

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Işık Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Işık Yatırım") tarafından, QNB Finans Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin (QNB Finans) Konsorsiyum Lideri olduğu Sun Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Sun Tekstil" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında 10 Mayıs 2022 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Işık Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza Dair Özet Bilgiler	
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	: 120.000.000 TL
Sermaye Arttırımı	: 15.600.000 TL nominal
Ortak Satışı	: 7.800.000 TL nominal
Halka Arz Türü	: Sermaye Arttırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	: 135.600.000 TL
Halka Arz Fiyatı	: 26,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	: 608.400.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	: 730.150.000 TL
Halka Açıklık Oranı	: %17,26
Satış Yöntemi	: Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Tarihi	: 11-12-13 Mayıs 2022
Verilen Taahhütler	Şirket, payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 180 gün boyunca halka arza konu olmayan maliki olduğu Şirket paylarını satmayacağını, devretmeyeceğini veya payların satılması sonucunu doğuracak şekilde paylar üzerinde sair surette tasarrufta bulunmayacağını, bedelli sermaye arttırımı yapmayacağını ve bu suretle dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olmayacağını ve bu sonuçları doğurabilecek başkaca herhangi bir işle yapmayacağını taahhüt etmiştir
Tahsisat Grupları	: %30 Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar %44,5 Yurt İçi Yüksek Başvurulu Yatırımcı %25 Yurtiçi Kurumsal Yatırımcı %0,5 Grup Çalışanları

Şirket Profili

Sun Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. dokuma, trikotaj, tekstil ve konfeksiyon ürünlerinin imalatı, ihracatı ve dahili ticaretini yapmak üzere 1987 yılında kurulmuş ve faaliyete geçmiştir. Şirket üretim faaliyetlerini İzmir İli Torbalı İlçesi ve Manisa ilinde bulunan tesislerinde yürütmektedir. Şirket halihazırda global hazır giyim perakende sektöründe faaliyet gösteren markalar için kadın giyim koleksiyonları tasarlayıp, üretmekte ve satışını gerçekleştirmektedir.

Torbalı ve Manisa tesislerinde toplam aylık 300 bin adet üretim kapasitesine sahip olan Şirket, toplam konfeksiyon satışının yaklaşık %10'unu bu tesislerden karşılamaktadır. Ürünlerinin yaklaşık %90'ını ise Sun Tekstil'e münhasır üretim yapan 30 farklı konfeksiyon tedarikçisinden sağlamaktadır. 2021'de Sun Tekstil'in solo satışlarının %96'sı 10'dan fazla ülkeye gerçekleştirilen yurtdışı satışlardan oluşmaktadır. Ayrıca Sun Tekstil, Türkiye İhracatçılar Meclisi (TİM) tarafından açıklanan verilere göre 2018'de itibaren Ege Bölgesi Hazır Giyim ve Konfeksiyon sektöründe en yüksek ihracatı yapan firma konumundadır. Şirket'in ana pazarları İspanya, İngiltere ve Fransa'dır. Şirket'in en büyük müşterisi, 123 ülkede tescilli markası olan, 95 ülkede 6.477 mağazası bulunan İspanya menşeli bir perakende grubudur. Şirket'in Türkiye ve İspanya'da kendisine ait birer adet, İngiltere'de bağlı ortaklığı Sun Textile UK LTD'ye ait iki adet olmak üzere toplamda 4 adet tasarım ofisi bulunmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Pay Sahibi	Halka Arz Öncesi Hissedarlık Yapısı			Halka Arz Sonrası Ek Satış Hariç		Halka Arz Sonrası Ek Satış Dahil	
	Grubu	Tutarı (TL)	Oranı (%)	Tutar (TL)	Oranı (%)	Tutar (TL)	Oranı (%)
Elvan Ünlütürk	A	6.600.000	5,50	6.600.000	4,87	6.600.000	4,87
	B	45.900.000	38,25	42.000.000	30,97	39.660.000	29,25
Şefika Günseli Ünlütürk	A	5.700.000	4,75	5.700.000	4,20	5.700.000	4,20
	B	39.300.000	32,75	35.400.000	26,11	33.060.000	24,38
Mehmet Muammer Ünlütürk	A	900.000	0,75	900.000	0,66	900.000	0,66
	B	6.600.000	5,50	6.600.000	4,87	6.600.000	4,87
Azize Ceylan Ünlütürk	A	900.000	0,75	900.000	0,66	900.000	0,66
	B	6.600.000	5,50	6.600.000	4,87	6.600.000	4,87
Ayşe Ünlütürk	A	900.000	0,75	900.000	0,66	900.000	0,66
	B	6.600.000	5,50	6.600.000	4,87	6.600.000	4,87
Halka Açık	-	-	-	23.400.000	17,26	28.080.000	20,71
TOPLAM		120.000.000	100,00	135.600.000	100,00	135.600.000	100,00



Finansal Analiz

Şirket, 2019, 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla 1,3 milyar TL, 1,3 milyar TL ve 2,2 milyar TL hasılat elde etmiştir. Şirket'in brüt kar marjı ve buna paralel olarak FAVÖK marjı ilgili seneler itibari ile yükseliş göstermiştir. 2019, 2020 ve 2021 yıllarında brüt kar marjı sırasıyla %14,0, %19,2, ve %22,3 olarak gerçekleşmiştir. Brüt kar marjında gözlemlenen artışın sebebi, daha karlı ürün gruplarının toplam hasılat içerisindeki payların yükselmesi ve ortalama %80,3 oranında gerçekleşen yurtdışı satışlar olarak öne çıkmaktadır. Brüt kar marjındaki artışla birlikte FAVÖK marjı 2019, 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla %10,0, %14,6 ve %17,4 olarak gerçekleşmiştir.

2020 yılında pandemi sebebi ile yaşanan sipariş iptalleri ve hammadde tedarikçilerinde üretimin durması dünya hazır giyim üretiminde daralmaya neden olmuştur. Bu duruma paralel olarak Şirket'in satışlarında da adetsel olarak küçülme meydana gelmiştir. Buna karşın ilgili yılda satışların %80'i yurtdışına gerçekleştirilen döviz bazlı satışlardan kaynaklanması nedeniyle Türk Lirası cinsinden net hasılat yatay seyretmiştir.

2021 yılı net hasılat rakamı %70,3 artış ile 2,2 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Covid-19'a ilişkin dünya çapında alınan tedbirler kapsamında normalleşme sürecine girilmiş olsa da, 2021'in ilk çeyreğinde 3. Dalganın etkisiyle Avrupa genelinde kapanmalar söz konusu olmuştur. Böylelikle 2021 yılının ilk çeyreğinde net hasılat büyümesi sınırlı kalmıştır. Ancak 2021 yılı genelinde Sun Tekstil'in en büyük müşterisine yapılan satışlar adetsel olarak yaklaşık %12 artmıştır. Ayrıca, Şirket'in bağlı ortaklığı olan Ekoten'in cirosunda, spor ürünleri için ürettiği kumaşlara gelen güçlü talep etkisi ile büyüme gerçekleşmiştir. Bunun yanında Şirket'in toplam hasılatının yoğunluğu döviz cinsi satışlardan gerçekleşmiş olup, Şirket'in karlılığını olumlu etkilenmiştir. Söz konusu gelişmeler net hasılatın artmasında etkin rol oynayan faktörler olarak öne çıkmaktadır.

2019 yılında %14,0 olan brüt kar marjı, 2020 yılında %19,2 ve 2021 yılında ise %22,3 olarak gerçekleşmiştir. 2020 ve 2021 yıllarında meydana gelen brüt kar marjı artışlarının ana nedeni; satılan malın maliyeti içerisinde yer alan Türk Lirası cinsinden konfeksiyon tedarikçilerine ilişkin hizmet giderlerinde ve personel giderlerinde meydana gelen maliyet artışlarının, Şirket'in döviz olarak elde ettiği hasılat gelirlerindeki yükselişe kuyasla sınırlı kalması kaynaklıdır. Ayrıca bağlı ortaklığı Ekoten'in yurt içinde maliyetleri artan iplik hammadde alımlarını yurtdışından daha düşük maliyet ile tedarik etmesi ve Ekoten'in brüt kar marjı yüksek olan spor ürünlerinin toplam hasılat içerisindeki payının artması kaynaklıdır.

Finansal Sonuçları itibariyle;

Türk Lirası	2019	2020	2021
Net Hasılat	1.324.903.967	1.307.549.301	2.226.130.217
<i>Net Hasılat Büyümesi</i>		%(1,30)	%70,30
Brüt Kar/Zarar	185.141.256	251.116.866	495.601.590
<i>Brüt Kar Marjı</i>	%14,00	%19,20	%22,30
Faaliyet Giderleri	(72.752.019)	(82.863.276)	(137.769.274)
<i>Satışlara Oranı, %</i>	%5,49	%6,34	%6,19
FVÖK	112.389.237	168.253.590	357.832.316
<i>FVÖK Marjı</i>	%8,50	%12,90	%16,10
FAVÖK	132.701.297	191.058.788	387.756.643
<i>FAVÖK Marjı</i>	%10,00	%14,60	%17,40
Dönem Karı	78.595.973	98.250.347	211.593.127
<i>Dönem Kar Marjı</i>	%5,90	%7,50	%9,50

	2019 TL	2020 TL	2021 TL
ÖZKAYNAKLAR	214.376.554	315.454.300	521.461.386
Ödenmiş Sermaye	39.492.580	39.492.580	120.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	(3.970.841)	(3.970.841)	(3.970.841)
Ortak Kontrole Tabi İşletme Birleşmelerinin Etkisi	(5.708.449)	(3.805.633)	--
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	49.334.981	73.150.234	106.567.639
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	2.477.670	2.916.669	6.703.057
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	18.843.969	21.950.621	23.327.680
Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları	28.540.477	78.421.471	45.249.743
Dönem Net Kârı/Zararı	77.646.010	97.224.266	208.867.490
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	7.720.157	10.074.933	14.716.618
TOPLAM KAYNAKLAR	657.804.861	1.009.175.491	1.823.997.242

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Şirket, gerçekleştirilecek halka arzdan elde edeceği gelir ile sürdürülebilir büyüme ve karlılığını artırma hedefindedir. Büyüme hedefleri kapsamında yapılacak ve kapasite artışı getirecek olan yeni üretim tesisi ile yatırım harcamaları ile birlikte aynı zamanda artacak olan işletme sermayesi ihtiyacının da güçlendirilmesi hedeflenmektedir. Şirketimizin en önemli önceliklerinden birisi büyüme ve karlılığın sürdürülebilir bir şekilde sağlanabilmesidir. Bu nedenle, atık su dönüşümü ve kimyasal geri dönüşüm ile üretim süreçlerinin çevresel etkilerinin bertaraf edilmesi hedeflenmektedir. Bu kapsamda yapılacak yatırımların Şirket büyümesi ve karlılığına olumlu katkılarının olması öngörülmektedir.

- Yatırımların Finansmanı: %50-%60
- Finansman Maliyetinin Azaltılması: %20-%25
- İşletme Sermayesi: %15-%20
- Ar-Ge ve Ür-Ge Harcamaları %3-%5

Değerleme

QNB Finans tarafından hazırlanan fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerleme çalışmasında 2022/03 verileri kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında sonuca ulaşmak İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA), Yurtiçi Benzer Şirketler (F/K çarpanı), Yurtdışı Benzer Şirketler (F/K ve FD/FAVÖK çarpanları) yöntemleri kullanılmış ve oranları bulunamamıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

İNA değerlendirmesi kapsamında, Şirket'in 31.12.2021 tarihli bağımsız denetim raporlarına göre kar marjları aşağıdadır.

Avro	2021	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	Nihai Dönem
Net Satışlar	212.647.261	231.970.675	239.545.391	247.851.503	255.906.989	263.999.883	267.959.881
Büyüme Oranı, %		9,1%	3,3%	3,5%	3,3%	3,2%	1,5%
FVÖK	34.173.690	32.502.014	33.645.559	32.685.540	33.513.294	34.283.313	37.568.281
FVÖK Marjı, %	16,1%	14,0%	14,0%	13,2%	13,1%	13,0%	14,0%
Vergi Oranı, %	25%	23%	20%	20%	20%	20%	20%
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	25.630.268	25.026.551	26.916.447	26.148.432	26.810.635	27.426.651	30.054.624
Amortisman	2.866.096	4.123.078	4.097.758	4.506.515	4.865.114	5.369.770	2.679.599
Brüt Nakit Akımı	28.496.364	29.149.628	31.014.205	30.654.947	31.675.749	32.796.420	32.734.223
NİS Değişimi	(3.188.734)	(2.024.938)	(472.628)	(392.617)	(490.952)	(491.204)	(239.443)
Yatırım Harcamaları	-	(1.224.096)	(2.385.625)	(2.469.608)	(1.072.482)	(1.110.529)	(2.679.599)
Serbest Nakit Akımı	25.307.630	25.900.594	28.155.952	27.792.723	30.112.316	31.194.688	29.815.182
İndirgeme Oranı		11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	
İskonto Faktörü		0,95	0,85	0,77	0,69	0,62	
İndirgenmiş Nakit Akımı		24.569.775	24.035.024	21.349.531	20.815.378	19.404.555	
İndirgenmiş Nakit Akımı Toplamı		110.174.264					
Devam Eden Büyüme Oranı			1,5%				
İndirgenmiş Devam Eden Değer		192.662.982					
Firma Değeri		302.837.246					
Net Borç Tutarı		(6.626.835)					
Piyasa Değeri		296.210.410					

Benzer Şirket Çarpan Analizi

Sun Tekstil'in piyasa değerinin tespit edilebilmesi için Türkiye'de ve yurtdışında faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan FD/FAVÖK çarpanı analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir.

Yurtiçi Çarpan Değerleme Özeti (Avro)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Yurtiçi Benzer Şirketler PD/NK 2021	205.927.946	%50	102.963.973
Yurtiçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK 2021	191.712.317	%50	95.856.158
Ağırlıklandırılmış Yurtiçi Çarpan Değeri			198.820.131

Yurtdışı Çarpan Değerleme Özeti (Avro)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Yurtdışı Benzer Şirketler PD/NK 2021	203.453.882	%50	101.726.941
Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK 2021	235.517.262	%50	117.758.631
Ağırlıklandırılmış Yurtdışı Çarpan Değeri			219.485.572

Sonuç

Bu raporın değerlendirme yöntemleri başlığı altında açıklandığı üzere, Şirket değerlemesinde FD/FAVÖK Çarpanı Analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Şirket'in nihai değeri bulunurken, benzer şirket çarpanları ile indirgenmiş nakit akımı değerlendirme yöntemleri kullanılarak belirli oranlarda ağırlıklandırılmıştır. Şirket'in nihai değer hesabında İNA değerine %40, yurtdışı çarpan analizi değerine %30 ve yurtiçi çarpan değerine %30 ağırlık verilmiştir. Yapılan değerlendirme çalışması kapsamında hesaplanan hisse değeri ve pay başına değerler aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Değerleme Özeti (Avro)	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Ağırlıklandırılmış Yurtiçi Çarpan Değeri	198.820.131	%30	59.646.039
Ağırlıklandırılmış Yurtdışı Çarpan Değeri	219.485.572	%30	65.845.672
İNA	296.210.410	%40	118.484.164
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri			243.975.875

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri - Avro	243.975.875
21.04.2022 TCMB Avro / Türk Lirası Alış Kuru	15,991
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri - Türk Lirası	3.901.393.822
Ödenmiş Sermaye	120.000.000
Pay Başına Fiyat - TL	32,51
Halka Arz İskontosu (%)	%20
Halka Arz Fiyatı - TL	26,00

Hisse başına halka arz fiyatı olarak belirlenen 26,00 TL, değerlendirme çalışması sonucunda bulunan hisse başı değer olan 32,51 TL'ye oranla %20 iskontoludur.

Görüşümüz

QNB Finans tarafından hazırlanan ve kap.org.tr’de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’na ilişkin analizimizde Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.

Değerlemede Sun Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.

Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamaların, kurumların değerlendirme yapmalarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verilmiştir.

Şirket değerlemesi için Piyasa Çarpanları Yöntemi’ne göre %60 ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi’ne göre %40 oranında ağırlık verilmesini makul buluyoruz.

Yapılan hesaplamalarda Pay başına oluşan hisse değerini makul bulmaktayız.

Yukarıdaki görüşlerimiz çerçevesinde Sun Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. halka arz fiyat tespit raporunu makul bulmaktayız.

*Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. İnternet sitemizdeki her türlü tablo ve grafikler güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan yararlanılarak hazırlanmıştır. Sitemizde bulunan iç ve dış piyasalara ait tablo, grafik ve analizlerin doğrulukları tarafımızca garanti edilmemekte ve bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.

Lütfen olabilecek bütün riskleri anladığınızdan emin olun ve gerekiyorsa bağımsız danışmanlardan profesyonel tavsiye ve yardım alın. Sayfada verilen tüm bilgiler genel niteliktedir ve müşterilerin alım satım kararını destekleyebilecek düzeyde bilgi bulunmayabilir.