.980	2.140	1.309
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0	2.148	2.148	0
Finansal Gelirler	2.817	2.750	1.580	477
Finansal Giderler	-4.248	-2.858	-1.892	-664
Vergi Öncesi Kar	3.808	5.021	3.975	1.122
Vergiler	-727	-713	-424	-265
Net Dönem Karı	3.081	4.308	3.552	856

2. Değerleme Yöntemleri

Pergamon Status halka arz fiyatının hesaplanmasında İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Yöntemleri kullanılmıştır.

2.1. İndirgenmiş Nakit Akımları

Şirket'in Düzeltilmiş Net Borcu aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

Düzeltilmiş Net Borç (TL)	30.06.2014
Kasa	1.097
Banka	20.248.763
Finansal Yatırımlar	3.543.299
Kredi	16.956.329
Net Borç	-6.836.829
Halka Arz Kaynağı	-10.235.691
Halka Arz Sonrası Net Borç	-17.072.520

İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır:

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	14,20%
Beta	1,00
Risksiz Faiz Oranı (10 Yıllık tahvil)	8,99%
Piyasa Risk Primi	6,00%
Borç Oranı	11,01%
Özsermaye Oranı	88,99%
Borç Maliyeti	9,75%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	7,80%
Sermaye Maliyeti	14,99%
Vergi Oranı	20,00%
Büyüme Oranı	3,00%



Fiyat Analiz Raporu

Bu verilerle birlikte Şirket'in beş yıllık varsayımlarla Özsermaye Değeri aşağıdaki şekilde belirlenmiştir:

İNA Analizi (TL)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Net Satışlar	4.986.703	4.809.619	6.333.896	7.112.497	7.873.373	8.563.366
Komisyon Gelirleri	3.734.241	4.305.999	4.940.007	5.668.658	6.360.234	6.973.997
Ön Ödeme Hizmet Bedelleri	942.452	300.000	330.000	363.000	399.300	439.230
Net Finansal Gelirler	310.010	203.620	1.063.890	1.080.839	1.113.839	1.150.139
Satışların Maliyeti	0	0	0	0	0	0
Brüt Kar	4.986.703	4.809.619	6.333.896	7.112.497	7.873.373	8.563.366
Faaliyet Giderleri	3.057.226	2.921.252	3.713.377	4.084.715	4.493.186	4.942.505
Faaliyet Karı	1.929.477	1.888.367	2.620.519	3.027.782	3.380.187	3.620.861
Marj	38,69%	39,26%	41,37%	42,57%	42,93%	42,28%
Vergi	712.734	377.673	524.104	605.556	676.037	724.172
Amortisman	36.548	35.950	86.316	92.041	98.629	106.138
İşletme Sermayesi İhtiyacı	2.011.162	-2.965.236	-2.137.773	-2.244.176	-2.126.872	-1.885.467
Yatırım Harcamaları		36.548	535.950	86.316	92.041	98.629
Serbest Nakit Akışları	-757.871	4.475.332	3.784.554	4.672.127	4.837.610	4.789.665
İskonto Oranı		1	1	1	1	1
İndirgenmiş Nakit Akışları		3.918.908	2.901.979	3.137.140	2.844.395	2.466.061
İNA Analizi (TL)		15.268.483				
Uç Değer		22.682.075				
Şirket Değeri		37.950.558				
Net Borç veya Nakit		-17.072.520				
Özsermaye Değeri		55.023.078				

Şirket'in İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi varsayımlarına göre değeri 55.023.077 TL olarak hesaplanmaktadır.

Şirket'in halka arz sonrası sermayesi 4.500.000 TL olup, birim pay değeri 12,23 TL'ye denk gelmektedir.

2.2. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa Çarpanları Yöntemi'ne göre Şirket'in piyasa değeri BIST-100 Endeksi, paylarının işlem görmesinin planlandığı BIST II. Ulusal Pazar Endeksi ve BIST'te işlem gören benzer şirket olan TGS Dış Ticaret A.Ş.'nin (TGSAS) çarpanları kullanılarak tespit edilmiştir.

Hesaplama F/K, PD/DD ve FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır.

Çarpanlarda kullanılacak veriler aşağıdaki gibidir:

Dönem	Net Kar	Özkaynaklar	FAVÖK	Net Borç
30.06.2014	856.487	7.329.700	859.924	-6.836.829
31.12.2013	2.160.255		1.656.795	
30.06.2013	1.403.565		1.340.582	
Kaydrılmış	1.613.177	7.329.700	1.176.137	-6.836.829
Halka Arz Sonrası	1.613.177	17.565.391	1.176.137	-17.072.520



Fiyat Analiz Raporu

Piyasa Çarpanları Yöntemi'ne göre ulaşılan pay değerleri aşağıdaki gibidir:

BIST-100 Endeksi	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	Ortalama
17.10.2014	12,18	1,46	9,54	
Şirket Değeri (TL)	19.647.159	25.694.913	28.297.153	24.546.408
Pay Değeri (TL)				5,33

BIST II. Ulusal Pazar Endeksi	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	Ortalama
17.10.2014	21,27	1,24	13,51	
Şirket Değeri (TL)	34.314.953	21.714.661	32.964.264	29.664.626
Pay Değeri (TL)				7,48

TGSAS	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	Ortalama
	273,57	2,56	24,77	
Şirket Değeri (TL)	441.324.102	44.905.831	46.210.277	177.480.070
Pay Değeri (TL)				10,12

TGSAS'ın F/K oranı çok yüksek olduğundan pay değeri bulunurken ortalamanın dışında bırakılmıştır.

2.3. Sonuç

İki yöntem ile bulunan şirket değerleri ile ulaşılan Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri aşağıdaki şekilde belirlenmiştir:

	Şirket Değeri	Ağırlık	
İNA'ya Göre	55.023.077	50%	27.511.539
BIST-100	24.546.408	20%	4.909.282
BIST II. Ulusal	29.664.626	20%	5.932.925
TGSAS	45.558.054	10%	4.555.805
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri			42.909.551

Bu doğrultuda Pergamon Status'ün şirket değeri 42.909.551 TL olarak belirlenmiştir. Halka arz sonrası çıkarılmış sermayesi 4.500.000 TL olup, birim pay değeri 9,54 TL'ye denk gelmektedir. %21,3 oranında halka arz iskontosu uygulanarak Şirket'in halka arz fiyatı 7,50 TL olarak belirlenmiştir.

3. Analiz ve Görüş

3.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi Görüşü

Değerlemede varsayımların kullanılmasından dolayı Şirket yetkilileri ile herhangi bir görüşme yapılmadığından bu yöntemle ilgili bir analiz yapmayı veya görüş bildirmeyi doğru bulmuyoruz.

3.2. Piyasa Çarpanları Yöntemi Görüşü

Değerlemede BIST-100 Endeksi, BIST II. Ulusal Pazar Endeksi ve benzer şirket olarak TGSAS'ın kullanılmasını makul buluyoruz. Fakat şirket değerine ulaşmak için bulunan firma değerine eklenen Düzeltilmiş Net Borç rakamında henüz elde edilmemiş Halka Arz Geliri'nin kullanılmasını doğru bulmuyoruz. Bu analizin halka arz gelirini belirlemek için yapıldığı düşünülürse, hesaplamada hata yapıldığı görülmektedir. Benzer şirket olarak kullanılan TGSAS'ın birebir aynı faaliyeti göstermesinden dolayı daha sağlıklı bir gösterge olduğunu ve değerlemede ağırlığının artırılabilceğini düşünüyoruz.



PhillipCapital

Your Partner In Finance

Phillip Capital Turkey

Istanbul

Fiyat Analiz Raporu

3.3.Sonuç

Düzeltilmiş Net Borç rakamı ile ilgili çekincemizi ve İNA yöntemindeki varsayımlarla ilgili herhangi bir analiz yapamayacağımızı tekrar belirterek; %21,3 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 7,50 TL olarak belirtilen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul kıymetlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir.