

# ARTEMİS HALI

## Artemis Halı Anonim Şirketi

### Fiyat Tespit Raporu

3 Ocak 2024



<b>İçindekiler</b>	<b>Sayfa</b>
• <b>Kısaltmalar</b>	<b>3</b>
• <b>Raporun Amacı &amp; Etik İlkeler</b>	<b>4</b>
• <b>Yönetici Özeti</b>	<b>6</b>
• <b>Temel Yatırım Unsurları</b>	<b>9</b>
• <b>Riskler</b>	<b>10</b>
• <b>Şirket Profili</b>	<b>11</b>
• <b>Finansal Analiz</b>	<b>15</b>
• <b>Değerleme Yöntemleri</b>	<b>23</b>
• <b>İndirgenmiş Nakit Akışı</b>	<b>24</b>
• <b>Piyasa Çarpanları</b>	<b>37</b>
• <b>Nihai Değer</b>	<b>40</b>
• <b>Sektör</b>	<b>41</b>

## KISALTMALAR

Kısaltma	
A.D.	Anlamlı Değil
A.Ş.	Anonim Şirket
A.B.D.	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, Dolar, USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin Resmi Para Birimi
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
AR-GE	Araştırma ve Geliştirme
BİST	Borsa İstanbul
CRR	Sermaye Yeterlilik Oranı (Toplam Yatırım/Satış)
EBITDA	FAVÖK-Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar
EBIT	Esas Faaliyet Karı
EV	Firma Değeri
EVA	Ekonomik Katma Değer
FVFM	Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli
GES	Güneş Enerji Santrali
GÜG	Genel Üretim Giderleri
İNA	İndirgenmiş Nakim Akımları
Info Yatırım	Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
KKO	Kapasite Kullanım Oranı
KDV	Katma Değer Vergisi
M.D.	Mevcut Değil
ROA	Aktif Karlılık
ROIC	Yatırımın Getirisi
ROE	Özkaynak Getirisi
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
SMM	Satılan Malın Maliyeti
Şirket, Artemis	Artemis Halı A.Ş.
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
YAG	Yatırım Amaçlı Gayrimenkul
YK	Yönetim Kurulu
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı





## ARTEMİS FİYAT TESPİT RAPORU

### Güçlü Marka Algısı, İhracat Yapısı ve Stratejik Konum

- 2012 yılında kuruldu.** Şirket, 16.07.2012 tarihinde, BGM Halı Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanı ile 2.400.000 TL sermaye ile parça ve duvardan duvara makine halısı imalatı, ihracatı ve dahili ticaretini yapmak üzere Gaziantep ili Şehitkamil ilçesinde kurulmuş ve kuruluşundan bu yana 15 mn metrekare halı üretmiştir. **Şirket 02.03.2015 tarihli genel kurul kararı ile BGM Halı Sanayi ve Ticaret A.Ş. olan unvanını Artemis Halı A.Ş. olarak değiştirmiştir. Şirket'in faaliyet konusu; her türlü el halısı ve makine halısı yolluk, seccade, kilim, battaniye ve tekstil ürünleri, imalatı, ithalatı, ihracatı, alım-satım ve pazarlamasını yapmaktır. Şirket'in merkez ofisi Balmumcu Beşiktaş/İstanbul'da bulunmakta olup fabrikası Şehitkamil Gaziantep'tedir.**
- 2 mn metrekare halı üretim kapasitesi.** Şirket, yurtiçinde 2 ana bayi kanalıyla Türkiye'nin 81 ilinde mevcut 1.500 satış noktası aracılığıyla müşterilere hizmet sunabilmektedir. **Şirket üretimini Gaziantep'te 5. Organize Sanayi Bölgesi'nde 20.518 m<sup>2</sup> kapalı, 11.112 m<sup>2</sup> açık alandan oluşan toplam 31.630 m<sup>2</sup>'lik alan üzerine kurulu fabrikasında gerçekleştirmektedir.** Bu üretim tesisinde 3.000 m<sup>2</sup> mamul depo ve 3.000 m<sup>2</sup> iplik deposu olmak üzere toplam 6.000 m<sup>2</sup> depo alanı mevcuttur. Fabrika binası ilişkili taraflardan olan Doğu Taşıt Muayene İstasyonları İşletmeciliği A.Ş.'den 10 yıllığına 2023 yılı başında kiralanmıştır. Şirket'in 25.01.2023 tarihli kapasite raporuna göre halı dokuma kapasitesi 1.994.304 (m<sup>2</sup>/yıl)'dır. **Şirket 2020-2022 arasında toplam satışların ortalama %24'ünü ihracat ile gerçekleştirirken 2021'de bu oran %28,4'e yükselmiştir.** Ortadoğu ve ABD pazarı olmak üzere Şirket bugüne kadar 20'den fazla ülkeye ihracat gerçekleştirmiştir. **Şirket ihracat yapısı ve üretici olması nedeniyle vergi avantajına sahiptir.**
- Artemis markası.** Şirket, uzun yıllardır halı sektöründe faaliyet göstermekte olup ülkemizde bu sektörün önde gelen firmalarındandır. **Marka bilinirliğinin yüksekliği sayesinde, tüketici gözünde güvenilir bir konuma sahiptir.** Bununla birlikte uzun yıllar bu piyasada bulunmuş ve bilinmiş olmanın bir getirisi olarak gerek tüketiciye gerekse faaliyetler kapsamında ticari ilişki kurulan kişi ve kurumlara sağlanan güven, faaliyetlerin devamlılığı ve hacmi için önemli bir avantajdır. Sektöre girdiği günden bugüne kadar hazırladığı koleksiyonlar, yenilikçi tasarımlar ile AR-GE çalışmaları sonucu sunduğu yeni ürünlerin beğenilmesi sonucunda Artemis markasının bilinirliğini, ürettiği ürünlerin kalitesi ve çeşitliliği ile de destekleyerek, kendisini Türkiye'de bulunan **ilk beş markadan birisi** olarak konumlandırmıştır.
- Değerleme.** Şirket değerlemesi için İNA ve piyasa çarpanları yaklaşımları kullanılmış ve 1.268 mn TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Belirlenen değer 2023/09 gerçekleşen EBITDA ve net kar rakamlarına göre 7,8x EV/EBITDA ve 12,5x F/K çarpanlarına işaret etmektedir. Bununla birlikte **Şirket 2023 yılında önemli bir EBITDA büyümesi beklemekte olup Yönetim 2024 EBITDA tahmini için taahhütte bulunmuştur. 2023 sonu EBITDA rakamına göre EV/EBITDA çarpanı 7,8x seviyesine işaret etmektedir. İlişkili taraf hacminin görece düşük olması, sade bilanço ve şirket yapısı, düşük Net Borç/EBITDA rasyosu, güçlü marka değeri ve cazip değerlendirme çarpanları Şirket'i yatırım için ön plana çıkarmaktadır.**

Gelir Tablosu (mTL)	2021G	2022G	2023T
Net Satışlar	217,3	313,1	653,2
EBITDA	41,5	117,7	204,9
EBITDA Marjı	19,1%	37,6%	31,4%
Net Kar	17,2	73,0	m.d.

Değer	mTL
Piyasa Değeri	1.268
Net Borç (Nakit) (30.09.23)	330
Firma Değeri	1.597
<b>Bilanço (mTL)</b>	<b>30.09.2023</b>
Dön. Varlıklar	667,0
Duran Varlıklar	233,4
Aktifler	900,4
Kısa Vad. Borç.	503,7
Uzun Vad. Borç.	59,8
Özkaynak	336,8
Finansal Borç	326,2

Değer Çarpanları	
EV/EBITDA 2023/09	7,8x
F/K 2023/09	12,5x
PD/DD 2023/09	3,8x
EV/Satış 2023/09	2,5x
Net Borç/EBITDA 2023/09	1,6x

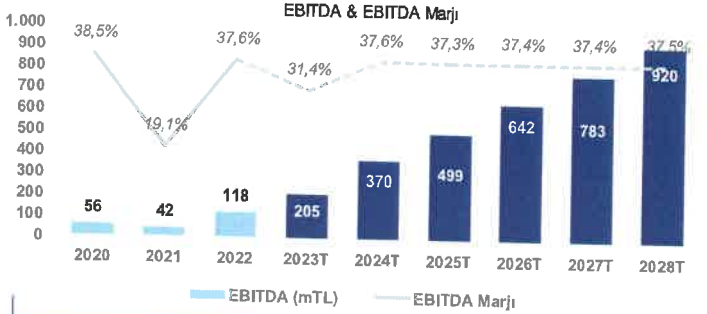
Piyasa Çarpanları	EV/EBITDA 2023/09
BİST Tekstil Endeksi	8,8x
Sınai Endeks	11,6x
Yurtdışı Çarpanlar	7,4x
Ana Pazar	14,1x

Piyasa Çarpanları	F/K 2023/09
BİST Tekstil Endeksi	10,4x
Sınai Endeks	12,7x
Yurtdışı Çarpanlar	8,1x
Ana Pazar	13,6x



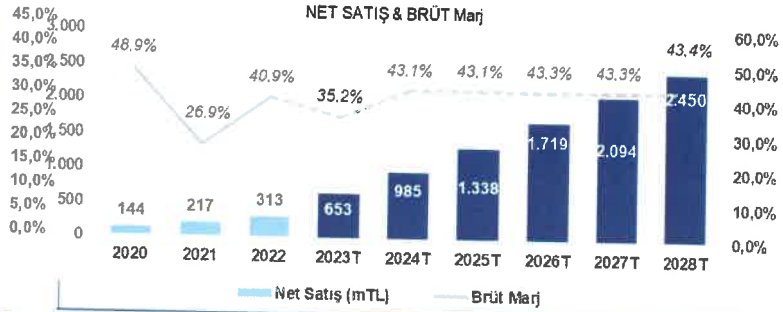
### Yatırım Tezi

EBITDA Marjının 2023 yılında %31,4 olacağı tahmin edilirken sonraki yıllarda kademele artışla 2022 yılı seviyesine yakınsayacağı öngörülmektedir...



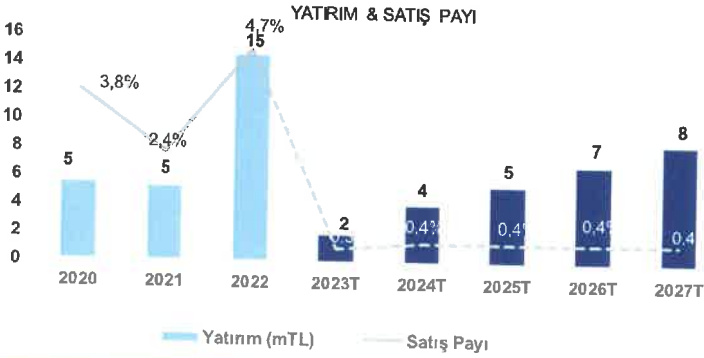
Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

2023/09 itibariyle gerçekleşen gelir 2023 sonu net satış beklentisini teyid ederken ticari ürün satış payının azalacak olması ve yükselen KKO brüt marjda hafif artışı beraberinde getirecektir.



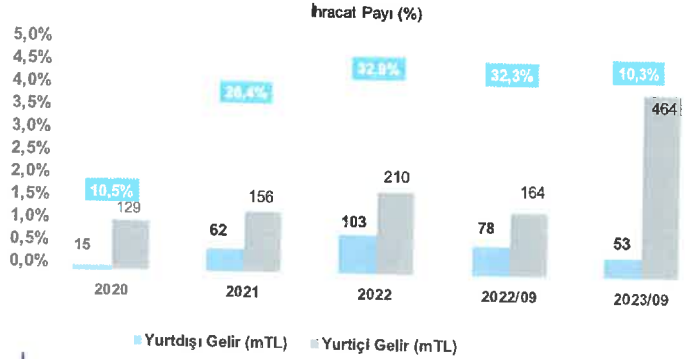
Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

Şirket'in yatırımlarını büyük oranda tamamlaması nedeniyle projeksiyonda idame yatırımları modellenmiştir.



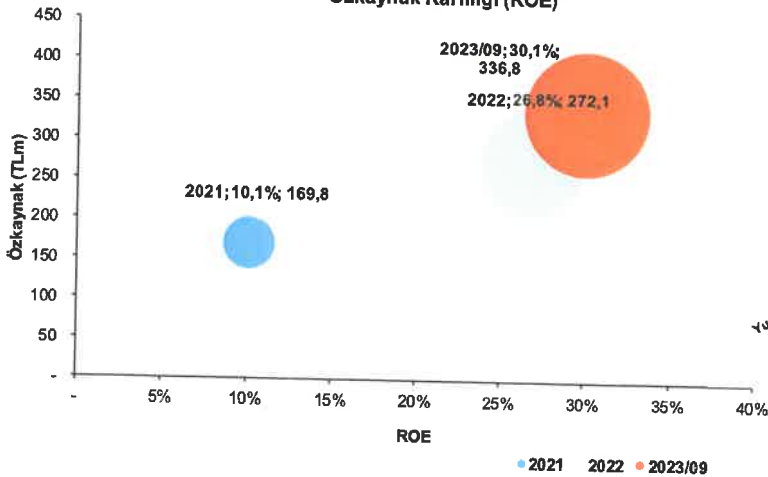
Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

2020-2022 arasında ihracat oranı %24 olarak gerçekleşirken 2023/09'da depremin sevkijata kısmi etkisi nedeniyle ihracat payı gerilemiştir.

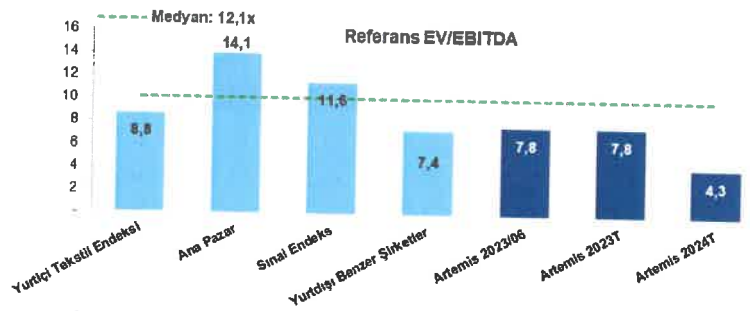


Kaynak: Şirket

### Özkaynak Karlılığı (ROE)\*



Halka arz değeri ve Şirket'in 2023 - 2024 EBITDA rakamlarına göre EV/EBITDA çarpanları



Kaynak: Bloomberg & Finnet

## Değerleme

Halka arz iskontosu öncesi 1.592 mn TL adil piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosu sonrası 1.268 mn TL değere ulaşılmıştır.

İNA'dan hesaplanan değere %50; Yurtdışı benzerler, BİST Tekstil Endeksi ve BİST Sınai Endeks çarpanlarından gelen değere sırasıyla %20, %10 ve %10 ağırlık verilmiştir

Halka arz fiyatı ile belirlenen Şirket değeri, 2023/09'da gerçekleşen EBITDA ve net kar verilerine göre 7,8x EV/EBITDA ve 12,5x F/K çarpanlarına işaret etmekteyken 2023 beklenti EBITDA'sına göre 7,8x EV/EBITDA çarpanına denk gelmektedir.

Duyarlılık analizinde Şirket değer aralığı 958 mn TL ve 2.835 mn TL bandında hareket etmektedir

## Değerleme Özeti

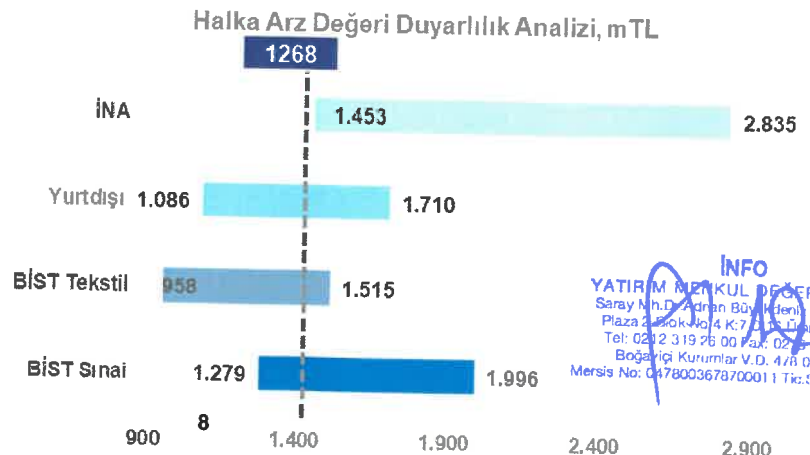
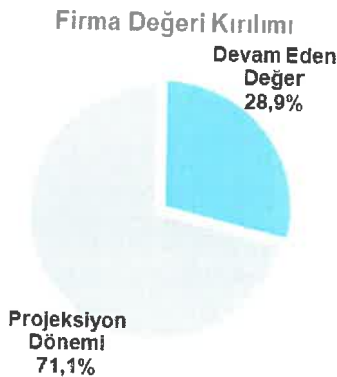
**%20,4 halka arz iskontosu.** Nihai değerde Şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz İNA'ya %50 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerde dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir. Şirket'le birebir aynı işi yapan ve BİST'te işlem gören bir şirket bulunmaması sebebiyle Şirket'in halka arz sonrası yer alacağı Tekstil Endeksi ve Sınai Endeks çarpanlarından değer hesaplanmış ve Tekstil Endeksi'nden hesaplanan değeri %20 Sınai Endeks'ten hesaplanan değere %10 ağırlık verilmiştir. Yurtdışında borsalarda işlem gören ve Artemis Halı'yla benzer faaliyette bulunan şirket çarpanlarına ise %20 ağırlık verilmiştir. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre halka arz fiyatı belirlenirken tespit edilen değere %20,4 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Şirket için halka arz iskontosu sonrası 1.268 mn TL piyasa değeri ve pay başı 25,35 TL değer tespit edilmiştir. Bulunan değer cari 7,8x EV/EBITDA ve 12,5x F/K çarpanlarına işaret ederken Şirket için daha normalize bir dönem olan 2023'ün tamamında öngörülen EBITDA'ya (204,8 milyon TL) göre çarpan ise 7,8x hesaplanmaktadır. Şirket gelirlerinin bir kısmının döviz cinsinden olması ve Haziran-Temmuz 2023 kur hareketinin tam etkisinin 2024'e yansiyacak olması, %60-65 bandında yer alan kapasite kullanım oranının yükseleceği beklentisi, ihracat ve imalat faaliyetleri sebebiyle sahip olunan vergi teşvikleri nedeniyle efektif vergi oranının düşük olması, Şirket'in marka bilinirliğinin yüksek olması ve 2024 sonu EBITDA taahhüdünün verilmiş olması 2023 sonu için tespit edilen 7,8x EV/EBITDA çarpanını makul kılmaktadır.

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
<b>Metodolojiler</b>			
İNA	1.802	50,0%	36,03
BİST Tekstil Endeksi	1.237	20,0%	24,74
BİST Sınai Endeks	1.637	10,0%	32,75
Yurtdışı Benzerler	1.398	20,0%	27,96
<b>İskonto Öncesi Değer</b>	<b>1.592</b>	<b>100%</b>	<b>31,83</b>
Halka Arz İskontosu	-20,4%		
<b>Halka Arz Piyasa Değeri</b>	<b>1.268</b>		<b>25,35</b>

Değer Çarpanları	2023/09	2023T	2024T
EV/EBITDA	7,8	7,8	4,3
F/K	12,5	m.d.	m.d.
EV/Net Satış	2,5	2,3	1,5
PD/DD	3,8	m.d.	m.d.

## İNA Duyarlılık Analizi

Piyasa çarpanları ve İNA yaklaşımı için iyimser ve kötümser senaryolar simüle edilmeye çalışılmış, değerlerin oynaklığı ortaya konulmuştur. Baz senaryoda İNA değerinin yaklaşık %71'i projeksiyon dönemindeki beklentilerden kaynaklanırken, İNA modeli en iyimser ve iyi kötümser senaryolarda 1.453-2.835 mn TL bandında hareket etmektedir. Tüm değer senaryoları ise 958 mn TL ve 2.835 mn TL bandında hareket etmektedir.





**Temel Yatırım  
Unsurları**

*Şirket, düşük borçluluk, sade bilanço yapısı, güçlü marka algısı ve lojistik avantajı ile önemli bir konumda yer alıyor*

*Yerli hammadde tedariki*

*Gaziantep sektör için stratejik bir konum*

*2024 yılı EBITDA'sı için Şirke ortakları taahhüt vermişlerdir*

*Şirket, ürettiği ürünlerin tasarımını, kendi bünyesinde bulunan tasarım ekibi ile yapmakta olup bu durum Şirket'in marka değerine, imajına ve tanınırlığına katkı sağlamaktadır.*

**Değerleme görüşü.** Şirket'in sektörde uzun yıllara dayanan tecrübesi, kuruluşundan bu yana 15 m'n metrekare halı üretilmiş olması, üretimin 2 ana bayi kanalıyla Türkiye'nin 81 ilinde mevcut satış noktaları aracılığıyla penetre olması, güçlü marka algısı, Şirket tesislerinin pazarlara erişim anlamında oldukça stratejik bir konumda olması, bir grubun parçası olması ile sağlanabilecek sinerjiler, gelirlerde ihracatın kayda değer bir oranda olması nedeniyle sağlanan avantaj, hammaddenin belli oranda yerli pazardan temin edilmesi ile elde edilen kur avantajı, imalatçı olunması ve ihracat yapısı ile sağlanan vergi teşvikleri, güçlü teknolojik altyapının getirdiği verimlilik, 2024 sonunda beklenen güçlü EBITDA büyümesi ve ilgili büyüme için Şirket'in yatırımcılara taahhüt vermesi, ilişkili taraf hacminin görece düşük olması, sade bilanço ve şirket yapısı, düşük Net Borç/EBITDA rasyosu ve cazip değerlendirme çarpanları Şirket'i yatırım için ön plana çıkarmaktadır.

**Hammadde ihtiyacının büyük oranda yurtiçinden temin edilmesi.** Şirket, üretimde kullandığı hammaddeleri önemli oranda iç pazardan karşılamaktadır. Bu sebeple, özellikle Türk Lirası'nın yabancı para birimleri karşısında değer kaybetmesi, hammadde tedarikinde doğrudan bir maliyet yükselişine sebep olmayacaktır. Şirket, ödemelerini Türk Lirası ile yapmakta olduğundan, vade tarihinde ödemelerini Türk Lirası ile gerçekleştirmektedir. Bununla birlikte hammaddenin yurt içinden sağlanması, lojistik verimi yükseltmekte ve tedarik zincirindeki riskleri azaltmaktadır. Ayrıca ülkemizde bu sektörde çok sayıda tedarikçi bulunması, Şirket'in hammadde ithal etme zorunluluğu olmamasını ve ilerleyen süreçte de benzer bir zorunluluğun ortaya çıkma ihtimalinin düşük olmasını sağlamaktadır.

**Lojistik avantaj.** Gaziantep Organize Sanayi Bölgesi'nde yer alan üretim tesisi, makine halısı üretiminde ABD, Belçika ve Çin ile birlikte dünyada başı çeken merkezlerden biri olan Gaziantep'te kurulmuştur. Ülkemizin makine halısı üretiminin büyük çoğunluğu özellikle dokuma makine halısı üzerine yoğunlaşmış olan Gaziantep'te yerleşik olan firmalarca yerine getirilmektedir. Bu özellikleri ile kendi içerisinde de oluşan güçlü hammadde üreticileri ile hızlı ve kaliteli tedarik sağlanabilmektedir. Pazarın yine bu bölgede dünya devi haline gelmiş olmasının sebeplerinden bir tanesi de lojistik ulaşımın kolaylıkla sağlanabilmesinden kaynaklanmaktadır. Kullanılan otopanlar ile kara taşımacılığı çok ciddi avantajlar sağlamakta; aynı zamanda Mersin ve İskenderun limanlarının çok yakın olması sebebi ile deniz taşımacılığı aracılığı ile deniz aşırı ülkelere sevkiyatlar gerçekleştirilmektedir.

**Grup yapısı.** Hızlı gelişen moda sektöründe trendler, renkler en büyük farklılıkları yaratmaktadır. Bu açıdan düşünüldüğü zaman, modayı yakından takip etmek, trend olacak ürünleri oluşturmak için hız, çok büyük önem taşımaktadır. Şirket, ilişkili taraf şirketleri içerisinde yer alan Acme Tekstil'den iplik boyama hizmeti almakta ve müşteriler tarafından istenilen renkleri kendi bünyesinde hızlıca hazırlayarak sevkiyat avantajına sahip bulunmaktadır.

**Artemis markası.** Şirket, uzun yıllardır halı sektöründe faaliyet göstermekte olup ülkemizde bu sektörün önde gelen firmalarındandır. Marka bilinirliğinin yüksekliği sayesinde, tüketici gözünde güvenilir bir konuma sahiptir. Bununla birlikte uzun yıllar bu piyasada bulunmuş olmanın bir getirisi olarak gerek tüketiciye gerekse faaliyetler kapsamında ticari ilişki kurulan kişi ve kurumlara sağlanan güven, faaliyetlerin devamlılığı ve hacmi için önemli bir avantajdır. Sektöre girdiği günden bugüne kadar hazırladığı koleksiyonlar, yenilikçi tasarımlar ile AR-GE çalışmaları sonucu sunduğu yeni ürünlerin beğenilmesi sonucunda Artemis markasının bilinirliğini, ürettiği ürünlerin kalitesi ve çeşitliliği ile de destekleyerek, kendisini Türkiye'de bulunan ilk beş markadan birisi olarak konumlandırmıştır.

**İhracat gücü ve vergi teşvikleri.** Şirket 2020-2022 arasında toplam satışların ortalamada %24'ünü ihracat ile gerçekleştirirken 2021'de bu oran %28,4'e kadar yükselmiştir. Ortadoğu ve ABD pazarı olmak üzere Şirket bugüne kadar 20'den fazla ülkeye ihracat gerçekleştirmiştir. Kurların arttığı ya da iç pazarda risklerin olduğu durumlarda ihracat önemli bir avantaj olarak öne çıkarken Şirket ihracat yapısı ve üretici olması nedeniyle vergi avantajına sahiptir.

**Penetrasyon ve teknolojik alt yapı.** Şirket, üretimini Gaziantep'te bulunan fabrikasında yapmakta olup çalışmakta olduğu 2 ana bayi kanalıyla Türkiye'nin 81 ilinde mevcut satış noktaları aracılığıyla müşterilere hizmet sunabilmektedir. Şirket teknolojik gelişimleri yakından takip ederek, oluşturduğu altyapı sayesinde, süreçlerini aksaklık yaşamadan yürüterek, uçtan uca veri bütünlüğünü sağlamış ve süreklilik haline getirerek sürekli gelişim ilkesi ile sürdürmektedir.

**Riskler****İşletme sermayesi ve hızlı değişen moda temel riskler**

**Üretici sayısı.** 200 civarında birçoğu markasız olan halı tesisine ev sahipliği yapan Gaziantep ilinde konumlanan Artemis Halı, bu rekabetçi piyasa içerisinde marka olarak büyümüş ender üreticiler arasında yer almaktadır. Tasarım gücünü avantaja çevirerek katma değerli ürün gamına konsantre olarak bunu kendine avantaja çevirmiştir. Ancak Gaziantep'te üretici sayısının fazla olması rekabeti güçleştirmektedir.

**Hızlı değişen moda.** Sürekli kendini yenileyen renkler, yeni kaliteler, giyim sektöründe olduğu gibi halı ve dekorasyon sektöründe de güncelliğini korumaktadır. Şirket, senede 2 defa hazırlanan koleksiyonlarda yer alan renklerin stok maliyetlerini, ilişkili taraf şirketi bünyesinde bulunan boyama tesisleri ile en doğru şekilde yönlendirebilmektedir. Halı sektöründe modanın hızlı değişmesi Şirket'in stoklarının atıl kalmaması için sürekli değişim sürecinde olmasını gerektirmektedir.

**İşletme sermayesi ihtiyacı.** Üretim, talebe bağlı olarak yapılmaktadır. Dolayısıyla bayilerden ve diğer müşterilerden alınan siparişlere karşılık olarak Şirket'e yapılan ödemeler genellikle uzun vadeye yayılmış çekler aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Bu durum her zaman için bir tahsilat problemi riski yaratmaktadır. Müşteri ya da bayilerin iflası ya da konkordato ilan etmesi gibi hallerde tahsilatın zamanında yapılamaması Şirket'in kur farkı ya da enflasyon sebebiyle oluşacak değer azalmalarından daha fazla etkileneceği anlamına gelmektedir. Bu durum ayrıca büyüme için yüksek işletme sermayesi anlamına gelmektedir.

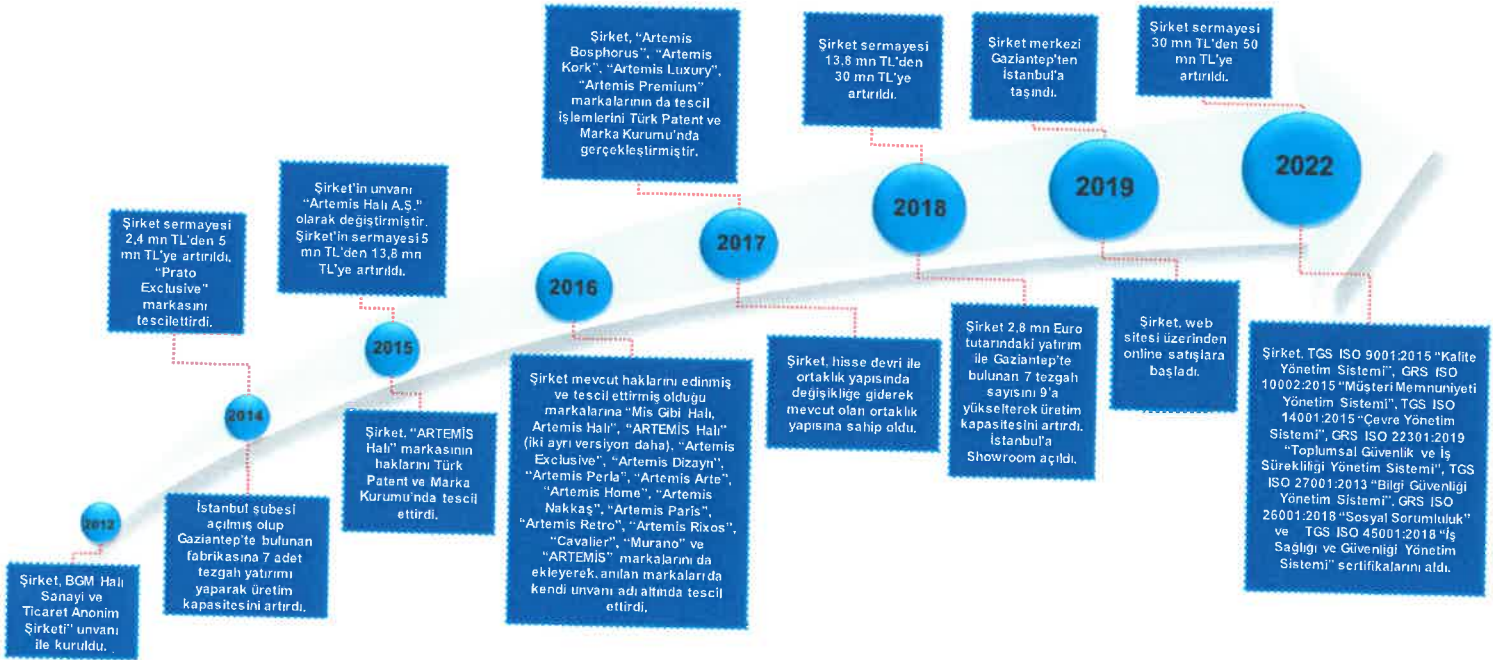
## Şirket Profili

**Şirket "BGM Halı Sanayi ve Ticaret A.Ş." unvanı ile 2012 yılında Gaziantep'te kurulmuş olup 2015 yılı içerisinde unvan değişikliğine giderek Artemis Halı A.Ş. unvanını almıştır**

**ABD, Meksika, Rusya, Ürdün, Irak, Katar, Suudi Arabistan, Gürcistan, Kırgızistan, Slovenya bazı ihracat ülkeleridir**

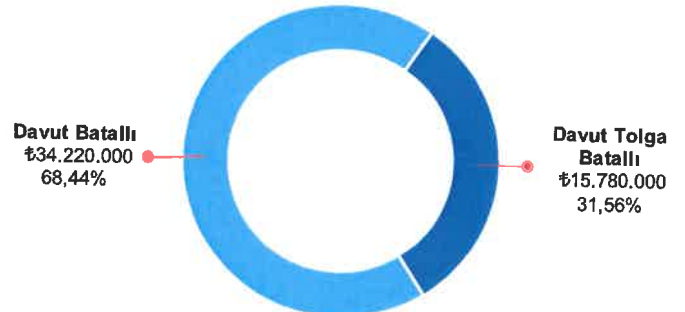
**2012'de kuruldu.** Şirket, 16.07.2012 tarihinde, BGM Halı Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanı ile 2.400.000 TL sermaye ile parça ve duvardan duvara makine halısı imalatı, ihracatı ve dahili ticaretini yapmak üzere Gaziantep ili Şehitkamil ilçesinde kurulmuş ve faaliyete geçmiştir. Şirket 02.03.2015 tarihli genel kurul kararı ile BGM Halı Sanayi ve Ticaret A.Ş. olan unvanını Artemis Halı A.Ş. olarak değiştirmiştir. Şirket'in faaliyet konusu; her türlü el halısı ve makine halısı yolluk, seccade, kilim, battaniye ve tekstil ürünleri, imalatı, ithalatı, ihracatı, alım-satım ve pazarlamasını yapmaktır. Şirket'in merkez ofisi Balmumcu Beşiktaş/İstanbul'da bulunmakta olup fabrikası Şehitkamil/Gaziantep'tedir. Şirket, üretimini Gaziantep'te 20.518 m<sup>2</sup> kapalı, 11.112 m<sup>2</sup> açık alan üzerine kurulu fabrikasında gerçekleştirmektedir. Şirket'in 25.01.2023 tarihli kapasite raporuna göre halı dokuma kapasitesi 1.994.304 (m<sup>2</sup>/yıl)'dır. Şirket'in söz konusu fabrikada 2022 yılındaki üretim miktarı 813.692,38 m<sup>2</sup> olarak gerçekleşmiştir. Şirket, projeler dahilinde müşterilerin talepleri ve ihtiyaçlarına yönelik ürünlerin tasarımından başlayarak, üretim ve teslim dahil olmak üzere tüm süreçlerde aktif rol almaktadır. Şirket, sipariş üzerine ürettiği ve/veya standart ürün grubunda yer alan ürünlerinin tasarım, üretim ve teslim süreçlerini kendisi takip etmekte ve yerine getirmektedir. Şirket, dünya trendlerini yakından takip ederek halı tasarımı ve halı üretimi yapmakta olup ürettiği halıların yurt içindeki satışlarını bölge bayileri aracılığı ile Türkiye genelinde 1.500'ün üzerinde satış noktasında yapmaktadır.

**Ortaklık yapısı.** Şirket sermayesinin %68,4'lük kısmına karşılık gelen 34.220.000 TL'lik kısmı Davut Batallı'ya, %31,6'lık kısmına karşılık gelen 15.780.000 TL'lik kısmı Davut Tolga Batallı'ya aittir. Şirket paylarının toplamda 7.500.000 TL'lik kısmı A Grubu paylardan oluşmakta olup bu tutarın 3.750.000 TL'lik kısmı Davut Batallı'ya, 3.750.000 TL'lik kısmı Davut Tolga Batallı'ya aittir.



Ortaklık Yapısı			
Ortağın Unvanı	Pay Grubu	Sermaye Tutarı, TL	Oran
Davut Tolga Batallı	A	3.750.000	31,6%
	B	12.030.000	
Davut Batallı	A	3.750.000	68,4%
	B	30.470.000	
<b>Toplam</b>	<b>A + B</b>	<b>50.000.000</b>	<b>100%</b>

### Ortaklık Yapısı



**Şirket Profili**

**Eylül 2023 itibarıyla toplam personelin 146'sı mavi yaka, 36'sı beyaz yaka personelden oluşmaktadır**

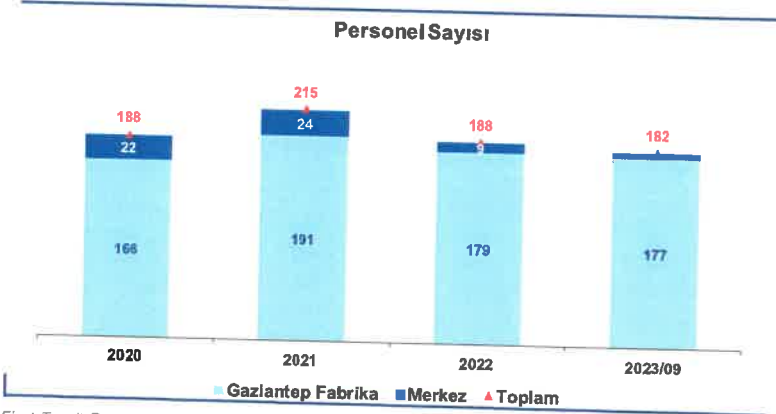
**Şirket, %8 Ekonomik, %24 Premium ve %68 Luxury ürün grubu olmak üzere 3 ana ürün grubunda yer alan ürünlerin üretimini ve tasarımını yapmaktadır**

**Şirket'in 25.01.2023 tarihli kapasite raporuna göre halı dokuma kapasitesi yıllık 1.994.304 m<sup>2</sup>'dir**

**Personel sayısı.** 30 Eylül 2023 itibarıyla Şirket'te 182 personelin 5'i merkezde, 177'si Gaziantep Fabrikada çalışmaktadır. İlgili tarih itibarıyla toplam personelin 146'sı mavi yaka, 36'sı beyaz yaka personelden oluşmaktadır.

**Ürünler & ürün çeşitleri.** Şirket, kuruluşundan itibaren yaklaşık 15 milyon m<sup>2</sup> halı üretmiş olup üretim, doğal elyaflardan yapılan yıkanmış ve ütülenmiş ürün gruplarından oluşmaktadır. Şirket, yurt içi piyasada 19 adet, ihracat pazarında ise 25'i aşkın koleksiyondan oluşan ve tüm markaları kendisine ait olan ürün yelpazesine sahiptir. Şirket portföyünde bulunan halıların tasarımını kendi bünyesinde çalışan tasarımcılar tarafından yapılmakta ve patent tescilleri alınmaktadır. Şirket, Ekonomik, Premium ve Luxury ürün grubu olmak üzere 3 ana ürün grubunda yer alan ürünlerin üretimini ve tasarımını yapmaktadır. Şirket'in Luxury Collection, Premium Collection ve Ekonomik Collection olarak üç ana ürün grubu bulunmaktadır. Luxury Collection'da yer alan ürünler farklı kalitelere, yün, bambu, pamuk gibi doğal elyaflar kullanılarak, doğal olarak dokunan el halısı hissiyatını son teknoloji makinelerde ipek dokuları yakalanılarak üretilmektedir. Luxury grubunda 44 adet farklı desen ve bunlara ek olarak renk ve ebat alternatifleri bulunmaktadır. Premium Collection, günlük kullanımlarda daha az tozuyan, anti alerjik özelliklere sahip elyaflardan üretilen, abstract, modern, klasik, modern-klasik desenler ile süslenen halılar, üretim kapasitesinde ciddi bir yere sahiptir. Premium grubunda 84 adet farklı desen ve bunlara ek olarak renk ve ebat alternatifleri bulunmaktadır. Ekonomik (Eco) Collection, yazlık, mutfak ve daha küçük alanların dekore edilmesi için hazırlanan koleksiyonlarda özel elyaflar kullanılarak hem ekonomik hem de kullanışlı bir ürün grubu tasarlanmıştır. Eco grubunda 47 adet farklı desen ve bunlara ek olarak renk ve ebat alternatifleri bulunmaktadır.

**Üretim tesisi.** Şirket üretimini Gaziantep'te 5. Organize Sanayi Bölgesi'nde 20.518 m<sup>2</sup> kapalı, 11.112 m<sup>2</sup> açık alandan oluşan toplam 31.630 m<sup>2</sup>'lik alan üzerine kurulu fabrikasında gerçekleştirmektedir. Bu üretim tesisinde 3.000 m<sup>2</sup> mamul depo ve 3.000 m<sup>2</sup> iplik deposu olmak üzere toplam 6.000 m<sup>2</sup> depo alanı mevcuttur. Fabrika binası ilişkili taraflardan olan Doğu Taşıt Muayene İstasyonları İşletmeciliği A.Ş.'den 10 yıllığına 2023 yılı başında kiralanmıştır.

**Personel Sayısı**

Fiyat Tespit Raporunda yıl sonu personel sayısı, Bağımsız Denetim Raporunda yıllık ortalama personel sayısı verilmiştir. Bu nedenle Fiyat Tespit Raporu ve Bağımsız Denetim Raporundaki personel sayıları farklılık gösterebilir.

**Üretim Tesisi**

<b>Tesis Adı</b>	: Fabrika Binası
<b>Adres</b>	: Başpınar OSB Mah. 5. OSB 83507 Cad. No:14 Şehitkamil/Gaziantep
<b>Büyükölç</b>	: 31.630 m <sup>2</sup>
<b>Açık Alan</b>	: 11.112 m <sup>2</sup>
<b>Kapalı Alan</b>	: 20.518 m <sup>2</sup>
<b>Kullanım Amacı</b>	: Şirket faaliyetlerini gerçekleştirme amaçlı
<b>Mülkiyet Durumu</b>	: Kiralık
<b>Sigorta Durumu</b>	: Var

**Üretim ve Satış Miktarları (miktar, m<sup>2</sup>)**

Üretim Yılı	Dönem Başı Stok	Üretim	Satış İade	Satış	Dönem Sonu Stok
2020	578.339	929.435	0	891.089	616.685
2021	616.685	774.022	25.595	1.156.874	259.428
2022	259.428	813.692	10.184	851.004	232.300
2023/9	232.300	889.304	1.063	982.371	140.296

## Yönetim Kurulu

**Davut Tolga Batallı**  
YK Başkanı

- ▶ 1978 yılında Gaziantep doğan Davut Tolga BATALLI, ilkokulu Gaziantep Kolej Vakfı'nda, ortaokul ve liseyi ise Ankara Atatürk Anadolu Lisesi'nde tamamlamıştır. 2000 yılında Yeditepe Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü'nden mezun olmuştur. Yüksek lisansını ABD'de National University'de elektronik ticaret üzerine yapmıştır. 2002 yılında iş hayatına atılan Davut Tolga BATALLI, Acme Holding A.Ş., Acme Tekstil Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş. ve Doğu Taahhüt Muayene İstasyonları İşletmeciliği A.Ş. şirketlerinde Yönetim Kurulu Başkanlığı görevine devam etmektedir. 2004 yılından itibaren İstanbul Ticaret Odası'nda Komite Başkanlığı, Disiplin Kurulu Başkanlığı ve Meclis Üyeliği, 2018 yılından itibaren İTO Bünyesinde İstanbul Dünya Ticaret Merkezi (IDTM) Yönetim Kurulu Üyeliği, 2000 yılından itibaren de Fenerbahçe Spor Kulübü'nde Kongre Üyeliği görevlerine devam etmektedir.

**Davut Batallı**  
YK Başkan Vekili

- ▶ 1979 yılında Gaziantep'te doğan Davut BATALLI, ilköğretimini Gaziantep Kolej Vakfı'nda tamamladıktan sonra, Ankara Özel Yükseliş Koleji'nden mezun olmuştur. Bilkent Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Ekonomi bölümü mezunudur. Ayrıca 2014 yılında Anadolu Üniversitesi Dış Ticaret bölümünü de tamamlamıştır. Davut BATALLI, Acme Holding A.Ş., Acme Tekstil Sanayi İç ve Dış Ticaret A.Ş., Doğu Taahhüt Muayene İstasyonları İşletmeciliği A.Ş.'de Yönetim Kurulu Başkan Vekili, Arnis Yatak A.Ş., Acme Export Dış Ticaret A.Ş. ve Arnis Home Mağazacılık A.Ş.'de ise Yönetim Kurulu Başkanı görevlerine devam etmektedir. Davut BATALLI'nın ayrıca Boğaziçi Üniversitesi'nden ve İstanbul Ticaret Odası'ndan alınan çeşitli meslekî başarı sertifikaları da bulunmaktadır.

**Mehmet Kürşat Batallı**  
YK Üyesi

- ▶ 1985 yılında Gaziantep'te doğan Mehmet Kürşat BATALLI, ilkokulu Ankara Yükseliş Koleji'nde okuduktan sonra ortaokul ve liseyi Ankara'da Orta Doğu Teknik Üniversitesi (ODTÜ) Geliştirme Vakfı'nda okumuştur. 2009 yılında Yeditepe Üniversitesi Mimarlık ve Mühendislik Fakültesi'nde Bilgisayar Mühendisliği Bölümü'nden mezun olmuştur. Üniversite yıllarında, Boğaziçi Üniversitesi'nin yaz dönemi programlarına dahil olmuştur. 2009 yılında iş hayatına atılan Mehmet Kürşat BATALLI, Acme Holding A.Ş.'de %14 oranında pay sahibidir. 2021 yılından itibaren Türkiye Mobilya Sanayicileri Derneği (MOSDER), 2022 yılından itibaren Mobilya ve Yatak Sanayicileri Derneği (MOYSAD) demek üyelikleri bulunmaktadır.

**Ali Başkan**  
Bağımsız YK Üyesi

- ▶ 1977 yılında Ordu'da doğan Ali BAŞKAN, ilk ve ortaokulu Ordu il Perşembe ilçesine bağlı Medreseönü Beldesi'nde ve liseyi Fatsa İmam Hatip Lisesi'nde okumuş, 1996 yılında Kafkas Üniversitesi Artvin Meslek Yüksek Okulu'ndan mezun olmuştur. Daha sonra Açık Öğretim fakültesini bitirerek lisans eğitimini tamamlamıştır. 1998 yılında Ordu'da kurulu Orman Ürünleri sektöründe faaliyet gösteren Çamsan A.Ş. firmasında sırasıyla Finans, Muhasebe ve Maliyet Muhasebesi birimlerinde 15 yıl görev yapmış ve firmanın 8 adet fabrikasının tüm mali (Finans, Muhasebe, Bütçe, Maliyet) süreçlerini yönetmiştir. 2013 yılında Sakarya'da kurulu olan Çamsan Entegre A.Ş. firmasına Mali İşler Müdürü olarak firmanın tüm ERP altyapısının yenilenmesi sürecini yönetmiş, tüm mali süreçlerde etkin rol olarak aynı zamanda üretim ve diğer süreçlerde muhasebenin entegrasyonu üzerine çalışmalar yapmıştır. 2018 yılında kumaş, sünger, mobilya, çelik ve hijyen sektörlerinde faaliyet gösteren Aydın Şirketler Grubu'nun Sakarya'daki Aydın Endüstri A.Ş. firmasında Maliyet Analiz Müdürü olarak çalışmaya başlamış olup, 2019 yılında görevinden ayrılmıştır.

**Tuncay Yıldırım**  
Bağımsız YK Üyesi

- ▶ 1959 yılında Ankara'da doğan Tuncay YILDIRIM, ilkokulu, ortaokul ve liseyi Ankara'da Ankara okumuştur. Orta ve lise öğrenim yılları sırasında, İngiltere Bournemouth'da İngiliz dil okulu, İsviçre'de Fransız dil okulu, Almanya Stuttgart'ta Alman dil okullarında düzenli eğitimlere katılarak, lisansını çok iyi seviyelere getirmiştir. 1985 yılında Fribourg Üniversitesi Ekonomi ve Sosyal Bilimler Fakültesi'nden mezun olmuştur. Mezun olduktan sonra 1 yıl bağımsız denetçi olarak çalışmıştır. 1988 yılında iş hayatına atılan Tuncay YILDIRIM, Yılsan Haddecilik Sanayi Ticaret A.Ş.'de 9 yıl çalıştıktan sonra 1997'de Esel Enerji Üretim ve Ticaret A.Ş.'de çalışmaya başlamıştır. Burada da 5 yılı tamamladıktan sonra 4 yıl hizmet vereceği İstanbul Elyaf ve İplik Sanayi ve Ticaret A.Ş.'de çalışmaya başlamıştır. Akabinde Caldere Elektrik Üretim ve Ticaret A.Ş.'de görev almış, ardından da Yılsan Yatırım Holding'de 10 yıllık bir çalışma serüvenini başlatmıştır. Daha sonrasında Arte Energy ve sonrasında halen çalışmakta olduğu Technosol Solar Greece President'de çalışma hayatına devam etmektedir. 2008 yılından itibaren enerji sektöründe birçok branşta sayısız deneyimler elde etmiş ve görevler üstlenmiştir.

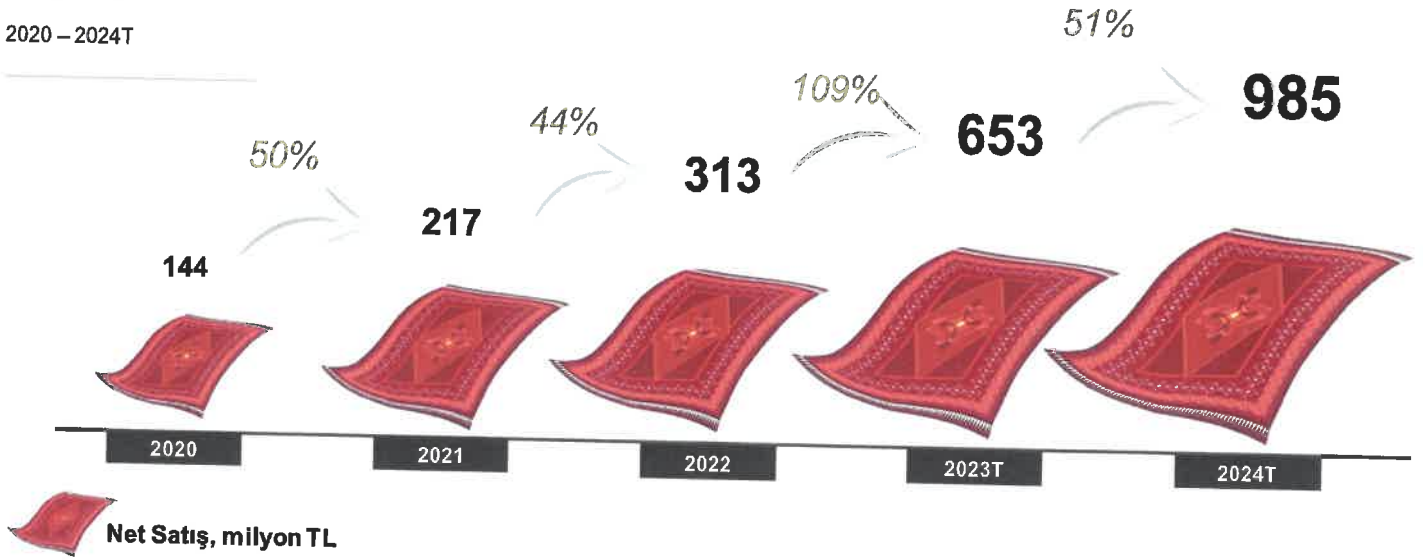
## FAALİYET ÖZETİ

Ortaklık Yapısı & Künye	Ürün Grupları & Mali Veriler	Sektör																		
<p><b>Ortaklar</b></p> <p>68,4% Davut Batallı</p> <p>31,6% Davut Tolga Batallı</p> <p><b>Künye</b></p> <p>Kuruluş: 2012</p> <p>Faaliyet Alanı: Halı Üretimi &amp; Satışı</p> <p>Merkez: Beşiktaş / İstanbul</p> <p>Çalışan Sayısı: 182</p>	<p><b>Şirket'in Ana Ürün Grupları</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Ekonomik Collection</li> <li>- Luxury Collection</li> <li>- Premium Collection</li> </ul> <p><b>Mali Veriler</b></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2023/09 4Ç</th> <th>2023T</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Net Satışlar</td> <td>588,4 mTL</td> <td>653,3 mTL</td> </tr> <tr> <td>EBİTDA</td> <td>204,9 mTL</td> <td>204,9 mTL</td> </tr> <tr> <td>Net Kar</td> <td>101,2 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> <tr> <td>Özkaynak</td> <td>336,8 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> <tr> <td>Aktifler</td> <td>900,4 mTL</td> <td>m.d.</td> </tr> </tbody> </table>		2023/09 4Ç	2023T	Net Satışlar	588,4 mTL	653,3 mTL	EBİTDA	204,9 mTL	204,9 mTL	Net Kar	101,2 mTL	m.d.	Özkaynak	336,8 mTL	m.d.	Aktifler	900,4 mTL	m.d.	<p><b>Sektör</b></p> <p>Çözgü (arş) iplikleri üstüne ayrı bir desen ipliği ile değişik şekillerde dögüm atılarak, aralarından birkaç sıra atkı (argaç) ipliği geçirilip sıkıştırılarak aynı yükseklikte veya yer yer farklı yüksekliklerde, kabartmalı olarak kesilmiş, havlı yüzü olan dokumalarda "halı" denmektedir. Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör, halı sektörüdür. Faaliyetin büyük bölümü yurt içinde yürütülmekte olup yurt dışı pazarlarına da ihraç gerçekleştirilmektedir. Geleneksel olarak dokuma yöntemiyle ve günümüzde ise dokunarak ya da taffing (düzzemin kumaşına ipliklerin dikilmesi) yoluyla üretilen havlı tekstil yüzeyleri olarak tanımlanan halının sektörel önemi, dünya ticaretinde de kayda değer ürün gruplarından birini oluşturması sonucunu doğurmuştur. Dünyada halı ticareti, el halısı, makine halısı ve tüfte halı olmak üzere, üretim teknikleri, yatırım eğilimleri, maliyetleri, tüketici profilleri, kullanış amaçları, pazar yapıları ve sermaye yoğunlukları oldukça farklı olan üç ana grupta incelenmektedir.</p>
	2023/09 4Ç	2023T																		
Net Satışlar	588,4 mTL	653,3 mTL																		
EBİTDA	204,9 mTL	204,9 mTL																		
Net Kar	101,2 mTL	m.d.																		
Özkaynak	336,8 mTL	m.d.																		
Aktifler	900,4 mTL	m.d.																		

Kaynak: Ticaret Bakanlığı

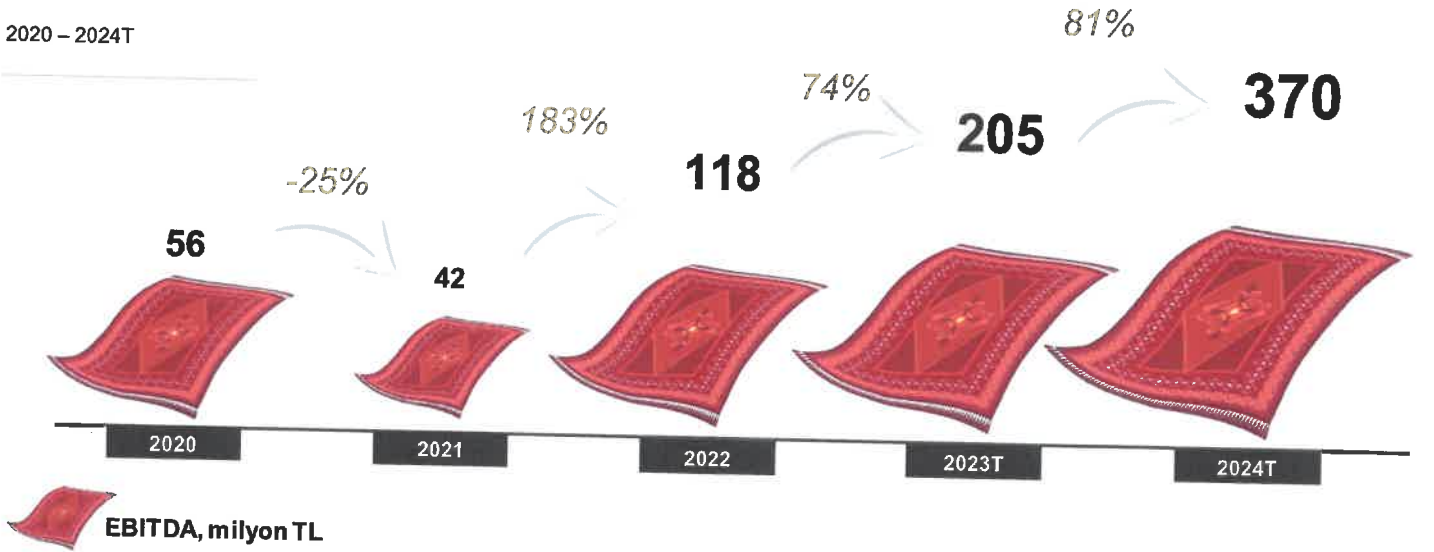
62% YBBO

2020 – 2024T



61% YBBO

2020 – 2024T



**INFO**  
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Saray Mh. 2. Adres Büyükdere Cd. Cosmos  
Plaza 2 Blok No:4 Kat: D Kat: 5/11 Nişantaşı/İST.  
Tel: 0212 319 21 00 Fax: 0212 392 17 75  
Bölgesel Kurumlar V.D. 4/8 0035 787  
Mersis No: 078003678700011 Tic.Sic.No: 271081

## Satışlar

**Şirket'in ürünleri Eko, Lüks ve Premium olmak üzere üç ayrı fiyat segmentiyle satılmaktadır**

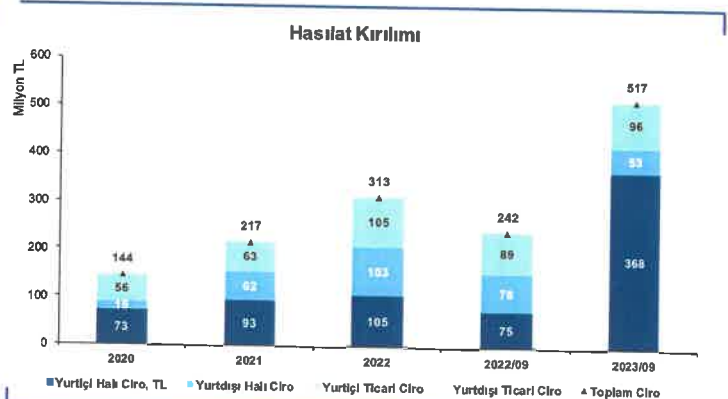
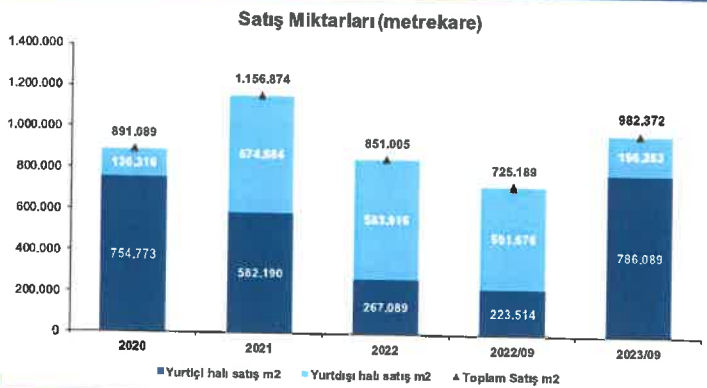
**2023'ün ilk 9 ayında net satışlar %114 artış göstermekle birlikte 982.372 m<sup>2</sup> halı satışı gerçekleşmiş olup KKO %65,7 seviyesine yükselmiştir**

**2023'ün ilk yarısında ihracat performansı, Şubat ayında meydana gelen depremler nedeniyle Mersin ve İskenderun limanlarında lojistik sıkıntılarının yurt dışı sevkiyatları olumsuz etkilemiştir**

**Satışlarda genel görünüm.** Şirket'in satışları yurtiçi ve ihracat olarak iki ana başlıkta irdelenmiş ve her iki kanal için de üretimden satışlar ve ticari ürün satışlar ayrı ayrı detaylandırılmıştır. Şirket'in ürünleri Eko, Lüks ve Premium olmak üzere üç ayrı fiyat segmentiyle satılmaktadır. Şirket'in üretim kapasitesi 2020 yılında 1,6 mn m<sup>2</sup>, 2021 yılında 1,8 mn m<sup>2</sup> seviyesindeyken 2023 yılında yaklaşık 2 mn m<sup>2</sup> seviyesine yükselmiştir. Şirket'in 2020-2021-2022 yıllarındaki halı satışları sırasıyla 891.089 - 1.156.874 - 851.005 m<sup>2</sup> olup kapasite kullanım oranları %54,4 - %64,2 - %47,2 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2022 yılında yaşanan yüksek enflasyonist ortam halı sektöründe bir talep daralmasına neden olmuş ve bu sebeple yurt içinde satış adetleri %22 düşmüştür. Tüm dünyada yaşanan yüksek enflasyon ve alım gücünün düşmesinin etkisiyle ihracat miktarları da düşüş kaydetmiştir. Miktaradaki düşüşe rağmen halı fiyatlarında yaşanan artışın etkisiyle üretimden halı satış gelirleri 2022 yılında %35 artışla 208,4 milyon TL kaydedilmiştir. 2023'ün ilk 9 ayında 982.372 m<sup>2</sup> halı satışı gerçekleşmiş olup KKO %65,7 seviyesine yükselmiştir. Şirket'in 2020 yılında 144,4 milyon TL olan hasılatı 2021 yılında 2020 yılına göre %50,4 artışla 217,3 milyon TL'ye, 2022 yılında 2021 yılına göre %44,1 artışla 313,1 milyon TL'ye yükselmiş olup 01.01.2023-30.09.2023 ara döneminde de bir önceki yılın aynı dönemine göre %113,7 artışla 517,4 milyon TL'ye yükselmiştir. Hasılatın dönemler itibarıyla artışında, pandemi nedeniyle ertelenmiş talep kaynaklı miktarsal artış, enflasyondan kaynaklı fiyat artışlarının etkisi ve ihracat konusunda geniş bir pazara girilmiş olunması etkilidir.

**Yurt içi ve yurt dışı satışlar.** Yurt içi üretimden halı satışları 2023'ün ilk 9 ayında geçen yılın aynı dönemine göre %252 artışla 786.089 m<sup>2</sup> seviyesinde gerçekleşmiştir. Yurt içinde m<sup>2</sup> başı satış fiyatı 2020-2021-2022 yıllarında sırasıyla 97, 159, 394 TL olarak kaydedilirken 2023'ün ilk 9 ayında geçen senenin aynı dönemine göre %40 artışla 468 TL olmuştur. Yurt dışı üretimden halı satışları 2023'ün ilk 9 ayında 196.283 m<sup>2</sup> seviyesindedir. 2023'ün ilk yarısında ihracat performansı, Şubat ayında meydana gelen depremler nedeniyle Mersin ve İskenderun limanlarında lojistik sıkıntılarının yurt dışı sevkiyatları olumsuz etkilemesi nedeniyle geçen senenin aynı dönemine göre %61 azalış göstermiştir. Yurt dışı satışlarda m<sup>2</sup> başı satış fiyatı 2020-2021-2022 yıllarında sırasıyla 111, 107, 177 TL kaydedilirken 2021 yılında ihracat adetlerini artırmak adına fiyattan bir miktar feragat edilmiş olup 2020 yılına göre ortalama satış fiyatı 111 TL'den 107 TL'ye gerilemiştir. 2023'ün ilk 9 aylık döneminde geçen senenin aynı dönemine göre %74,5 artışla 272 TL olmuştur. 06.02.2023 tarihinde merkez üssü Kahramanmaraş olan ve 10 ili (Kahramanmaraş, Kilis, Hatay, Osmaniye, Adıyaman, Gaziantep, Şanlıurfa, Diyarbakır, Malatya ve Adana) etkileyen deprem felaketi neticesinde, Gaziantep'te bulunan fabrikada depremden etkilenen ve yakınlarını kaybeden personelin işe gelememesi nedeniyle devam eden 2 aylık süreçte çok büyük olmamakla beraber üretim ve sevkiyat süreçlerinde gecikmeler olmuştur. İlerleyen dönemlerde bu gecikmeler telafi edilerek tamamlanmıştır.

**Ticari ürün satışları.** Şirket 2020-2023/09 dönemleri arasında özellikle yurt içinde ticari ürün satışı da gerçekleştirmiştir. Özellikle uzun süredir stoklarda tutulan ve artık kullanılması düşünülmeyen iplikler 2022 yılında ve 2023 yılının ilk yarısında satılarak envanterden çıkarılmıştır. 2020 yılında halı satışlarını desteklemek adına ev tekstil ürünleri promosyon olarak verilmiş ve bu satıştan elde edilen gelir yurtiçi ticari ev tekstil segmentinde sınıflanmıştır. Şirket, kendi koleksiyonunda olmayan ürünleri diğer halı üreticilerinden almakta ve kendi markasıyla satışını gerçekleştirmektedir. Ticari makine halısı olarak sınıflanmış bu segmentin 2023 ilk 9 ayındaki geliri 18,9 milyon TL'dir.









**Finansal Analiz**

*İşleme sermayesi yatırımları nedeniyle dönen varlıklar aktifleri domine etmekte*

*2023/09'da aktif toplamın %2,7'si nakit ve benzerlerinden oluşmakta*

*Acme Export üzerinden ihracat satışları anlamlı bir seviyede 2022'de başlamıştır. Acme Export aracılığı ile yapılan satışlar bağımsız denetimde yurt içi satışlarda yer almaktadır. Yurt dışı satışlardaki rakam şirketin doğrudan yaptığı ihracatı göstermektedir.*

*Geçmiş yıllardan kalan modası geçmiş stoklar satılarak stok seviyesi 2023'te normalize olmuştur. İlk madde ve malzemeler, iplik stoklarından; mamuller, üretilen halılardan; ticari mallar ise Şirket'in üretmediği ve dışarıdan aldığı halı, iplik ve ev tekstili ürünlerden oluşmaktadır. Diğer stoklar ise sarf malzemeler, dokuma makinası yedek parça stokları ve değeri düşen mamul stoklarından oluşmaktadır*

**2023/09'da 667 mn TL dönen varlıklar.** Şirket'in dönen varlıkları, nakit ve nakit benzerleri, finansal yatırımlar, ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar, müşteri sözleşmelerinden doğan varlıklar, peşin ödenmiş giderler ve diğer dönen varlıklardan oluşmaktadır. Şirket'in dönen varlıkları 2020 yılsonunda 234,5 milyon TL iken 2021 yılsonunda stoklardaki artışa bağlı olarak 2020 yılsonuna göre %32,3 artışla 313,2 milyon TL'ye, 2022 yılsonunda ticari alacaklar ve stoklardaki artışa bağlı olarak 2021 yılsonuna göre %52,1 artışla 476,3 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla da ticari alacaklar ve peşin ödenmiş giderlerdeki artışa bağlı olarak 2022 yılsonuna göre %40 artışla 667 milyon TL'ye yükselmiştir. Dönemler itibarıyla Şirket'in hasılatındaki artışa bağlı olarak ticari alacakları da artış göstermiş olup bu durum da dönen varlıklardaki artışı beraberinde getirmiştir. Dönen varlıkların toplam varlıklar içindeki payı 2020, 2021 ve 2022 yılsonları ve 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla sırasıyla %71, %69, %72 ve %74'tür.

**Nakit ve benzerlerin aktif payı düşük.** Nakit ve nakit benzerleri, kasada bulunan tutar ile birlikte bankalar nezdinde bulunan vadeli ve vadesiz mevduatlar ve diğer hazır değerlerden oluşmaktadır. Şirket'in nakit ve nakit benzerleri 2020 yılsonunda 6,5 milyon TL iken 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre %4,0 artışla 6,7 milyon TL'ye yükselmiş olup 2022 yılsonunda ise kredi kartı ile yapılan satışların azalması sonucu 2021 yılsonuna göre %19,4 düşüşle 5,4 milyon TL'ye gerilemiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla da 2022 yılsonuna göre %341,8 artışla 23,9 milyon TL'ye yükselmiştir. "Diğer" kaleminde izlenen tutarlar, kredi kartı alacaklarından oluşmaktadır. Şirket'in 2021 yılsonu itibarıyla 99.990 TL olan finansal yatırımları, kur korumalı mevduat hesabından oluşmaktadır.

**Ticari alacaklar.** Şirket'in kısa vadeli ticari alacakları 2020 yılsonunda 104,1 milyon TL iken 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre %10 düşüşle 94,2 milyon TL'ye gerilemiş olup 2022 yılsonunda ise 2021 yılsonuna göre %76,8 artışla 166,6 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla da 2022 yılsonuna göre %76,9 artışla 249,9 milyon TL'ye yükselmiştir. Kısa vadeli ticari alacaklarda dönemler itibarıyla görülen artışta, alacak vadelerinin açılması ve satışlarda görülen artış etkili olmuştur. İhracat vadeleri yurtiçi piyasaya göre daha düşüktür. Ticari alacakların toplam varlıklar içindeki payı 2020, 2021 ve 2022 yılsonları ve 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla sırasıyla %32, %21, %25 ve %33'tür. İlişkili taraflardan ticari alacaklar incelendiğinde ise 2023 yılında Davut BATALLI tarafından satın alınan ve ilişkili taraflara dahil edilen Armis Home'dan olan ticari alacak, Armis Home mağazalarında satılmak üzere yapılan halı satışlarından oluşan alacaklardan kaynaklanmaktadır. Armis Home, 2020, 2021 ve 2022 yıllarında ilişkili taraf kapsamında olmadığı için ilgili dönemlere ilişkin alacak bakiyeleri, ilişkili taraflara ilişkin tablolarda sınıflandırılmamıştır. Acme Export'tan olan ticari alacaklar, Şirket'in ihracatının Acme Export aracılığıyla yapılıyor olmasından dolayı, yurt dışı satışlarından kaynaklı alacaklardan oluşmaktadır. Acme Tekstil'den 31.12.2022 tarihi itibarıyla olan 2.378.249 TL alacak Şirket'in fabrikasının yanında bulunan ve Acme Tekstil'e ait boyahanenin elektrik, su, doğalgaz ve personeline ilişkin giderlerinin Şirket tarafından Acme Tekstil'e fatura edilmesinden dolayı oluşan alacaklardan oluşmaktadır.

**Diğer alacaklar.** İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar, ihracat KDV alacaklarından ve Kurumlar Vergisi iadesi alacaklarından oluşmaktadır. Armis Yatak, Royal Yatak ve Doğu Taşıt'tan olan ilişkili taraf diğer alacakları finansal para hareketlerinden kaynaklanmakta olup Armis Yatak diğer alacağı 2023/09'da kapanmıştır. Alacaklara faiz uygulamakta olup adet faiz oranları 2020'de %16,46, 2021'de %20,79, 2022'de %21,62'dir. 2022 yılında Acme Tekstil'den 233.354 TL alacak ise araç satışından dolayı oluşan alacaklardan oluşmaktadır. Davut BATALLI'nın Şirket'e finansman sağlamak amaçlı verdiği çeklerden oluşmakta olup 2022 yılında ihtiyaç duyulmaması sebebiyle iade edilmiştir.

**Stoklar.** Şirket'in stokları, 2020 yılsonunda 115,8 milyon TL iken 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre %65,3 artışla 191,4 milyon TL'ye, 2022 yılsonunda da 2021 yılsonuna göre %23,9 artışla 237,1 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla ise 2022 yılsonuna göre %46,3 düşüşle 129,2 milyon TL'ye gerilemiştir. 2020, 2021 ve 2022 yıllarında artan fiyat artışlarından korunmak ve müşteri siparişlerinin zamanında teslim edilebilmesi için yüksek stok tutma politikası uygulandığından yüksek stokla çalışılmıştır. 30.09.2023 tarihinde ise uzun yıllardır biriken üretim firesi ipliklerin satılması nedeniyle stoklar azalmıştır. Satılan stoklar üretim fazlası ipliklerden oluşup hammaddede izlenmekteydi. Atıl ipliklerin tamamı 74 milyon TL'ye Acme tekstile satılmıştır. Stokların toplam varlıklar içindeki payı 2020, 2021 ve 2022 yılsonları ve 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla sırasıyla %35, %42, %36 ve %14'tür.

**Finansal Analiz**

**Uzun vadeli ticari alacaklar 2020, 2021 ile 30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla sırasıyla 3,2 milyon TL, 2,1 milyon TL ve 5,9 milyon TL olup, müşterilerden alınan ve vadesi 2024 Eylül'den sonra olan müşteri çeklerinden oluşmaktadır.**

**Şirket'in özel maliyetler hesabı, 2020, 2021, 2022 yılsonları ve 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla sırasıyla 76.681 TL, 3.953.170 TL, 9.911.509 TL ve 8.676.717 TL olup fabrika binası için yapılan harcamalardan oluşmaktadır. Bu harcamalar içerisindeki en büyük kalem 1,8 milyon TL tutarındaki fabrika bahçesi perde duvarı yapımı, 3,2 milyon TL tutarındaki yangın algılama ve söndürme sistemi kurulumu harcamalarından oluşmaktadır.**

**Fabrika binası ve merkez ofis ilişkili taraflardan kiralık olarak kullanılmakta**

**Tesis, makine ve cihazların 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değeri, SPK tarafından yetkilendirilmiş bir bağımsız değerlendirme şirketi tarafından hazırlanan 22 Eylül 2022 tarihli değerlendirme raporu ile belirlenmiştir.**

**Makina ve teçhizat maddi duran varlıkları domine etmekte**

**Peşin ödenmiş giderler.** Şirket'in peşin ödenmiş giderleri, 2020 yılsonunda 0,4 milyon TL iken 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre %246,6 artışla 1,5 milyon TL'ye, 2022 yılsonunda da 2021 yılsonuna göre %1.869 artışla 30,1 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla ise 2022 yılsonuna göre %397,7 oranında artmış ve 149,8 milyon TL'ye ulaşmıştır. 2022 yılsonunda 30,1 milyon TL peşin ödenmiş giderlerin 29,2 milyon TL'lik kısmı verilen sipariş avanslarından oluşmaktadır. Peşin ödenmiş giderler kalemindeki 2022 yılsonundaki artışın ana sebebi iplik alımlarına ilişkin olarak Sırma Halı Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye sipariş avansı ödemesi yapılmasıdır. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla ise verilen avans tutarı 147,9 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket'in fiyat avantajından yararlanmak üzere yüksek miktarda hammadde alımı yapması nedeniyle verilen avanslarda artış yaşanmıştır. Sırma Halı Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile sabit fiyat anlaşması olması nedeniyle avans ödemesi yapılmış olup sipariş verildikçe faturalar kapanmaktadır.

**Diğer dönen varlıklar.** Diğer dönen varlıklar, ağırlıklı olarak KDV alacaklarından oluşmaktadır. Şirket'in diğer dönen varlıkları, 2020 yılsonunda 0,4 milyon TL iken 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre %2.186 artışla 8,9 milyon TL'ye, 2022 yılsonunda da 2021 yılsonuna göre %13,2 artışla 10,1 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla ise 2022 yılsonuna göre önemli oranda gerilemiş ve 0,1 mn TL olarak kaydedilmiştir. Devreden KDV tutarının 2021 yılında artmasının nedeni ihracat hacminde yaşanan artış ve stok alımının artmasından kaynaklanmıştır. 2022 yılı Ağustos ayından itibaren ihracatın büyük kısmının Acme Export aracılığı ile yapılması nedeniyle devreden KDV tutarı düşmüştür.

**Duran varlıklar.** Şirket'in duran varlıkları, uzun vadeli ticari alacaklar, yatırım amaçlı gayrimenkuller, kullanım hakkı varlıkları, maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar, ertelenmiş vergi varlığı ve diğer duran varlıklardan oluşmaktadır. Şirket'in duran varlıkları 2020 yılsonunda 95,7 milyon TL iken 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre %44,9 artışla 138,7 milyon TL'ye, 2022 yılsonunda 2021 yılsonuna göre %33,1 artışla 184,6 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla da 2022 yılsonuna göre %26,4 artışla 233,4 milyon TL'ye yükselmiştir. Duran varlıklarda 2021 yılından itibaren görülen artış maddi duran varlıkların yeniden değerlendirilmesinden kaynaklanmaktadır. Duran varlıkların toplam varlıklar içindeki payı 2020, 2021 ve 2022 yılsonları ve 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla sırasıyla %29, %31, %28 ve %26'dır.

**Yatırım amaçlı gayrimenkuller.** Yatırım amaçlı gayrimenkuller, 2020, 2021, 2022 yılsonları ile 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla sırasıyla 0,9 milyon TL, 3,5 milyon TL, 5,5 milyon TL ve 9,6 milyon TL'dir. Yatırım amaçlı gayrimenkullerde 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre görülen artışın temel sebebi Piyalepaşa/İstanbul'da bulunan 1 adet konutun satın alınması olup diğer dönemlerde görülen artışın sebebi ise söz konusu yatırım amaçlı gayrimenkullere ilişkin olarak TSKB Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından hazırlanan değerlendirme raporları kapsamında oluşan değer artışlarıdır. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkulleri, Serdivan/Sakarya'da bulunan 1 adet tarla, Piyalepaşa/İstanbul'da bulunan 1 adet konuttan oluşmaktadır.

**Kullanım hakkı varlıkları.** Kullanım hakkı varlıkları, TFRS-16 kapsamında Şirket'in kira sözleşmeleri ile kiraladığı gayrimenkuller üzerindeki kullanım haklarını göstermektedir. Kullanım hakkı varlıklarına konu olan binalar, Balmumcu Mah. İttri Sok. No:8/1 Beşiktaş/İstanbul adresinde bulunan Şirket merkez ofisi ve Başpınar OSB Mah. 5. OSB 83507 Cad. No:14 Şehitkamil/Gaziantep adresinde bulunan fabrikadan oluşmaktadır. Söz konusu binalar, ilişkili taraf şirketi olan Doğu Taşıt'tan kiralanmıştır. Kullanım hakkı varlıkları, 2020, 2021, 2022 yılsonları ile 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla sırasıyla 4,9 milyon TL, 2,7 milyon TL, 0,04 milyon TL ve 50,2 milyon TL'dir. 2019 yılında yapılan kira sözleşmelerine dayanarak hesaplanan yükümlülükler, ayrılan amortismanlar sonucu 2022 yılında kira sözleşme süresinin sona gelmesiyle sıfırlanmıştır. 2023 yılı başında 10 yıl süreli yeni kira sözleşmesi düzenlenmesi nedeniyle kira yükümlülüğünün yeniden hesaplanmaya başlamasıyla kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler uzun vadeli kısmı, 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla 50,2 milyon TL'ye yükselmiştir.

**Maddi duran varlıklar.** Şirket'in maddi duran varlıkları, 2020 yılsonunda 79,4 milyon TL iken 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre %62,9 artışla 129,3 milyon TL'ye, 2022 yılsonunda 2021 yılsonuna göre %31,9 artışla 170,6 milyon TL'ye yükselmiştir. Maddi duran varlıklardaki artışın sebebi ise söz konusu maddi duran varlıklara ilişkin olarak yaptırılan değerlendirme raporları kapsamında oluşan değer artışlarıdır. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla ise 2022 yılsonuna göre %4,5 düşüşle 162,8 milyon TL'ye gerilemiştir. Maddi duran varlıkların toplam varlıklar içindeki payı 2020, 2021 ve 2022 yılsonları ve 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla sırasıyla %24, %29, %26 ve %18'dir.

**Finansal Analiz**

**İşletme sermayesi kaynaklı kısa vadeli yükümlülükler artmakta**

**Finansal borçlar önemli oranda kısa vadeli ve TL bazlıdır**

**Fabrika binası ve genel merkez ilişki taraftan 2023 başında 10 yılına kiralanmıştır**

**Şirket'in çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçları, 2020, 2021, 2022 yılsonları ve 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla sırasıyla 1,4 milyon TL, 1,7 milyon TL, 2,9 milyon TL ve 8,4 milyon TL'dir. 30.09.2023 dönemindeki artış ücretlere yapılan zamlardan ve EYT kapsamındaki personele yapılan tazminat ödemelerinden kaynaklanmıştır**

**Maddi olmayan duran varlıklar.** Maddi olmayan duran varlıklar içinde yer alan haklar, ağırlıklı olarak bilgisayar programları, patent ve yazılım bedellerinden oluşmaktadır. Diğer maddi olmayan duran varlıklar ise desen yazılımı, CPS program bedeli, lisans yenileme gibi varlıklardan oluşmaktadır.

**Kısa vadeli yükümlülükler.** Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri; kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler, ticari borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, diğer borçlar, ertelenmiş gelirler, dönem karı vergi yükümlülüğü, kısa vadeli karşılıklar ve diğer kısa vadeli yükümlülüklerden oluşmaktadır. Kısa vadeli yükümlülüklerin toplam kaynaklar içindeki payı 2020, 2021 ve 2022 yılsonları ve 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla sırasıyla sırasıyla %48, %55, %57 ve %56'dır. Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri, 2020 yılsonunda 158,7 milyon TL iken 2021 yılsonunda finansal borçlar ve ticari borçlardaki artışa bağlı olarak 2020 yılsonuna göre %56,7 artışla 248,6 milyon TL'ye, 2022 yılsonunda finansal borçlar, ticari ve diğer borçlardaki artışa bağlı olarak 2021 yılsonuna göre %51,7 artışla 377,2 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla da finansal borçlar ve ertelenmiş gelirlerdeki artışa bağlı olarak 2022 yılsonuna göre %33,6 artışla 503,7 milyon TL'ye yükselmiştir.

**Finansal borçlar.** Şirket'in mevcut ekonomik koşullar çerçevesinde, peşin hammadde alımı suretiyle fiyat avantajından yararlanmak için banka kredisi kullanma yoluna gitmesinden dolayı kısa vadeli finansal borçları özellikle 2023 yılı Eylül ayında artış göstermiştir. 2023/09 itibarıyla Şirket'in finansal borçlarının %97,5'i işletme sermayesi finansmanı kaynaklı kısa vadeli borçlardır. 2020, 2021, 2022 ve 2023/09'da toplam finansal borçlar sırasıyla 130,3 mn TL, 150,3 mn TL, 141,8 mn TL ve 326,2 mn TL olarak gerçekleşmiş olup borçların artışında kısmi yatırımlarla birlikte daha çok büyüme kaynaklı işletme sermayesi kredileri ve artan kur etkindir. Cari dönemde 326,2 mn TL olan finansal borçların 79,6 mn TL'lik kısmı Euro bazlıdır. TL kredilerde faiz oranı ortalama %23,82 olup Euro kredilerde ilgili rakam %8,39'dur. Şirket'in kısa vadeli kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükleri, 2020 yılsonunda 2,6 milyon TL iken 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre %20,3 artışla 3,1 milyon TL'ye yükselmiş olup 2022 yılsonunda 2021 yılsonuna göre %98,7 düşüşle 0,04 milyon TL'ye gerilemiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla ise 2022 yılsonuna göre kayda değer oranda artarak 3 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket'in uzun vadeli kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükleri, 2020, 2021, 2022 yılsonları ve 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla sırasıyla 3,0 milyon TL, 0,04 milyon TL, 0 TL ve 49,2 milyon TL'dir. Kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler, Şirket'in Doğu Taşıt'tan Balmumcu Mah. İtri Sok. No:8/1 Beşiktaş/İstanbul adresinde bulunan Şirket merkez ofisi ve Başpınar OSB Mah. 5. OSB 83507 Cad. No:14 Şehitkamil/Gaziantep adresinde bulunan fabrikanın kira yükümlülüklerinin kısa vadeye isabet eden kısmından oluşmaktadır. 2019 yılında yapılan kira sözleşmelerine dayanarak hesaplanan yükümlülükler, ayrılan amortismanlar sonucu 2022 yılında kira sözleşme süresinin sona gelmesiyle gerilemiştir. 2023 yılı başında 10 yıl süreli yeni kira sözleşmesi düzenlenmesi nedeniyle kira yükümlülüğünün yeniden hesaplanmaya başlamasıyla kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla yükselmiştir.

**Ticari borçlar.** Şirket'in kısa vadeli ticari borçları, 2020 yılsonunda 46,2 milyon TL iken 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre %120,0 artışla 101,5 milyon TL'ye yükselmiş olup ilgili dönemdeki artışın temel sebebi 2020 yılında başlayan pandemi sonrası hammaddeye ulaşımın sektörde zorlaşması ile hammadde fiyatlarının 2021 yılında yükselmesidir. Ayrıca ilgili yıldaki satış hacmindeki yükseliş, enflasyon ve kur artışına bağlı olarak Şirket'in alış fiyatlarının yükselmesi ticari borçları etkilemiştir. Ticari borçlar, 2022 yılsonunda 2021 yılsonuna göre %26,9 artışla 128,8 milyon TL'ye yükselmiş olup artışın temel sebebi Şirket'in artan iş hacmiyle beraber yaşanan enflasyonist etkidir. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla da ticari borçlar, 2022 yılsonuna göre %7,5 düşüşle 119,2 milyon TL' olarak kaydedilmiştir. Kısa vadeli ticari borçların toplam kaynaklar içindeki payı 2020, 2021 ve 2022 yılsonları ve 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla sırasıyla %14, %22, %19 ve %13'tür.

**Finansal Analiz****İlişkili taraflara diğer borçlar azaldı**

**Diğer borçlar.** Şirket'in kısa vadeli diğer borçları, 2020 yılsonunda 19,2 milyon TL iken 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre %59,1 düşüşle 7,9 milyon TL'ye gerilemiş olup 2022 yılsonunda 2021 yılsonuna göre önemli oranda artarak 91,6 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla ise 2022 yılsonuna göre %43,3 düşüşle 15,2 milyon TL'ye gerilemiştir. İlişkili taraflara olan diğer borçlar ticari olmayan, finansman sağlamak amaçlı gerçekleştirilen işlemler kapsamında oluşmuştur. İlgili borçlara ilişkin faiz hesaplamaları yapılmaktadır. Cari dönemde ilgili borçların neredeyse tamamı kapatılmıştır.

**Şirket yurtiçinde 2 bölgesel ana bayi ile çalışmaktadır**

**Kısa vadeli ertelenmiş gelirler.** Şirket'in kısa vadeli ertelenmiş gelirleri, 2020 yılsonunda 13,3 milyon TL iken 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre %31,5 düşüşle 9,1 milyon TL'ye gerilemiş olup 2022 yılsonunda 2021 yılsonuna göre %137,9 artışla 21,7 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla da 2022 yılsonuna göre %61,6 artışla 35,1 milyon TL'ye yükselmiştir. 2022 yılsonu itibarıyla 6,0 milyon TL'lik gelecek aylara ait gelir faturası kesilmiş ancak stok sevkiyatı yapılmadığı için bir sonraki yılın hasılatına girecek tutardan oluşmaktadır. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla 35,1 milyon TL'lik alınan sipariş avansları ise ağırlıklı olarak ana bayilerden Çimen Halı'dan satış sözleşmesine bağlı alınan bağlantı çeklerinden kaynaklanmıştır.

**%30 özkaynak karlılığı**

**Uzun vadeli yükümlülükler.** Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri, uzun vadeli borçlanmalar, kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler, uzun vadeli ticari borçlar, uzun vadeli karşılıklar, ertelenmiş vergi yükümlülüğü ve uzun vadeli diğer borçlardan oluşmaktadır. Uzun vadeli yükümlülüklerin toplam kaynaklar içindeki payı 2020, 2021 ve 2022 yılsonları ve 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla sırasıyla %19, %7, %2 ve 7'dir. Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri, 2020 yılsonunda 63,7 milyon TL iken 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre %47,3 düşüşle 33,5 milyon TL'ye, 2022 yılsonunda 2021 yılsonuna göre %65 düşüşle 11,7 milyon TL'ye gerilemiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla ise uzun vadeli kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülüklerin artmasının etkisiyle yılsonuna göre %410,3 artışla 59,8 milyon TL'ye yükselmiştir.

**Yükselen karlılık ve makine teçhizat yeniden değerlemesi özkaynak artışında temel parametreler**

**%30 özkaynak karlılığı.** Şirket'in özkaynakları 2020 yılsonunda 107,9 milyon TL iken, 2021 yılsonunda 2020 yılsonuna göre %57,3 artışla 169,8 milyon TL'ye, 2022 yılsonunda 2021 yılsonuna göre %60,3 artışla 272,1 milyon TL'ye, 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla da 2022 yılsonuna göre %23,8 artışla 336,8 milyon TL'ye yükselmiştir. Özkaynaklardaki yükseliş temel olarak; dönemler itibarıyla artış gösteren karlılığa bağlı olarak görülmüştür. Bununla birlikte Şirket'in Gaziantep'te yer alan fabrikasında bulunan makine ve teçhizatların değer tespitine yönelik yaptırılan değerlendirme raporları kapsamında görülen değer artışlarının da özkaynakların yükselmesinde etkisi olmuştur. 2023/09'da oluşan son 4 çeyrek net dönem karına göre özkaynak karlılığı %30 oranına işaret etmektedir.

Bilanço				
31 Aralık, TL Artemis Halı	2020 Gerçekleşmiş ÖBDR	2021 Gerçekleşmiş ÖBDR	2022 Gerçekleşmiş ÖBDR	2023/09 Gerçekleşmiş ÖBDR
<b>Aktifler</b>	<b>330.222.813</b>	<b>451.904.728</b>	<b>660.955.338</b>	<b>900.383.602</b>
Nakit ve Benzerleri	6.461.547	6.717.874	5.412.534	23.912.482
Finansal Yatırım	-	99.990	-	-
Ticari Alacaklar	104.149.110	94.246.109	166.623.737	294.915.113
Diğer Alacaklar	218.213	3.378.715	14.614.352	39.910.415
Müşteri Söz. Doğ. Var.	7.021.355	6.878.341	12.389.522	29.170.592
Stoklar	115.805.080	191.403.608	237.057.409	129.178.706
Peşin Ödenmiş Gid.	440.939	1.528.389	30.100.172	149.800.946
Diğ. Dön. Var.	391.410	8.947.656	10.131.188	130.485
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>234.487.654</b>	<b>313.200.682</b>	<b>476.328.914</b>	<b>667.018.739</b>
Ticari Alacaklar	3.208.000	2.113.000	-	5.985.000
Kullanım Hakkı Var.	4.923.103	2.660.777	37.408	50.228.631
Yat. Amaç. Gay.	933.779	3.475.000	5.490.000	9.570.000
Maddi Duran Varlıklar	79.352.570	129.292.445	170.557.198	162.830.705
Maddi Olmayan Duran Var.	168.671	231.011	357.549	286.714
Ertelenmiş Vergi Varlığı	7.149.036	931.813	8.184.269	4.463.813
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>95.735.159</b>	<b>138.704.046</b>	<b>184.626.424</b>	<b>233.364.863</b>
<b>Özkaynak ve Yükümlülükler</b>	<b>330.222.813</b>	<b>451.904.728</b>	<b>660.955.338</b>	<b>900.383.602</b>
Kısa Vad. Finansal Borç	19.014.727	60.615.331	116.246.457	306.455.594
Uz. Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	56.547.119	64.221.771	15.418.129	11.537.744
Kiralama İşlem. Kay. Yük.	2.598.719	3.125.686	41.089	3.025.082
Ticari Borçlar	46.160.821	101.534.204	128.849.179	119.199.854
Çalış. Sağ. Fay. Kap. Borç.	1.387.870	1.707.088	2.911.022	8.405.646
Diğer Borçlar	19.237.344	7.876.439	91.634.518	15.200.787
Ertelenmiş Gelirler	13.344.226	9.141.315	21.746.235	35.137.266
Dönem Karı Vergi. Yük.	123.781	80.447	-	4.261.213
Diğ. Kısa Vad. Yüküm.	248.796	283.385	307.482	501.380
<b>Kısa Vad. Yükümlülükler</b>	<b>158.663.403</b>	<b>248.585.666</b>	<b>377.154.111</b>	<b>503.724.566</b>
Uzun Vad. Borç.	54.694.864	25.424.072	10.169.467	8.247.669
Kiralama İşlem. Kay. Yük.	2.957.425	40.325	-	49.207.976
Ticari Borçlar	5.884.046	7.863.072	1.050.200	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	124.839	221.684	504.721	439.599
.Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında I	-	-	-	1.933.083
<b>Uzun Vad. Yükümlülükler</b>	<b>63.661.174</b>	<b>33.549.153</b>	<b>11.724.388</b>	<b>59.828.327</b>
Sermaye	30.000.000	30.000.000	50.000.000	50.000.000
Diğ. Kap. Gel.	34.917.634	78.579.689	107.891.220	107.708.368
Kardan Ayn. Kısıt. Yed.	1.938.912	2.527.965	2.527.965	2.527.965
Geçmiş Yıl Karları	18.160.463	41.438.219	38.662.255	111.657.654
Net Kar	22.881.227	17.224.036	72.995.399	64.936.722
<b>Ana Ortak. Özkaynakları</b>	<b>107.898.236</b>	<b>169.769.909</b>	<b>272.076.839</b>	<b>336.830.709</b>

## Finansal Analiz

**2023 yılı beklenen net satışlar  
2020 yılına göre yıllık bileşik  
%65,4 büyümeye işaret etmekte**

**2020-2022'de Acme Export  
satışları dahil ortalamada  
gelirlerin %24'ü yurtdışı kaynaklı  
gerçekleşmiştir**

**Satılan halının lüks ya da  
ekonomik olması brüt kar  
marjında etkili olmaktadır**

**Pandemi 2021'de brüt kar marjını  
aşağı çekmiştir**

**Enflasyon genel yönetim  
giderlerinde önemli bir etken**

**Satış büyümesi.** Şirket'in 2020 yılında 144,4 milyon TL olan hasılatı 2021 yılında 2020 yılına göre %50,4 artışla 217,3 milyon TL'ye, 2022 yılında 2021 yılına göre %44,1 artışla 313,1 milyon TL'ye yükselmiş olup 01.01.2023-30.09.2023 ara döneminde de bir önceki yılın aynı dönemine göre %113,7 artışla 517,4 milyon TL olarak kaydedilmiştir. Hasılatın dönemler itibarıyla artışı, pandemi nedeniyle ertelenmiş talep kaynaklı miktarsal artış, enflasyondan ve döviz artışından kaynaklı fiyat artışları etkili olmuştur. Bununla birlikte Şirket'in güçlü marka algısı ve önemli rakiplerin sektörden çıkmaları nedeniyle markalı halı pazarında Şirket'in öne çıkması da gelir büyümesinde etkindir. 2023/09'da ihracatın 2022/09'ya göre kayda değer oranda gerilemesi ise yılın ilk yarısında olan deprem kaynaklı ihracatta sevkiyat sorunlarının yaşanması sebebiyledir. Ayrıca yılın ilk yarısında artan enflasyona rağmen kurdaki yatay seyir ihracatı daha az karlı bir duruma getirmiştir. Bu durum yılın ilk yarısında yurtdışı pazarı daha karlı kılarken Haziran ayı ile başlayan kur hareketi yılın ikinci yarısında ihracata olumlu etkilemektedir. Artan kur ve deprem kaynaklı yurtdışı müşterilerin algı sorununun düzelmiş olması 2024 yılı itibarıyla ihracatta kayda değer bir artış ihtimali anlamına gelmektedir. Satışlardan indirimler, Şirket'in satış yaptığı ürünlerde hatalı ürünler çıkması durumunda, müşterinin Şirket'e kestiği reklamasyon faturalarından oluşmaktadır. Satışlardan iadeler ise Şirket'in bayiler arasında değişim yapılan ürün iadeleri ile hatalı ürünler için Şirket'e kesilen iade faturalarıdır. 2022 yılındaki iade tutarı bir bayinin sipariş verdiği ürünleri iade etmesi ve başka bir bayiye satılmasından dolayı artmıştır.

**Ihracat pazarlarına yakınlık önemli avantaj.** Şirket'in en büyük ihracat pazarları Ürdün, Irak, ABD, Katar, Rusya ve Gürcistan olup 2022'de 20'den fazla ülkeye ihracat gerçekleştirmiştir. Şirket'in bağımsız denetimde yer alan yurtdışı satışları direk yaptığı ihracat tutarlarını göstermekte olup, Acme Export aracılığıyla yaptığı ve yurt içi satışlarda izlenen ihracat tutarı ise 2022 yılında 22.101.447 TL, 30.09.2023 döneminde ise 30.126.274 TL'dir. Şirket'in 2022 yılında ihracat yaptığı en büyük iki ülke olan Ürdün ve Irak'a tesisin yakınlığı lojistik avantajı beraberinde getirmektedir.

**Satışların maliyeti.** Şirket'in 2020 yılında 73,8 milyon TL olan satışların maliyeti, 2021 yılında 2020 yılına göre %115,3 artışla 158,9 milyon TL'ye, 2022 yılında 2021 yılına göre %16,5 artışla 185,2 milyon TL'ye yükselmiş olup 01.01.2023-30.09.2023 ara döneminde de bir önceki yılın aynı dönemine göre %108,4 artışla 340 milyon TL'ye yükselmiştir. 2020, 2021, 2022 yılları ile 01.01.2022-30.09.2022 ve 01.01.2023-30.09.2023 dönemleri itibarıyla brüt kar marjı sırasıyla %48,9, %26,9, %40,9, %32,6 ve %34,3'tür. Ara dönemlerde Şirket'in brüt kar marjı düşerken yıl kapanışlarında 2021 yılı hariç oldukça yüksek seviyeler görülmüştür. 2023/09 itibarıyla son 4 çeyrekte brüt kar marjı ise %38,5'tir. 2021 yılında ise özellikle ihracatta yeni pazarlara giriş nedeniyle kar marjından feragat edildiği kanaatine varılmıştır. 2020 yılında başlayan pandemi ile dünyadaki ticari faaliyetlerin olumsuz etkilenmesi, taşıma maliyetlerinin yükselmesi, yurt içinde döviz kurunda yaşanan artışlar ile hammadde maliyetlerinin artması brüt kar marjını 2021'de olumsuz etkilemiştir. Pandemi süresince Türkiye genelinde yaşanan hammadde tedarik sıkıntısı sebebiyle, halı sektöründe iplik tedariki rahatlamadan kaynaklı karlılıkta artış yaşanmıştır. Brüt kar marjına satılan halının miksi de etki etmektedir. Lüks segmentteki halı satışlarının gelir payının artması ya da azalması brüt kar marjını etkilemektedir. Satışların maliyeti, ilk madde ve malzeme giderleri, işçilik giderleri, genel üretim giderleri, satılan ticari mal maliyetleri, satılan hizmet maliyetleri, amortisman ve itfa payı giderlerinden oluşmaktadır. Hammadde ve enerji girdi maliyetlerinde oluşan yüksek fiyat artışları ve çoğunluğu USD olarak temin edilen hammaddelerdeki döviz kuru artışının etkisi, asgari ücret artışının işçilik giderlerini artırması başlıca maliyet artırıcı etkenler olmuştur.

**Genel yönetim giderleri.** Şirket'in 2020 yılında 4,1 milyon TL olan genel yönetim giderleri, 2021 yılında 2020 yılına göre %25,9 artışla 5,1 milyon TL'ye, 2022 yılında 2021 yılına göre %61,3 artışla 8,3 milyon TL'ye yükselmiş olup 01.01.2023-30.09.2023 ara döneminde de bir önceki yılın aynı dönemine göre %190,7 artışla 18,5 milyon TL'ye yükselmiştir. Dönemler itibarıyla genel yönetim giderlerindeki artış, personel giderlerindeki artış kapsamında oluşmuştur. Personel giderleri, EYT kapsamında yapılan kıdem tazminatı ödemeleri ve asgari ücret zamları ile enflasyona bağlı yapılan ücret zamları nedeniyle artış göstermiştir. Danışmanlık giderleri ise temel olarak halka arz, hukuki danışmanlık ve bağımsız denetim ücretlerinden oluşmaktadır.

**Finansal Analiz**

**2020, 2021, 2022 ve 2023/09'da pazarlama giderlerinin satış payı sırasıyla %11,3, %9,1, %4,6 ve %2,6 olarak gerçekleşmiştir.**

**Kur farkları esas faaliyetlerden diğer gelir ve giderlerde en önemli kalem**

**Yatırım amaçlı gayrimenkuller konut ve arsadan oluşmakta olup ilgili varlıkların yeniden değerlemesi yatırım faaliyetlerden gelir üretmektedir**

**Şirket sipariş usulü çalıştığı için 2020'de siparişlerin büyük oranda kesinleşmesi ile pandemi Şirket'i 2021 yılında daha çok etkilemiştir**

**2021'de kar marjından feragat edilerek yeni ihracat pazarlarına girilmesi ve pandemi EBITDA ve net karlılıktaki gerilemenin temel sebepleri**

**Pazarlama giderleri.** Şirket'in 2020 yılında 16,3 milyon TL olan pazarlama, satış ve dağıtım giderleri, 2021 yılında 2020 yılına göre %20,9 artışla 19,8 milyon TL'ye yükselmiş olup 2022 yılında ise 2021 yılına göre %26,5 düşüşle 14,5 milyon TL'ye gerilemiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara döneminde de bir önceki yılın aynı dönemine göre %30 artışla 13,3 milyon TL'ye yükselmiştir. Prim giderleri; satış karşılığında ana bayilere ödenen satış primlerinden, ihracat giderleri; navlun, sigorta ve gümrükleme, iç nakliye yanmazlık test masrafları gibi giderlerden oluşmaktadır. Kargo ve nakliye giderleri ise yurt içi sevkiyat giderleridir.

**Esas faaliyetlerden diğer gelir/giderler.** Şirket'in 2020 yılında 3,3 milyon TL olan esas faaliyetlerden diğer gelirler, 2021 yılında 2020 yılına göre %601 artışla 23,2 milyon TL'ye yükselmiş olup 2022 yılında ise 2021 yılına göre %36,4 düşüşle 14,7 milyon TL olarak kaydedilmiştir. 01.01.2023-30.9.2023 ara döneminde de bir önceki yılın aynı dönemine göre %40,2 düşüşle 13,1 milyon TL'ye gerilemiştir. Şirket'in 2020 yılında 3,6 milyon TL olan esas faaliyetlerden diğer giderler, 2021 yılında 2020 yılına göre %350,6 artışla 16,3 milyon TL'ye, 2022 yılında da 2021 yılına göre %38,5 artışla 22,6 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara döneminde de bir önceki yılın aynı dönemine göre %70,2 artarak 44,2 milyon TL'ye yükselmiştir. Esas faaliyetlerden diğer gelir/giderler içinde en önemli kalem, ticari alacak ve borç kur farkı gider ve gelirleri olup söz konusu rakamlar Şirket'in iplik alımlarını dövizde endekslilikle yapması nedeniyle, sipariş verdiği tarih ile ödeme tarihi arasındaki oluşan kur farklarından oluşmaktadır. Ayrıca ihracat bazlı oluşan döviz bazlı ticari alacaklardaki kur değişimi de ilgili hesaplarda etkili olmaktadır.

**Yatırım faaliyetlerinden gelirler.** Şirket'in 2020 yılında 0,8 milyon TL olan yatırım faaliyetlerinden gelirleri, 2021 yılında 2020 yılına göre %165,3 artışla 0,95 milyon TL'ye, 2022 yılında da 2021 yılına göre %330,3 artışla 3,9 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara döneminde de bir önceki yılın aynı dönemine göre %258,7 artışla 6,3 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkulleri, Serdivan/Sakarya'da bulunan 1 adet tarla, Piyalepaşa/İstanbul'da bulunan 1 adet konuttan oluşmakta olup söz konusu yatırım amaçlı gayrimenkuller için yaptırılan değerlendirme raporları kapsamında oluşan değer artışları çerçevesinde 2022 yılı ve 01.01.2023-30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla yatırım faaliyetlerinden gelirler hesabında da artış görülmüştür.

**Finansman giderleri.** Şirket'in 2020 yılında 27,7 milyon TL olan finansman giderleri, 2021 yılında 2020 yılına göre %4,6 artışla 29,0 milyon TL'ye, 2022 yılında da 2021 yılına göre %51,2 artışla 43,9 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %33,6 oranında artarak 42,5 milyon TL olmuştur. Şirket'in finansman giderleri temel olarak faiz giderlerinden oluşmakta olup finansal borçlarla beraber artış göstermiştir. Tamamına yakını ilişkili taraflara yapılan para transferleri nedeniyle adat faiz gelirlerinden oluşan finansman gelirleri, 2020, 2021, 2022'de sırasıyla 1,7 mn TL, 1,3 mn TL ve 4,0 mn TL olarak gerçekleşirken 2023/09'da bir önceki yılın aynı dönemine göre %48,9 artarak 3,2 mn TL olarak kaydedilmiştir.

**EBITDA gelişimi.** Şirket 2020, 2021, 2022 yıllarında sırasıyla 55,5 mn TL, 41,5 mn TL ve 117,7 mn TL EBITDA üretmiştir. 2023/09'da ise 158,8 mn TL EBITDA ile önceki senenin aynı dönemine göre %121,8'lik büyüme yakalanmıştır. 2023/09'da son 4 çeyrek EBITDA kalemi 204,9 mn TL olarak kaydedilirken 2023/09-2020 arasında EBITDA'da yıllık bileşik büyüme oranı %60,7 olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 2020 yılında 22,9 milyon TL olan net karı, 2021 yılında 2020 yılına göre %24,7 düşüşle 17,2 milyon TL'ye gerilemiş olup 2022 yılında ise 2021 yılına göre %323,8 artışla 72,9 milyon TL'ye yükselmiştir. 01.01.2023-30.09.2023 ara döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine göre %76,9 artışla 64,9 milyon TL'ye yükselmiştir. 2023/09'da son 4 çeyrek net dönem karı ise 101,2 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında başlayan pandemi ile dünyadaki ticari faaliyetlerin olumsuz etkilenmesi, taşıma maliyetlerinin yükselmesi, yurt içinde döviz kurunda yaşanan artışlar ile finansman giderleri ve hammadde maliyetlerinin artmasıyla 2021 yılında net kar azalmıştır. Pandemi süresince Türkiye genelinde yaşanan hammadde tedarik sıkıntısı sebebiyle, halı sektöründe iplik tedariği zorlaşmış; buna rağmen hasılatta düşüş yaşanmamıştır. 2021'de yeni ihracat pazarlarına girebilmek adına kar marjından feragat edilmesi de bu durumda etkili olmuştur. 2022 yılında pandeminin etkilerinin azalması ve tedarik zincirindeki rahatlamadan kaynaklı karlılıkta artış artmıştır.



## Gelir Tablosu

31 Aralık, TL	2020 Gerçekleşmiş ÖBDR	2021 Gerçekleşmiş ÖBDR	2022 Gerçekleşmiş ÖBDR	2022/09 Gerçekleşmiş ÖBDR	2023/09 Gerçekleşmiş ÖBDR	Son 4 Çeyrek	2020-2023/09 YBBO (%)
<b>Net Satışlar</b>	<b>144.437.531</b>	<b>217.261.813</b>	<b>313.096.450</b>	<b>242.136.637</b>	<b>517.439.610</b>	<b>588.399.423</b>	<b>66,7%</b>
Değişim		50,4%	44,1%		113,7%		
Satışların Maliyeti	(73.789.462)	(158.869.140)	(185.158.395)	(163.157.728)	(340.084.791)	(362.085.458)	78,3%
<b>Brüt Kar</b>	<b>70.648.069</b>	<b>58.392.673</b>	<b>127.938.055</b>	<b>78.978.909</b>	<b>177.354.819</b>	<b>226.313.965</b>	<b>52,7%</b>
Değişim		-17,3%	119,1%		124,6%		
Brüt Marj	48,9%	26,9%	40,9%	32,6%	34,3%	38,5%	
Genel Yönetim Gid.	(4.089.843)	(5.147.413)	(8.301.624)	(6.376.946)	(18.539.797)	(20.464.475)	79,6%
Değişim		25,9%	61,3%		190,7%		
Gelire Oranı	2,8%	2,4%	2,7%	2,6%	3,6%	3,5%	
Satış-Pazarlama Dağ. Gid.	(16.336.750)	(19.754.387)	(14.521.922)	(10.252.306)	(13.328.247)	(17.597.863)	2,7%
Değişim		20,9%	-26,5%		30,0%		
Gelire Oranı	11,3%	9,1%	4,6%	4,2%	2,6%	3,0%	
<b>Toplam Faaliyet Giderleri</b>	<b>(20.426.593)</b>	<b>(24.901.800)</b>	<b>(22.823.546)</b>	<b>(16.629.252)</b>	<b>(31.868.044)</b>	<b>(38.062.338)</b>	<b>25,4%</b>
Değişim		21,9%	-8,3%		91,6%		
Gelire Oranı	14,1%	11,5%	7,3%	6,9%	6,2%	6,5%	
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>50.221.476</b>	<b>33.490.873</b>	<b>105.114.509</b>	<b>62.349.657</b>	<b>145.486.775</b>	<b>188.251.627</b>	<b>61,7%</b>
Değişim		-33,3%	213,9%		133,3%		
Faaliyet Kar Marjı	34,8%	15,4%	33,6%	25,7%	28,1%	32,0%	
Amortisman	5.334.801	8.053.590	12.579.508	9.246.089	13.296.906	16.630.325	51,2%
<b>EBITDA</b>	<b>55.556.277</b>	<b>41.544.463</b>	<b>117.694.017</b>	<b>71.595.746</b>	<b>158.783.681</b>	<b>204.881.952</b>	<b>60,7%</b>
Değişim		-25,2%	183,3%		121,8%		
EBITDA Marjı	38,5%	19,1%	37,6%	29,6%	30,7%	34,8%	
Esas Faaliyet. Diğ. Gel.	3.307.548	23.187.192	14.745.673	21.935.520	13.106.893	5.917.046	23,6%
Esas Faaliyet. Diğ. Gid.	(3.613.657)	(16.282.808)	(22.550.813)	(25.970.668)	(44.202.063)	(40.782.208)	141,4%
<b>EBIT</b>	<b>49.915.367</b>	<b>40.395.257</b>	<b>97.309.369</b>	<b>58.314.509</b>	<b>114.391.605</b>	<b>153.386.465</b>	<b>50,4%</b>
Değişim		-19,1%	140,9%		96,2%		
EBIT Marjı	34,6%	18,6%	31,1%	24,1%	22,1%	26,1%	
Yat. Faal. Gel., Net	822.997	905.684	3.896.932	1.749.121	6.274.811	8.422.622	
Fin. Gid., Net	(26.052.167)	(27.760.981)	(39.895.275)	(29.630.373)	(39.243.895)	(49.508.797)	26,3%
Vergi Öncesi Kar	24.686.197	13.539.960	61.311.026	30.433.257	81.422.521	112.300.290	73,5%
Vergi	(313.146)	(1.260.610)	(2.895.966)	(3.526.228)	(12.719.630)	(12.089.368)	
Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	(1.491.824)	4.944.686	14.580.339	9.791.740	(3.766.169)	1.022.430	
Efektif Vergi Oranı	1,3%	9,3%	4,7%	11,6%	15,6%	10,8%	
<b>Net Kar</b>	<b>22.881.227</b>	<b>17.224.036</b>	<b>72.995.399</b>	<b>36.698.769</b>	<b>64.936.722</b>	<b>101.233.352</b>	<b>71,7%</b>
Değişim		-24,7%	323,8%		76,9%		
Net Marj	15,8%	7,9%	23,3%	15,2%	12,5%	17,2%	

**Değerleme****Değerleme Yöntemleri**

**Gelir ve Pazar yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak uygulanmıştır**

Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

**Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

**Pazar Yaklaşımı:** Piyasa Çarpanları Analizi

**Statik olmayan iş modelleri için İNA daha uygundur**

**İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi.** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

**Piyasa Çarpanları Analizi.** Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolarındaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır.

**EV/EBITDA ve F/K çarpanı kullanılmıştır**

**Öne çıkan çarpanlar.** Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in sektöründe sıkça kullanılan Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA) ve F/K çarpanları kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen (30.09.2022-30.09.2023) EBITDA ve net kar esas alınarak şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

**Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA)**

**Piyasa Değeri/Net Kar (F/K)**

**Genel Varsayımlar.** Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek izahnamede yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı.

**Yönetim tarafından belirlenen projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir**

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir.



**Net Borç**

**TL kredilerde ortalama faiz oranı %24 olup 2023/09'da net borç 329,9 mn TL'dir.**

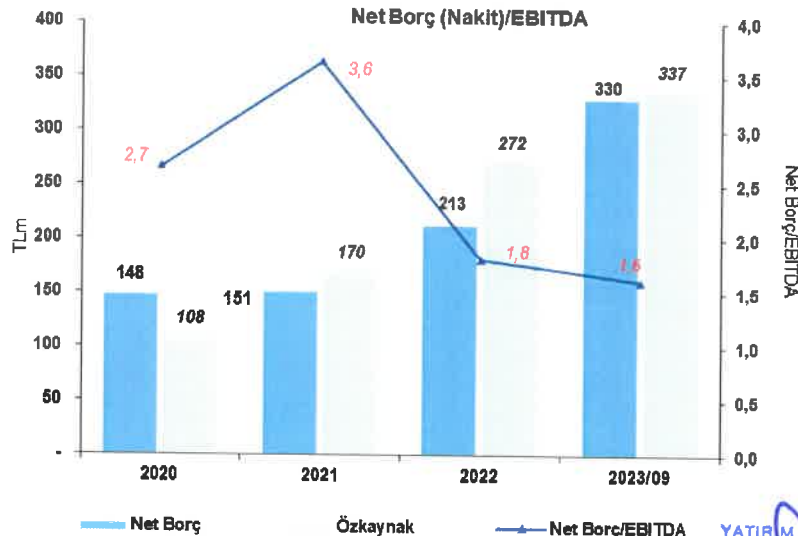
**Cari dönemde borçların önemli bir kısmı TL bazlı olup büyük bir kısmı kısa vadeli**

**1,6x Net Borç/EBITDA.** Net borç hesabına Şirket'in ticari amaçlı olmayan ve diğer borç/alacaklarda takip edilen grup içi finansman amaçlı borç/alacak bakiyeleri de dahil edilmiş olup Şirket Yönetimi bu alacak ve borçların bakiyelerinin azaldığını ifade etmiştir. 2020 yılında 148,4 mn TL olan net borç 2021 yılında önemli bir artış göstermemiş ve 151,1 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket'in 2022 yılındaki net borcu 213,5 milyon TL'ye yükselmiş olup temel sebebi işletme sermayesi için kullanılan banka finansmanı ve diğer borçlardır. Kısa ve uzun vadeli kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler, Şirket'in Doğu Taşıt'tan Şirket merkez ofisi ve fabrika binasının TFRS 16 kapsamında muhasebeleştirilmesinden kaynaklanmaktadır. 2019 yılında yapılan kira sözleşmelerine dayanarak hesaplanan yükümlülükler, ayrılan amortismanlar sonucu 2022 yılında kira sözleşme süresinin sona gelmesiyle 41.089 TL'ye gerilemiştir. 2023 yılı başında 10 yıl süreli yeni kira sözleşmesi düzenlenmesi nedeniyle kira yükümlülüğünün yeniden hesaplanmaya başlanması sonucunda kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülüklerin kısa vadeli kısmı, 30.09.2023 ara dönem sonu itibarıyla 3,0 milyon TL'ye ve uzun vadeli kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler ise 49,2 milyon TL'ye yükselmiştir. 2023/09'da net borç 329,9 milyon TL hesaplanırken TFRS 16 kapsamındaki kiralama yükümlülükleri hariç net borç rakamı ise 277,6 milyon TL'dir. Artan borçluluğu üretilen EBITDA ile ölçmek daha anlamlı sonuçlar doğurmaktadır. 2020 ve 2021'de Net Borç/EBITDA rasyosu yüksek seyredirken 2022 ve 2023/09'da sırasıyla 1,8x ve 1,6x olarak gerçekleşmiş ve düşük borçluluğa işaret etmiştir. 2023/09 itibarıyla Şirket'in finansal borçlarının büyük bir kısmı TL bazlı olmakla birlikte kısmen Euro kredi kullanılmıştır. 2023/09 itibarıyla TL kredilerde faiz %23,8 seviyesinde seyredirken Euro kredide faiz oranı %8,39'dur.

Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç				
TLm	2020	2021	2022	2023/09
Nakit ve Nakit Benzerleri	6,5	6,7	5,4	23,9
Diğer Alacaklar*	0,2	3,4	14,6	39,9
Kısa Vad. Finansal Yatırımlar	-	0,1	-	-
<b>Kısa Vadeli Borçlanmalar</b>	<b>19,0</b>	<b>60,6</b>	<b>116,2</b>	<b>306,5</b>
Uzun Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	56,5	64,2	15,4	11,5
KV Kiralama Yük.	2,6	3,1	0,0	3,0
Diğer Borçlar*	19,2	7,9	91,6	15,2
Uzun Vadeli Finansal Borç	54,7	25,4	10,2	8,2
UV Kiralama Yük.	3,0	0,0	-	49,2
<b>Net Borç</b>	<b>148,4</b>	<b>151,1</b>	<b>213,5</b>	<b>329,9</b>
Özkaynak	107,9	169,8	272,1	336,8
<b>Net Borç/Özkaynak</b>	<b>137,5%</b>	<b>89,0%</b>	<b>78,5%</b>	<b>97,9%</b>
<b>Net Borç/EBITDA</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>
EBITDA**	55,6	41,5	117,7	204,9

\*Grup içi finansman işlemlerinden oluşmaktadır.

\*\*2023/09 yılıklarıdır EBITDA'yı ifade etmektedir.



## İşletme Sermayesi

**Dönem sonu veriler yerine yıl ortalamasına göre işletme sermayesi modellenmiştir**

**2022 yılında 243,0 milyon TL işletme sermayesi ihtiyacı bulunan Şirket'in 2023 sonunda 271,4 milyon TL ihtiyacı olacağı ve gelire oranının %41,6 olacağı öngörüldükçe sonraki yıllarda bu oranının %20-30 bandında kalacağı varsayılmıştır**

**Atıl stokların satılmasıyla normalize işletme sermayesi.** İşletme sermayesi analizi yapılırken bilanço verileri dönem başı ve dönem sonunun ortalaması şeklinde dikkate alınmıştır. Halı sektöründe ticari alacak vadelerinin uzun olduğu Şirket Yönetimi tarafından beyan edilirken pandemi döneminde bu vadelerin bir miktar daha uzadığı ve 2020-2021 yıllarında sırasıyla 289 ve 183 gün kaydedildiği görülmektedir. 2022 yılında alacak vadesi 2021 yılına göre gerileyerek 165 gün kaydedilmiştir. 30 Eylül 2023 bilançosuna göre hesaplanan ticari alacak vadesi 157,9 gün seviyesinde yer almakta olup 2023 yılının sonunda 150 gün olacağı öngörülmüştür. 2024 yılında da 150 gün olacağı varsayılırsa sonraki yıllarda Şirket yönetimi gelirdeki payının artması beklenen ve alacak vadeleri yurtiçine göre daha düşük olan ihracatın da etkisiyle toplam alacak vadesinin kademeli şekilde 135 gün seviyelerinde normalize olacağını beklemektedir. Ayrıca Şirket'in satış hacmi arttıkça müşteri nezdinde gücünün artmasıyla alacak vadelerinin kısmen düzeleceği öngörülmektedir. Ticari borç ödeme vadeleri de halı sektörü özelinde oldukça yüksek seyrederken Şirket'in 2020-2022 dönemi borç ödeme vadeleri sırasıyla 257 – 186 – 236 gün seviyesindedir. Ortalama ticari borç ödeme vadesi 2023/09 ara döneminde yapılmış olan ödemelerin etkisiyle tek seferlik 125,6 güne düşmüş olsa da Şirket yönetimi ile yapılan görüşmelerde ara dönemin fiili durumu yansıtmadığı ve 2023 yılsonunda ticari borçların 200 milyon TL seviyesinde olacağı ifade edilmiş olup bu durumda borç ödeme vadesinin ortalama 150 gün olacağı hesaplanmıştır. Böylelikle alacak ve borç gün süreleri 2023 yılında 150 gün kabul edilirken sonraki yıllarda da eşit olacağı kabul edilmiş ve borç ödeme gün süresi 2024 yılında 150 gün, 2025 yılında 145 gün ve sonrasında 135 gün olarak öngörülmüştür. Stok gün süresi 2020-2022 yılları arasında 573 – 353 – 422 gün hesaplanmış olmasına rağmen vadelerin yüksek olmasının temel sebebi Şirket'in stoklarında uygun alıcı ve fiyat için bekletilen, kullanılmamış durumdaki çoğunluğu iplik olan malzemelerin stok bakiyelerini yüksek göstermesidir. 2023'ün ilk yarısında Şirket atıl durumda olan bu stokları satarak envanterini güncelleştirmiş ve uzun süreli stoklar bilançodan çıkarılmıştır. Yönetim bundan böyle 90-100 gün bandında stok gün süresi beklerken modelde 2023-2026 arasında sırasıyla 150-110-105-100 gün stok tutma süresi öngörülmüştür. Şirket atıl durumda olduğu ifade edilen ve uzun süredir bekleyen iplik stoklarını 2023'ün ilk yarısında sattığını ifade etmiştir. Dolayısıyla geçmiş dönemde üretimde kullanılmayan stoklar nedeniyle stok gün süresi yüksek seyretmiştir. 2023/09 itibarıyla BDR'deki stok tutarı 129 milyon TL'dir (2022 yıl sonu 237 milyon TL) ve stok gün süresi sadece 2023/09 stokları dikkate alındığında 130 gün hesaplanmaktadır. 2023 yılında bu rakam 150 gün olarak kabul edilirken sonraki yıllarda enflasyondaki beklenen düşüşün de etkisiyle stok tutma ihtiyacının azalacağı da göz önünde bulundurularak kademeli şekilde 100 güne düşürülmüştür. Verilen avanslardan oluşan peşin ödenmiş gider gün süresi 2020-2022 döneminde 2,2 – 2,3 – 31,2 gün seviyelerindedir. 2022 yılındaki yüksek enflasyonist ortamın etkisiyle hammadde alımlarını garantilemek adına verilen avansların arttığı ifade edilirken projeksiyon döneminde enflasyonda yaşanacak gerileme ile PÖG süresinin kademeli şekilde düşeceği varsayılmıştır. Alınan avanslardan oluşan ertelenmiş gelir gün süresi ise 2020 – 2022 dönemleri arasında sırasıyla 33,7 – 18,9 – 18,0 gün hesaplanırken projeksiyon döneminde son 3 yılın ortalaması olan 22,1 gün olacağı öngörülmüştür. Net borç hesabında dikkate alınmayan diğer dönen varlıklar ve diğer kısa vadeli yükümlülüklerin cari dönemde hesaplanan gün sürelerinin projeksiyon dönemi boyunca gerçekleşeceği varsayılmıştır.

İşletme Sermayesi (mTL)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Ticari Alacaklar, Ort.	114	109	141	268	405	531	636	775	906
Stoklar, Ort.	116	154	214	174	169	219	267	326	380
Peşin Ödenmiş Giderler, Ort.	0	1	16	87	48	42	27	16	19
Diğer Dönen Varlıklar, Ort.	0	5	10	6	9	12	15	18	21
Ticari Borçlar, Ort.	52	81	120	174	230	302	361	439	513
Ertelenmiş Gelirler, Ort.	13	11	15	39	60	81	104	127	148
Diğer Kısa Vadeli Yük., Ort.	2	2	3	10	13	17	22	27	31
Satışlar	144	217	313	653	985	1.338	1.719	2.094	2.450
SMM	74	159	185	423	560	760	975	1.188	1.386
Ticari Alacak Vadesi, Ort.	289,0	182,8	164,5	150,0	150,0	145,0	135,0	135,0	135,0
Stok Tutma Süresi, Ort.	572,8	352,9	422,3	150,0	110,0	105,0	100,0	100,0	100,0
PÖG Süresi, Ort.	2,2	2,3	31,2	75,0	31,2	20,0	10,0	5,0	5,0
Diğer Dönen Varlıklar, Ort.	1,0	7,8	11,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Ticari Borç Vadesi, Ort.	257,4	185,5	235,9	150,0	150,0	145,0	135,0	135,0	135,0
Ertelenmiş Gelir Süresi, Ort.	33,7	18,9	18,0	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1	22,1
Diğer KV Yükümlülükler, Ort.	8,7	4,4	5,2	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3
Nakit Döngüsü	565,2	337,1	370,0	197,9	114,0	97,9	82,9	77,9	77,9
İşletme Sermayesi	163,9	174,2	243,0	312,0	327,7	403,3	457,9	541,8	634,1
Değişim	163,9	10,3	68,8	69,0	15,7	75,6	54,6	83,9	92,3
İşletme Sermayesi/Satış	113,5%	80,2%	77,6%	47,8%	33,3%	30,2%	26,6%	25,9%	25,9%

## Nakit Akışı

**Değerleme standartlarının izin verdiği ölçüde nakit akımlarının dönem ortasında oluşacağı varsayılırken İNA modeli 2.802 mn TL değer tespit etmiştir. 30 Eylül 2023 tarihli nakit akım değeri değerlendirilerek 5 Aralık 2023'e özsermaye maliyeti ile getirilmiştir.**

**2023 yılı nakit akımından 2023/09'da oluşan nakit akımı çıkarılarak model kurgulanmıştır**

İNA yaklaşımı ile iskonto öncesi pay başı 36,03 TL değer. 2023-2028 arası dönemde Şirket yönetimiyle yapılan görüşmeler neticesinde Info Yatırım tarafından hazırlanan nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir. 2023'ün dokuz ayında %114 gelir büyümesi kaydeden Şirket'in 2023 yılının tamamındaki gelir hedefi %109 artışla 653 milyon TL seviyesindedir. Bu artışın temelinde 2023'ün ilk yarısında deprem nedeniyle Mersin ve İskenderun limanlarındaki lojistik probleminin ortadan kalkması ve 2023 Haziran ve Temmuz aylarında döviz kurlarında yaşanan yükselişin Şirket'in ihracat performansına olumlu etkisinin olması ile yüksek seyreden enflasyon yatmaktadır. 2024 yılında üretimden elde edilen gelirlerde yaklaşık %14,2'lik bir reel büyüme yaşanacağı öngörülmesine rağmen ticari makine halısında reel büyüme olmayacağı, sadece enflasyon kadar gelir artışı olacağı öngörülmüştür. Şirketin ticari iplik satışının olmayacağı öngörülmesi nedeniyle toplam ticari ürün satış gelirinin düşeceği varsayılmış ve böylelikle toplam gelirlerin 2024 yılında beklenen ortalama enflasyon rakamı olan %54,1'in altında olacak şekilde %50,8 artışla 985 milyon TL'ye yükseleceği öngörülmüştür. Sonraki yıllarda ticari ürün satışları beklenen enflasyon kadar artırılırken üretimden satışlarda azalan oranlarda reel büyüme öngörülmüştür. 2029 yılında reel büyüme olmayacağı varsayılarak uç değer büyüme oranı olan %5 kadar gelir ve maliyet kalemleri artırılmış ve uç değer öncesinde normalizasyon sağlanmaya çalışılmıştır. 2020'de %38,5, 2021'de %19,1 ve 2022'de %37,6 olan EBITDA marjının 2023 yılında %31,4 olacağı ve sonraki yıllarda %37,3-%37,6 bandında seyredeceği öngörülmüş olup 2020 ve 2022 marjlarının hafif altında olacağı varsayılmıştır. Şirket'in üretim tesisi ve merkez ofisi kiralık olup 2023 yılı için aylık kira giderleri fabrika için 779.717 TL ve merkez ofis için 37.600 TL olarak belirlenmiştir. TFRS16 kapsamında bu giderler kira olarak yazılmamakta; kullanım hakkı varlığı olarak amortisman ayrılmakta ve karşılığında faaliyet kiralama yükümlülüğü olarak finansal borçlara kayıt atılmaktadır. Fiili nakit akışını hesaplayabilmek adına Şirket'in ödeyeceği kira giderleri nakit akımlarından düşülürken finansal borçlardan da faaliyet kiralaması borçları çıkarılmıştır. Şirket 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu madde 32/7 ve 32/8'e göre ihracat faaliyetlerinden 5 puan ve imalat faaliyetlerinden 1 puan kurumlar vergisi indirimine sahiptir. Projeksiyon dönemi boyunca ihracat, yurtiçi imalat ve ticari ürün gelirlerinin gelirlerdeki payı hesaplanarak Şirket için ortalama kurumlar vergisi tespit edilmiş ve bu orandan 5 yıl boyunca halka arz kurumlar vergisi indirimi olan 2 puan düşülmüştür. Projeksiyon süresi 2029'da tamamlanmış ve normalize yıl sonrası ise %5 uç değer (devam eden değer) büyümesi uygulanırken İNA'da elde edilen değer %32,2'si uç değerden kaynaklanmaktadır.

	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	Normalize	Uç değer
İNA (mTL)												
Net Satışlar	144	217	313	653	985	1.338	1.719	2.094	2.450	2.695	2.830	
Değişim		50%	44%	109%	51%	36%	28%	22%	17%	10%	5%	
EBITDA	56	42	118	205	370	499	642	783	920	1.012	1.062	
Değişim		-25%	183%	74%	81%	35%	29%	22%	17%	10%	5%	
EBITDA Marjı	38,5%	19,1%	37,6%	31,4%	37,6%	37,3%	37,4%	37,4%	37,5%	37,5%	37,5%	
Esas Faaliyet Karı	50	40	97	188	357	486	628	768	904	1.001	1.051	
Değişim		-19%	141%	94%	90%	36%	29%	22%	18%	11%	5%	
TFRS16 Kira Giderleri				-4,9	-16,3	-22,6	-28,5	-34,3	-39,4	-43,4	-45,5	
Kurumlar Vergisi Matrahı	60,9	49,6	130,3	183,6	341,1	463,1	599,8	733,5	864,3	957,5	1.005,4	
Operasyonel Vergiler	(0)	(1)	(3)	(20,5)	(72,1)	(97,7)	(126,4)	(154,4)	(181,8)	(220,5)	(231,5)	
Efektif Vergi Oranı	0,5%	2,5%	2,2%	23,5%	21,1%	21,1%	21,1%	21,1%	21,0%	23,0%	23,0%	
Amortisman	5	8	13	16	13	13	14	15	16	11	11	
Net Yatırım Giderleri	(5)	(5)	(15)	(2)	(4)	(5)	(7)	(8)	(10)	(11)	(11)	
Yatırım/Satış	3,8%	2,4%	4,7%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	
Yatırım/Amortisman	-1,0	-0,6	-1,2	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-1,0	-1,0	
İşletme Sermayesi	164	174	243	312	328	403	458	542	634	697	732	
İşletme Sermayesi Değiş.		(10)	(69)	(69)	(16)	(76)	(55)	(84)	(92)	(63)	(35)	
Kaldıraçsız Nakit Akımı		25	31	109	262	298	426	502	596	674	739	3.394,6
Değişim					%142	%13,6	%43,1	%18	%18,9	%12,9	%9,7	%5,0
AOSM				27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%
				90	218	194	217	200	186	164	141	572

## İndirgenmiş Nakit Akımı

Firma Değeri	1.980
Uç Değer Payı	28,9%
Uç Değer Büyüme	5,0%
Uç Değer Çıkış Çarpanı	3,2
Net Borç (Nakit)	330
TFRS16 Yükümlülükler	52,2
YAG	9,6
Piyasa Değeri (30.09.2023)	1.712
Piyasa Değeri (05.12.2023)	1.802
Hisse Sayısı	50
Hisse Fiyatı	36,03

## 2023/09 Serbest Nakit Akımı, mTL

EBITDA	158,78
Vergi	-12,72
Yatırım	1,45
NİS Değişim	-128,58
Serbest Nakit akımı	16,03

## İNA Duyarlılığı

**EBITDA sapması, uç değer büyüme oranı ve AOSM'ye göre senaryolar**

**İNA duyarlılık analizi.** İNA'dan hesaplanan hisse başı fiyatın İNA parametrelerine olan duyarlılığı farklı AOSM oranları, uç değer büyüme oranları ve projeksiyon döneminde öngörülen EBITDA sapmasına göre analiz edilmiştir. AOSM baz senaryoya göre %5 ve %10 daha yüksek/düşük alındığında ve öngörülen EBITDA'lar %5 ve %10 daha yüksek/düşük olduğunda hisse başı fiyat 31,22-56,03 TL bandında değişmektedir. Öngörülen EBITDA'lar %5 ve %10 daha yüksek/düşük olduğunda ve uç değer büyüme oranı %1-%9 bandında değiştiğinde hisse başı fiyat 29,06-44,66 TL bandında değişmektedir. AOSM baz senaryoya göre +, - %5 ve %10 alındığında ve Uç Değer büyüme oranı %1-%9 bandında değiştiğinde hisse başı fiyat 34,07-56,70 TL bandında değişmektedir.

İNA Piyasa Değeri AOSM&EBITDA Duyarlılığı						
Baz Değer	mTL 1802	AOSM				
		22,7%	23,9%	25,2%	26,5%	27,7%
EBITDA Sapması	-10,0%	2.143	1.967	1.814	1.680	1.561
	-5,0%	2.308	2.120	1.957	1.815	1.689
	0,0%	2.472	2.274	2.101	1.950	1.816
	5,0%	2.637	2.427	2.245	2.085	1.943
	10,0%	2.802	2.580	2.388	2.220	2.071

İNA'dan Hesaplanan Hisse Başı Fiyatın AOSM&EBITDA Duyarlılığı						
Baz Fiyat	TL 36,03	AOSM				
		22,7%	23,9%	25,2%	26,5%	27,7%
EBITDA Sapması	-10,0%	42,87	39,34	36,28	33,59	31,22
	-5,0%	46,16	42,41	39,15	36,29	33,77
	0,0%	49,45	45,47	42,02	38,99	36,32
	5,0%	52,74	48,54	44,89	41,69	38,87
	10,0%	56,03	51,61	47,76	44,39	41,41

İNA Piyasa Değeri Uç Değer&EBITDA Duyarlılığı						
Baz Değer	mTL 1802	Uç Değer Büyüme Oranı				
		1,0%	3,0%	5,0%	7,0%	9,0%
EBITDA Sapması	-10,0%	1.453	1.497	1.548	1.610	1.685
	-5,0%	1.572	1.619	1.675	1.741	1.822
	0,0%	1.691	1.742	1.802	1.873	1.959
	5,0%	1.810	1.865	1.928	2.004	2.096
	10,0%	1.930	1.987	2.055	2.135	2.233

İNA'dan Hesaplanan Hisse Başı Fiyatın Uç Değer&EBITDA Duyarlılığı						
Baz Fiyat	TL 36,03	Uç Değer Büyüme Oranı				
		1,0%	3,0%	5,0%	7,0%	9,0%
EBITDA Sapması	-10,0%	29,06	29,94	30,97	32,20	33,70
	-5,0%	31,44	32,39	33,50	34,83	36,44
	0,0%	33,82	34,84	36,03	37,45	39,18
	5,0%	36,21	37,29	38,56	40,08	41,92
	10,0%	38,59	39,74	41,09	42,71	44,66

İNA Piyasa Değeri Uç Değer&AOSM Duyarlılığı						
Baz Değer	mTL 1802	AOSM				
		22,7%	23,9%	25,2%	26,5%	27,7%
Uç Değer Büyüme Oranı	1,0%	2.244	2.084	1.943	1.817	1.703
	3,0%	2.347	2.170	2.015	1.877	1.755
	5,0%	2.472	2.274	2.101	1.950	1.816
	7,0%	2.631	2.402	2.206	2.037	1.888
	9,0%	2.835	2.564	2.337	2.143	1.977

İNA'dan Hesaplanan Hisse Başı Fiyatın Uç Değer&AOSM Duyarlılığı						
Baz Fiyat	TL 36,03	AOSM				
		22,7%	23,9%	25,2%	26,5%	27,7%
Uç Değer Büyüme Oranı	1,0%	44,88	41,69	38,86	36,33	34,07
	3,0%	46,93	43,40	40,30	37,55	35,10
	5,0%	49,45	45,47	42,02	38,99	36,32
	7,0%	52,61	48,04	44,12	40,73	37,77
	9,0%	56,70	51,29	46,74	42,87	39,53

**İNA Varsayımları**

*Info Yatırım tarafından makro ekonomik modelin verdiği enflasyon ve kur beklentileri kullanılmıştır*

**Makro tahminler.** Geçmiş veriler, Info Yatırım tarafından kurgulanan makro model ve Merkez Bankası tahminleri dikkate alınarak kur ve enflasyon varsayımları modele entegre edilmiştir. Her ne kadar dolar/TL tahminleri kurgulanmış olsa da Şirket'in ihracat fiyatlarının TL enflasyonu kadar artacağı öngörülmüştür. Şirket için TL bazlı bir değerlendirme modeli kurgulanmıştır. 2023 yılsonu enflasyonunun %65,7 ve ortalama enflasyonun %53,9 olacağı tahmin edilirken 2024 yılsonu ve ortalama enflasyonun sırasıyla %39,2 ve 54,1 olacağı öngörülmüştür.

**Kurumlar vergisi.** Efektif vergi oranı ihracat ve imalat teşvikleri ile halka arz teşviki göz önünde bulundurularak hesaplanmıştır. Gelirlerin içindeki ihracat, yurtiçi imalattan satışlar ve ticari ürün satışlarının yıllara sari ağırlığı hesaplanmış olup ihracat gelirleri %20, yurtiçi imalat gelirleri %24 ve ticari ürün satış gelirleri %25 kurumlar vergisiyle ağırlıklandırılarak yıllara sari efektif vergi oranı tespit edilmiştir. Bu orandan halka arz sonrası 5 yıllık dönem olan 2024-2028 yılları arasında %2'lik vergi istisnası modele entegre edilmiştir.

Yıllık Makro Veriler	Gerçekleşmiş				Tahmin					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Yıl Sonu TÜFE	441	505	687	1.128	1.870	2.602	3.278	3.945	4.535	5.094
Yıllık Enflasyon	11,8%	14,6%	36,1%	64,3%	65,7%	39,2%	26,0%	20,4%	15,0%	12,3%
Yıllık Ortalama TÜFE	418	470	562	968	1.490	2.296	2.946	3.621	4.250	4.825
Yıllık Ort. TÜFE Değişimi	15,2%	12,3%	19,6%	72,3%	53,9%	54,1%	28,3%	22,9%	17,4%	13,5%
Yıl Sonu ÜFE	454	568	1.022	2.021	2.985	4.304	5.574	6.826	7.947	9.018
Yıllık Üretici Enflasyonu	7,4%	25,1%	79,9%	97,7%	47,7%	44,2%	29,5%	22,5%	16,4%	13,5%
Yıllık Ortalama ÜFE	446	500	720	1.644	2.471	3.733	4.953	6.210	7.400	8.497
Yıllık Ort. ÜFE Değişimi	17,6%	12,2%	43,9%	128,5%	50,3%	51,1%	32,7%	25,4%	19,2%	14,8%
Yıl Sonu ABD CPI	257	260	279	297	306	314	321	327	334	341
Yıllık ABD Enflasyon	2,3%	1,4%	7,0%	6,5%	3,2%	2,5%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%
Yıllık Ortalama ABD CPI	256	259	271	293	305	310	318	324	331	338
Yıllık Ort. ABD CPI Değişimi	1,8%	1,2%	4,7%	8,0%	4,1%	1,9%	2,4%	2,1%	2,0%	2,0%
Yıl Sonu Dolar/TL	5,9402	7,3405	12,9775	18,6966	29,4669	40,9000	51,4294	60,6854	68,3915	75,3187
Yıllık Değişim	12,9%	23,6%	76,8%	44,1%	57,6%	38,8%	25,7%	18,0%	12,7%	10,1%
Yıllık Ortalama Dolar/TL	5,6697	7,0049	8,8869	16,5529	23,7071	34,9754	46,1438	55,7940	64,3428	71,6883
Yıllık Değişim	17,9%	23,5%	26,9%	86,3%	43,2%	47,5%	31,9%	20,9%	15,3%	11,4%

Kurumlar Vergisi Detayı	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Kurumlar Vergisi Matrahı, TL</b>	<b>178.655.754</b>	<b>341.076.969</b>	<b>463.053.687</b>	<b>599.834.180</b>	<b>733.510.391</b>	<b>864.310.388</b>
<b>Yurtiçi İmalat Geliri, TL</b>	<b>452.500.000</b>	<b>734.108.039</b>	<b>989.129.213</b>	<b>1.261.737.523</b>	<b>1.528.786.022</b>	<b>1.774.220.629</b>
<b>İhracat Geliri, TL</b>	<b>103.130.682</b>	<b>220.255.410</b>	<b>308.861.990</b>	<b>408.171.092</b>	<b>508.597.735</b>	<b>610.821.935</b>
<b>Ticari Ürün Satış, TL</b>	<b>97.617.551</b>	<b>30.824.426</b>	<b>39.554.759</b>	<b>48.604.618</b>	<b>57.059.662</b>	<b>64.780.575</b>
<b>Toplam Gelir, TL</b>	<b>653.248.233</b>	<b>985.187.876</b>	<b>1.337.545.962</b>	<b>1.718.513.233</b>	<b>2.094.443.419</b>	<b>2.449.823.139</b>
Yurtiçi İmalat Kurumlar Vergisi Oranı	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
İhracat Kurumlar Vergisi Oranı	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Ticari Satış Kurumlar Vergisi Oranı	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Halka Arz Kurumlar Vergisi İndirimi		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>Efektif Vergi Oranı</b>	<b>23,5%</b>	<b>21,1%</b>	<b>21,1%</b>	<b>21,1%</b>	<b>21,1%</b>	<b>21,0%</b>
<b>Ödenecek Vergi</b>	<b>20.520.290</b>	<b>72.093.508</b>	<b>97.731.671</b>	<b>126.434.408</b>	<b>154.447.329</b>	<b>181.756.788</b>



## İNA Varsayımları

**Mevcut durumda kapasite kullanım oranı %60-65 bandında olup projeksiyon döneminde kademeli yükseleceği öngörülmüştür.**

**2020-2023 arası yıllık bileşik büyüme reel satışlarda %13,4**

**2022 ve 2023/09 ihracat rakamlarında Acme Export kaynaklı kısım da eklenmiştir**

**Yurtiçine satılan ürünler ihraç edilen ürünlere göre daha kaliteli olduğu için fiyatları daha yüksek seviyededir.**

**2023'ün ilk 9 ayında 517,4 milyon TL olan toplam satış gelirlerinin 2023'ün tamamında 653,2 milyon TL'ye yükselmesi, 2024 yılında %51 artışla 985 milyon TL olması beklenmektedir.**

**Fiyat ve satış varsayımları.** Şirket'in satışları yurtiçi ve ihracat olarak iki ana başlıkta irdelenmiş ve her iki kanal için de üretimden satışlar ve ticari ürün satışlar ayrı ayrı detaylandırılmıştır. Şirket'in üretim kapasitesi 2020 yılında 1.638.528 m2, 2021 yılında 1.801.728 m2 seviyesindeyken 2023 yılında 1.994.304 m2 seviyesine yükselmiştir. Şirket'in 2020-2021-2022 yıllarındaki halı satışları sırasıyla 891.089 - 1.156.874 - 851.005 metrekare olup kapasite kullanım oranları %54,4 - %64,2 - %47,2 seviyesindedir. 2022 yılında uzun yıllar sonra ilk defa yaşanan yüksek enflasyonist ortam halı sektöründe bir talep daralmasına neden olmuş ve bu sebeple yurtiçinde satış metrekareleri %54 düşmüş olmasına rağmen satış fiyatlarındaki artışın etkisiyle satış gelirleri %13,4 artmıştır. 2022 yılında Türkiye'de uzun yıllar sonra ilk defa yaşanan yüksek enflasyon birden alım gücünü düşürmüştü ve yükselen fiyatlara tüketicinin bu sektörde hemen alışamaması ve maaşların geriden artmış olması ile iç talep daralmıştır. 2022 yılında fiyat artışı yurtiçi geliri desteklemiştir. 2023 yılına gelindiğinde ise hem 2022'de yaşanan baz etkisi, ertelenen talep, hem de şirketin ihracattan ziyade iç pazara yoğunlaşması ve odaklanması ve tüketicilerin yeni enflasyonist ortama alışmaları ve kendi gelirlerinin de enflasyon ile gecikmeli de olsa yükselmeye başlaması ertelenmiş talebi ortaya çıkarmıştır. Tüm dünyada yaşanan yüksek enflasyon ve alım gücünün düşmesine rağmen ihracat miktarı 2021 yılına göre %1,6 artmıştır. Toplam satış metrekaresindeki düşüşe rağmen halı fiyatlarında yaşanan artışın etkisiyle üretimden halı satış gelirleri 2022 yılında %35 artışla 208,4 milyon TL kaydedilmiştir. 2022 yılındaki yüksek enflasyon ürün fiyatlarına hemen yansımış olsa da tüketicinin alım gücünün 2023 yılında yapılan yüksek asgari ücret ve maaş zamlarının etkisiyle tüketicinin alım gücündeki artış neticesinde 2023 yılının dokuz aylık döneminde yurtiçinde metrekare bazında satışları %252 artışla 786 bin metrekareyle 2020 yılındaki yurtiçi satış miktarı olan 755 bin metrekarenin üzerine çıkmıştır. 2023'ün ilk 9 ayında 196 bin metrekare olan yurtdışı satışlarla beraber toplam 982.372 metrekare halı satış gerçekleşmiş olup KKO %65,7 seviyesine yükselmiştir. 2023'ün ikinci yarısında döviz kurlarında oluşan artışın ihracat performansına pozitif etkisi ve yurtiçinde sektördeki bazı büyük üreticilerin sektörden çıkmasıyla toplam halı satışlarının 2023 yılının tamamında 1.300.000 metrekare olması ve KKO'nun %65,2 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca kapasite artırıcı yatırım olmayacağı varsayılırken mevcut durumdaki kapasite kullanım oranının yıllara sarı artacağı öngörülmüş olmasına rağmen %90 seviyesinin altında kalacağı varsayılmıştır.

**Yılın ilk yarısında deprem ihracatı etkiledi.** Yurtiçi üretimden halı satışları 2023'ün ilk 9 ayında geçen yılın aynı dönemine göre %252 artışla 786.089 metrekare seviyesinde gerçekleşmiş olup 2023'ün tamamında 950.000 metrekare olması beklenmektedir. 2024 yılında %5,3 artışla 1.000.000, 2025 yılında %5,0 artışla 1.050.000, 2026 yılında %3,8 artışla 1.090.000 ve 2027'de %3,2 artışla 1.125.000 metrekare olacağı beklenmektedir. Yurtiçinde metrekare başı satış fiyatı 2020-2021-2022 yıllarında sırasıyla 97, 159, 394 TL kaydedilirken 2023'ün ilk 9 ayında geçen senenin aynı dönemine göre %40 artışla 468 TL olmuştur. 2023 yılının tamamında ise satış fiyatının 2022 yılına göre %20,9 artışla 476 TL/m2 olacağı beklenmektedir. Sonraki yıllarda beklenen ortalama enflasyon kadar satış fiyatları artırılarak projeksiyonda kullanılmıştır. Yurtdışı üretimden halı satışları 2023'ün ilk 9 ayında 196.283 metrekare seviyesinde iken 2023'ün tamamında 350.000 metrekare olması beklenmektedir. 2023'ün ilk yarısında ihracat performansı Şubat ayında meydana gelen depremler nedeniyle Mersin ve İskenderun limanlarında lojistik sıkıntılarının yurtdışı sevkiyatları olumsuz etkilemesi nedeniyle geçen senenin aynı dönemine göre %61 azalış göstermiştir. 2023'ün ikinci yarısında yaşanan toparlanmayla birlikte toplam ihracat miktarının 350.000 metrekare olması beklenirken depremin yarattığı algının düzelmiş olması, kurlardaki artış ve Şirket'in 2024 yılında ihracata odaklanacak olması sebebiyle 2024 yılında %38,5 artışla 485.000, 2025 yılında %9,3 artışla 530.000, 2026 yılında %7,5 artışla 570.000, 2027'de %6,1 artışla 605.000 ve 2028'de %5,8 artışla 640.000 metrekare olacağı beklenmektedir. Şirketin 2021 ve 2022'de ihracat miktarı sırasıyla 575 bin ve 584 bin metrekare olup 2024 yılı tahmini 485 bin metrekareye ulaşabileceği öngörülmektedir. Yurtdışı satışlarda metrekare başı satış fiyatı 2020-2021-2022 yıllarında sırasıyla 111, 107, 177 TL kaydedilirken 2021 yılında ihracat adetlerini artırmak adına fiyattan bir miktar feragat edilmiş olup 2020 yılına göre ortalama satış fiyatı 111 TL'den 107 TL'ye gerilemiştir. 2023'ün ilk 9 aylık döneminde geçen senenin aynı dönemine göre %74,5 artışla 272 TL olmuştur. 2023 yılının tamamında ise satış fiyatının 2022 yılına göre %66,8 artışla 295 TL/m2 olacağı beklenmektedir. Sonraki yıllarda beklenen ortalama enflasyon kadar satış fiyatları artırılarak projeksiyonda kullanılmıştır.

**INFO**  
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Saray Mh. D. A. Avcılar Büyükdere Cad. Cessas  
Plaza 2. Dükkan No: 47 D: 06100/Beşiktaş/İST.  
Tel: 0212 319 26 00 Fax: 0212 312 12 75  
Boğaziçi Kurumlar V.D. 478 0036 487  
Mersis No: 087800367800011 Tic. Sic. No: 271081

**Ticari satış payı projeksiyonda azalacak.** Şirket 2020-2023/09 dönemleri arasında özellikle yurtiçinde ticari ürün satışı da gerçekleştirmiştir. Özellikle uzun süredir stoklarda tutulan ve artık kullanılması düşünülmeyen iplikler 2022 yılında ve 2023 yılının ilk yarısında satılarak envanlerden çıkarılmıştır. Şirket yetkilileri önümüzdeki dönemde böyle bir satışın olmayacağını ifade etmiş ve projeksiyonda ticari iplik satışı dikkate alınmamıştır. 2020 yılında halı satışlarını desteklemek adına ev tekstil ürünleri promosyon olarak verilmiş ve bu satıştan elde edilen gelir yurtiçi ticari ev tekstil segmentinde sınıflanmış olup projeksiyonda dikkate alınmamıştır. Artemis Halı kendi koleksiyonunda olmayan ürünleri diğer halı üreticilerinden almakta ve kendi markasıyla satışını gerçekleştirmektedir. Ticari makine halısı olarak sınıflanmış bu segmentin 2023 ilk 9 ayındaki geliri 18,9 milyon TL olup 2023 beklentisi 20 milyon TL seviyesindedir. Sonraki yıllarda beklenen enflasyon oranı kadar artacağı öngörülmüş olup brüt kar marjının %9,1 seviyesinde olacağı varsayılmıştır.

Artemis Projeksiyon, TL											
	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Yurtiçi Üretimden Halı Satışları</b>											
Yurtiçi Toplam Halı Satışı, m2	754.773	582.190	267.089	223.514	786.089	950.000	1.000.000	1.050.000	1.090.000	1.125.000	1.150.000
Yıllık Değişim		-22,9%	-54,1%		251,7%	255,7%	5,3%	5,0%	3,8%	3,2%	2,2%
Yurtiçi Toplam Birim Fiyat, TL/m2	97	159	394	334	468	476	734	942	1.158	1.359	1.543
Yıllık Değişim		64,7%	147,3%		40,0%	20,9%	54,1%	28,3%	22,9%	17,4%	13,5%
Yurtiçi Toplam Halı Satış Geliri, TL	72.980.649	92.718.718	105.189.300	74.652.168	367.559.060	452.500.000	734.108.039	989.129.213	1.261.737.523	1.528.786.022	1.774.220.629
Yıllık Değişim		27,0%	13,4%		392,4%	330,2%	62,2%	34,7%	27,6%	21,2%	16,1%
<b>Yurtiçi Ticari Ürün Satışları</b>											
Yurtiçi Ticari İplik Satışı, ton	374	475	581	495	1.593	1.593	-	-	-	-	-
Yıllık Değişim		27,0%	22,2%		221,6%	174,4%					
Yurtiçi Ticari Birim Fiyat, TL/ton	33.702	37.104	107.510	119.515	48.117	48.117	-	-	-	-	-
Yıllık Değişim		10,1%	189,8%		-59,7%	-55,2%					
Yurtiçi Ticari İplik Satış Geliri, TL	12.607.298	17.626.783	62.431.010	59.211.550	76.666.315	76.666.315	-	-	-	-	-
Yıllık Değişim		39,8%	254,2%		29,5%	22,8%					
Yurtiçi Ticari Ev Tekstili, TL	20.870.869	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yıllık Değişim		-100,0%									
Yurtiçi Ticari Makine Halısı, TL	41.258.220	40.124.262	28.193.182	18.878.767	20.000.000	30.824.426	39.554.759	48.604.618	57.059.662	64.780.575	
Yıllık Değişim		-2,7%		-33,0%	-50,2%	54,1%	28,3%	22,9%	17,4%	13,5%	
Yurtiçi Diğer Gelirler, TL	22.754.581	3.994.416	2.189.105	1.910.749	951.236	951.236	-	-	-	-	-
Yıllık Değişim		-82,4%	-45,2%		-50,2%	-56,5%					
<b>Yurtiçi Toplam Satış Geliri, TL</b>	<b>129.213.397</b>	<b>155.596.137</b>	<b>209.933.677</b>	<b>163.967.649</b>	<b>484.055.378</b>	<b>550.117.551</b>	<b>764.932.465</b>	<b>1.028.683.972</b>	<b>1.310.342.142</b>	<b>1.585.845.684</b>	<b>1.839.001.204</b>
Yıllık Değişim		20,4%	34,9%		183,0%	162,0%	39,0%	34,5%	27,4%	21,0%	16,0%
<b>Yurtdışı Üretimden Halı Satışları</b>											
Yurtdışı Toplam Halı Satışı, m2	136.316	574.684	583.916	501.676	196.283	350.000	485.000	530.000	570.000	605.000	640.000
Yıllık Değişim		321,6%	1,6%		-60,9%	-40,1%	38,6%	9,3%	7,5%	6,1%	5,8%
Yurtdışı Toplam Birim Fiyat, TL/m2	111	107	177	156	272	295	454	583	716	841	954
Yıllık Değişim		-3,7%	64,7%		74,5%	66,8%	54,1%	28,3%	22,9%	17,4%	13,5%
Yurtdışı Toplam Halı Satış Geliri, TL	15.185.901	61.660.237	103.162.773	78.168.988	53.384.232	103.130.682	220.255.410	308.861.990	408.171.092	508.597.735	610.821.935
Yıllık Değişim		306,0%	67,3%		-31,7%	0,0%	113,6%	40,2%	32,2%	24,6%	20,1%
<b>Yurtdışı Toplam Satış Geliri, TL</b>	<b>15.224.134</b>	<b>61.665.676</b>	<b>103.162.773</b>	<b>78.168.988</b>	<b>53.384.232</b>	<b>103.130.682</b>	<b>220.255.410</b>	<b>308.861.990</b>	<b>408.171.092</b>	<b>508.597.735</b>	<b>610.821.935</b>
Yıllık Değişim		305,1%	67,3%		-31,7%	0,0%	113,6%	40,2%	32,2%	24,6%	20,1%
<b>Yurtiçi+Yurtdışı Toplam Satış Geliri</b>	<b>144.437.531</b>	<b>217.261.813</b>	<b>313.096.450</b>	<b>242.136.637</b>	<b>517.439.610</b>	<b>653.248.233</b>	<b>985.187.876</b>	<b>1.337.545.962</b>	<b>1.718.513.233</b>	<b>2.094.443.419</b>	<b>2.449.823.139</b>
Yıllık Değişim		50,4%	44,1%		113,7%	108,6%	50,8%	35,8%	28,5%	21,9%	17,0%
<b>Kapasite Kullanım Oranı</b>											
Toplam halı üretim kapasitesi, m2	1.638.528	1.801.728	1.801.728	1.801.728	1.994.304	1.994.304	1.994.304	1.994.304	1.994.304	1.994.304	1.994.304
Yıllık Halı Satış, m2	891.089	1.156.874	851.005	725.189	982.372	1.300.000	1.485.000	1.580.000	1.660.000	1.730.000	1.790.000
Yıllık Değişim		29,8%	-26,4%		35,5%	52,8%	14,2%	6,4%	5,1%	4,2%	3,5%
KKO	54,4%	64,2%	47,2%	53,7%	65,7%	65,2%	74,5%	79,2%	83,2%	86,7%	89,8%
<b>Yurtiçi+Yurtdışı Halı Satışı</b>											
Yurtiçi halı satış m2	754.773	582.190	267.089	223.514	786.089	950.000	1.000.000	1.050.000	1.090.000	1.125.000	1.150.000
Yıllık Değişim		-22,9%	-54,1%		251,7%	255,7%	5,3%	5,0%	3,8%	3,2%	2,2%
Yurtiçi Toplam Birim Fiyat, TL/m2	97	159	394	334	468	476	734	942	1.158	1.359	1.543
Yıllık Değişim		64,7%	147,3%		40,0%	20,9%	54,1%	28,3%	22,9%	17,4%	13,5%
Yurtdışı halı satış m2	136.316	574.684	583.916	501.676	196.283	350.000	485.000	530.000	570.000	605.000	640.000
Yıllık Değişim		321,6%	1,6%		-60,9%	-40,1%	38,6%	9,3%	7,5%	6,1%	5,8%
Yurtdışı Toplam Birim Fiyat, TL/m2	111	107	177	156	272	295	454	583	716	841	954
Yıllık Değişim		-3,7%	64,7%		74,5%	66,8%	54,1%	28,3%	22,9%	17,4%	13,5%
Toplam Satış m2	891.089	1.156.874	851.005	725.189	982.372	1.300.000	1.485.000	1.580.000	1.660.000	1.730.000	1.790.000
Yıllık Değişim		29,8%	-26,4%		35,5%	52,8%	14,2%	6,4%	5,1%	4,2%	3,5%
m2 başı fiyat	99	133	245	211	428	427	643	822	1.006	1.178	1.332
Yıllık Değişim		34,9%	83,5%		103,3%	74,6%	50,4%	27,8%	22,5%	17,1%	13,1%
Yurtiçi Halı Ciro, TL	72.980.649	92.718.718	105.189.300	74.652.168	367.559.060	452.500.000	734.108.039	989.129.213	1.261.737.523	1.528.786.022	1.774.220.629
Yıllık Değişim		27,0%	13,4%		392,4%	330,2%	62,2%	34,7%	27,6%	21,2%	16,1%
Yurtdışı Halı Ciro	15.185.901	61.660.237	103.162.773	78.168.988	53.384.232	103.130.682	220.255.410	308.861.990	408.171.092	508.597.735	610.821.935
Yıllık Değişim		306,0%	67,3%		-31,7%	0,0%	113,6%	40,2%	32,2%	24,6%	20,1%
Toplam Halı Ciro	88.166.550	154.378.955	208.352.073	152.821.156	420.943.292	555.630.682	954.363.450	1.297.991.203	1.669.908.615	2.037.383.757	2.385.042.564
Yıllık Değişim		75,1%	35,0%		175,4%	166,7%	71,8%	36,0%	28,7%	22,0%	17,1%
Yurtiçi Ticari Ciro	56.232.748	62.877.419	104.744.377	89.315.481	96.496.318	97.617.551	30.824.426	39.554.759	48.604.618	57.059.662	64.780.575
Yıllık Değişim		11,8%	66,6%		8,0%	-6,8%	-68,4%	28,3%	22,9%	17,4%	13,5%
Yurtdışı Ticari Ciro	38.233	5.439	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yıllık Değişim		-85,6%									
Toplam Ticari Ciro	56.270.981	62.882.858	104.744.377	89.315.481	96.496.318	97.617.551	30.824.426	39.554.759	48.604.618	57.059.662	64.780.575
Yıllık Değişim		11,8%	66,6%		8,0%	-6,8%	-68,4%	28,3%	22,9%	17,4%	13,5%
Toplam Ciro	144.437.531	217.261.813	313.096.450	242.136.637	517.439.610	653.248.233	985.187.876	1.337.545.962	1.718.513.233	2.094.443.419	2.449.823.139
Yıllık Değişim		50,4%	44,1%		113,7%	108,6%	50,8%	35,8%	28,5%	21,9%	17,0%

## İNA Varsayımları

**Şirket'in temel üretim girdisi iplik olup en büyük maliyet kalemini oluşturmaktadır.**

**Mevcut tesisteki makine ve ekipmanların yeni teknoloji olması sebebiyle üretim miktarının artması personel sayısına aynı oranda yansımamakta.**

**Genel üretim giderlerinin %75'i sabit giderlerden oluşmakta.**

**TFRS 16 kapsamındaki amortisman giderleri projeksiyon döneminde dikkate alınmadı.**

**Satışların maliyeti.** Şirket'in üretimden satışlarının maliyeti ilk madde malzeme, direkt işçilik, genel üretim giderleri (GÜG) ve amortisman giderleri olarak 4 ana kalemden modellenmiştir. Ticari ürün satışlarının maliyeti %9,1 brüt kar marjı olacağı varsayımıyla hesaplanmıştır. İlk madde ve malzeme maliyeti hesaplanırken Şirket'in üretim sürecinde kullanmış olduğu reçetelerden hesaplanan metrekare başına iplik tüketimi 2020-2023/09 dönemi arasında incelenmiş ve Şirket yetkililerinin vermiş olduğu beyana istinaden 2023 ve sonrasında bir metrekare halı için kullanılacak iplik miktarının yaklaşık 2,30 kg olacağı öngörülmüştür. İplik fiyatları piyasasından oluşan arz ve taleple beraber döviz kurlarındaki hareketten de etkilenmekte olup 2020-2023/09 döneminde sırasıyla 6,82 – 37,38 – 35,24 – 74,63 TL hesaplanırken 2023 yılının tamamında 78,36 TL olacağı öngörülmüş ve sonraki yıllarda beklenen ortalama enflasyon ile artırılmıştır.

**İşçilik ve genel üretim giderleri.** Direkt işçilik giderleri hesaplanırken Şirket yönetiminin öngördüğü satış miktarına göre istihdam edilmesi beklenen kişi sayısı ile ortalama personel maliyeti dikkate alınmıştır. Ortalama personel maliyeti hesaplanırken 2023 yılında ilk 6 aydaki aylık maliyete Temmuz 2023'te yapılan asgari ücret zammı eklenmiştir. 2024 yılındaki ortalama personel maliyeti 2023 yılı Aralık ayında öngörülen ortalama personel maliyetine yaklaşık %40 olması beklenen asgari ücret artışı eklenerek hesaplanmıştır. Sonraki yıllardaki ortalama personel başı maliyet bir önceki yisonundaki gerçekleşmiş enflasyon oranıyla artırılarak hesaplanmıştır. Şirket'in kapasite yatırımlarını tamamlamış olması ve mevcut üretim makinelerinin yeni teknoloji olması sebebiyle üretimdeki artış kadar personel ihtiyacı olmayacağı Şirket yetkilileri tarafından ifade edilmiştir. Böylelikle yıllara sari personel başı üretim ve satış metrekaresi artış göstermektedir. Genel üretim giderlerinin yaklaşık %75'inin sabit %25'inin üretime bağlı değişken giderlerden oluştuğu Şirket tarafından ifade edilmiş olup projeksiyon döneminde sabit giderler beklenen ortalama enflasyon ile değişken giderler ise enflasyonla beraber satış metrekaresindeki artışa göre modellenmiştir.

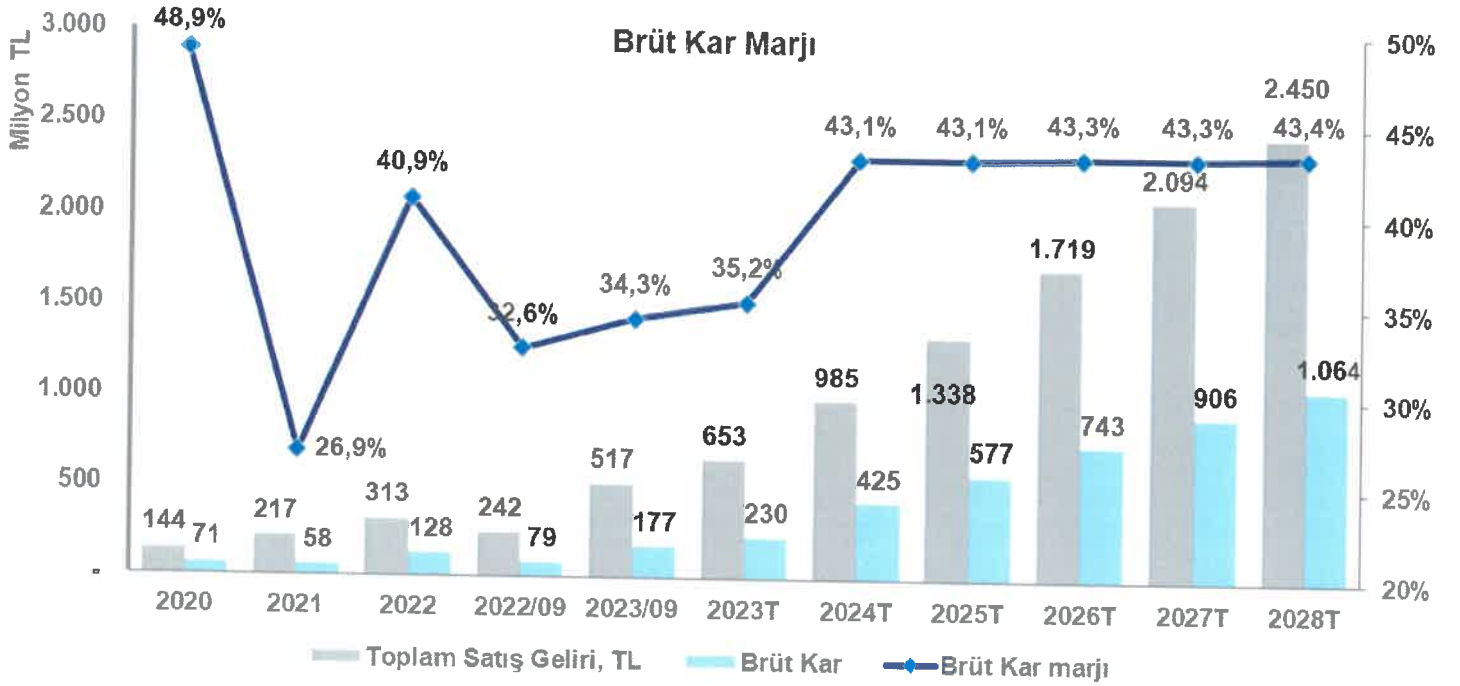
**Amortisman giderleri.** Şirket'in son 3 yıl ve 2023/09 döneminde bağımsız denetim raporunda yer alan TFRS bazlı finansal tablolarında kullanım hakkı varlıkları amortisman ayrılarak giderleştirilmektedir. Projeksiyon döneminde kira giderleri nakit akımlarından ayrıca düşüldüğü için kullanım hakkı amortismanları hesaplanmamış, sadece maddi ve maddi olmayan duran varlıkların amortismanı projekte edilmiştir. Yeni yapılacak yatırımların 10 yılda amortisman ayrılarak giderleşeceği ve bütün amortisman giderlerinin genel üretime yansıtacağı varsayılmıştır. Gelir ve maliyet varsayımları sonrasında Şirket'in 2020-2023/09 döneminde sırasıyla %48,9 - %26,9 - %40,9 - %34,3 olan brüt kar marjının karlılığı düşük olan ticari ürün segmentinin gelirlerdeki payının azalacak olmasının etkisiyle 2023 yılında %35,2'ye yükselmesi beklenirken sonraki yıllarda kapasite kullanım oranının yükselmesi ve verimlilik yatırımları sonucunda işçi verimliliğinin artması öngörüsüyle %43'ün üzerine çıkacağı beklenmektedir.

Satışların Maliyeti - İlk Mad. Matz.	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
İlk madde ve malzeme, TL	14.563.232	57.991.133	118.909.632	107.368.689	180.422.383	244.483.720	412.491.157	563.182.336	727.074.340	889.546.167	1.044.939.205
Toplam Kullanılan Hammadde, kg	2.136.842	1.551.578	3.374.159	2.341.647	2.417.600	3.120.000	3.415.500	3.634.000	3.818.000	3.979.000	4.117.000
Toplam Halı Satışı, m2	891.089	1.156.874	851.005	725.189	982.372	1.300.000	1.485.000	1.580.000	1.660.000	1.730.000	1.790.000
m2 Halı Başına Hammadde Kullanımı, kg	2,40	1,34	3,96	3,23	2,46	2,40	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30
Ortalama Hammadde Fiyatı, TL/kg	6,82	37,38	35,24	45,85	74,63	78,36	120,77	154,98	190,43	223,56	253,81
Yıllık Değişim		448,4%	-5,7%		62,8%	122,4%	54,1%	28,3%	22,9%	17,4%	13,5%

Satışların Maliyeti - Direkt İşçilik	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Direkt İşçilik giderleri, TL	8.000.249	12.483.594	19.386.382	13.386.767	24.461.574	34.275.499	57.071.748	82.361.981	107.469.751	133.807.947	153.815.564
Yıllık Değişim		56,0%	55,3%		82,7%	76,8%	66,5%	44,3%	30,5%	24,5%	15,0%
Ortalama Çalışan Sayısı	113	137	128	131	130	130	135	140	145	150	150
Aylık çalışan maliyeti, TL	5.900	7.593	12.621	11.354	20.907	21.971	35.229	49.025	61.764	74.338	85.453
Yıllık Değişim		28,7%	66,2%		84,1%	74,1%	60,3%	39,2%	26,0%	20,4%	15,0%
Satılan m2 Başına İşçilik, TL/m2	8,98	10,79	22,78	18,46	24,90	26,37	38,43	52,13	64,74	77,35	85,93
Yıllık Değişim		20,2%	111,1%		34,9%	15,7%	45,8%	35,6%	24,2%	19,5%	11,1%
İşçi Başına Satılan Halı, m2	7.886	8.444	6.648	5.536	15.113	10.000	11.000	11.286	11.448	11.533	11.933

Satışların Maliyeti - GÜG	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
GÜG (Amortisman Hariç), TL	8.696.577	10.493.507	20.480.157	20.641.232	24.522.580	32.696.773	52.185.790	68.037.264	84.662.001	100.437.207	115.016.344
Yıllık Değişim		20,7%	95,2%		18,8%	59,7%	59,6%	30,4%	24,4%	18,6%	14,5%
Toplam Halı Satışı, m2	891.089	1.156.874	851.005	725.189	982.372	1.300.000	1.485.000	1.580.000	1.660.000	1.730.000	1.790.000
Satılan m2 Başına GÜG, TL/m2	9,8	9,1	24,1	28,5	25,0	25,2	35,1	43,1	51,0	58,1	64,3
Yıllık Değişim		-7,1%	165,3%		-12,3%	4,5%	39,7%	22,5%	18,4%	13,8%	10,7%

Satışların Maliyeti - Amortisman	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Amortisman Gid. MDV+MOV	2.275.263	4.607.596	8.852.214	6.467.164	7.505.089	10.006.786	10.400.861	10.935.879	11.623.284	12.461.062	13.440.991
Amortisman Gid. Kullanım Hakkı Var.	2.431.295	2.442.955	2.623.367	1.967.525	3.911.619	3.911.619	-	-	-	-	-
Satışların Maliyeti - Ticari Mal	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Satılan ticari mal maliyeti	37.822.846	70.850.355	14.906.643	13.326.351	99.261.546	97.617.551	28.022.205	35.958.872	44.186.017	51.872.420	58.891.432
Yıllık Değişim		87,3%	-79,0%		644,9%	554,9%	-71,3%	28,3%	22,9%	17,4%	13,5%
Toplam SMM & Brüt Kar	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Toplam Satışların Maliyeti	73.789.462	158.869.140	185.158.395	163.157.728	340.084.791	422.991.947	560.171.761	760.476.332	975.015.394	1.188.124.804	1.386.103.537
Brüt Kar	70.648.069	58.392.673	127.938.055	78.978.909	177.354.819	230.256.285	425.016.115	577.069.630	743.497.840	906.318.615	1.063.719.601
Yıllık Değişim		-17,3%	119,1%		124,6%	80,0%	84,6%	35,8%	28,8%	21,9%	17,4%
Brüt Kar marjı	48,9%	26,9%	40,9%	32,6%	34,3%	35,2%	43,1%	43,1%	43,3%	43,3%	43,4%



## İNA Varsayımları

**Personel giderlerinde öngörülen yüksek artış sonrası genel yönetim giderlerinin 2023 yılında %205 artacağı beklenmekte.**

**Genel yönetim giderleri.** Personel giderleri hesaplanırken 2023 yılında ilk 6 aydaki aylık maliyete Temmuz 2023'te yapılan asgari ücret zammı eklenmiştir. 2024 yılındaki ortalama personel maliyeti 2023 yılı Aralık ayında öngörülen ortalama personel maliyetine yaklaşık %40 olması beklenen asgari ücret artışı eklenerek hesaplanmıştır. Sonraki yıllardaki personel giderleri bir önceki yılsonundaki gerçekleşmiş enflasyon oranıyla artırılarak hesaplanmıştır. Danışmanlık giderleri 2022 ve 2023 yılında Şirket'in halka arz nedeniyle katlanmış olduğu giderlerin 2024 yılında normalize olarak 1,5 milyon TL olarak gerçekleşeceği öngörülmüş ve sonraki yıllarda beklenen ortalama enflasyon kadar artırılmıştır. Amortisman giderlerinin 2023 yılından sonra aynı kalacağı varsayılmıştır. Diğer genel yönetim giderleri 2023 yılında ilk 9 aydaki çeyrek bazında gerçekleşmiş tutarların 2023'ün son çeyreğinde de gerçekleşeceği varsayılarak hesaplanırken sonraki yıllarda beklenen ortalama enflasyon oranı kadar artacağı öngörülmüştür. Böylelikle 2023 yılında genel yönetim giderlerinin yıllık %205 artışla 25,3 milyon TL, 2024 yılında %29,0 artışla 32,7 milyon TL olacağı hesaplanmıştır. Genel yönetim giderlerinin genelde sabit giderlerden oluşması nedeniyle gelire oranının 2023 yılında %3,9 olacağı ve sonraki yıllarda kademeli düşüşle %3,0'a gerileyeceği öngörülmektedir.

Genel Yönetim Giderleri, TL	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Personel giderleri</b>	<b>1.972.191</b>	<b>2.561.115</b>	<b>3.435.005</b>	<b>2.569.985</b>	<b>8.978.783</b>	<b>12.581.049</b>	<b>20.172.691</b>	<b>28.072.118</b>	<b>35.366.711</b>	<b>42.566.415</b>	<b>48.931.153</b>
<b>Yıllık Değişim</b>		29,9%	34,1%		249,4%	266,3%	60,3%	39,2%	26,0%	20,4%	15,0%
<b>Danışmanlık giderleri</b>	<b>316.356</b>	<b>663.135</b>	<b>2.230.130</b>	<b>1.315.547</b>	<b>3.569.243</b>	<b>4.758.991</b>	<b>1.500.000</b>	<b>1.924.842</b>	<b>2.365.232</b>	<b>2.776.678</b>	<b>3.152.398</b>
<b>Yıllık Değişim</b>		109,6%	236,3%		171,3%	113,4%	54,1%	28,3%	22,9%	17,4%	13,5%
<b>Amortisman ve itfa payı giderleri</b>	<b>457.071</b>	<b>787.890</b>	<b>921.193</b>	<b>677.088</b>	<b>1.800.886</b>	<b>2.401.181</b>	<b>2.401.181</b>	<b>2.401.181</b>	<b>2.401.181</b>	<b>2.401.181</b>	<b>2.401.181</b>
<b>Ulaşım giderleri</b>	<b>113.242</b>	<b>123.186</b>	<b>231.724</b>	<b>199.659</b>	<b>1.264.897</b>	<b>1.686.529</b>	<b>2.599.315</b>	<b>3.335.513</b>	<b>4.098.656</b>	<b>4.811.640</b>	<b>5.462.717</b>
<b>Yıllık Değişim</b>		8,8%	88,1%		533,5%	627,8%	54,1%	28,3%	22,9%	17,4%	13,5%
<b>Ofis giderleri</b>	<b>46.885</b>	<b>165.234</b>	<b>217.141</b>	<b>184.507</b>	<b>1.362.882</b>	<b>1.817.176</b>	<b>2.800.670</b>	<b>3.593.898</b>	<b>4.416.157</b>	<b>5.184.372</b>	<b>5.885.885</b>
<b>Yıllık Değişim</b>		252,4%	31,4%		638,7%	736,9%	54,1%	28,3%	22,9%	17,4%	13,5%
<b>Bakım ve onarım giderleri</b>	<b>273.667</b>	<b>154.172</b>	<b>222.389</b>	<b>141.791</b>	<b>290.824</b>	<b>387.765</b>	<b>597.632</b>	<b>766.898</b>	<b>942.359</b>	<b>1.106.288</b>	<b>1.255.983</b>
<b>Yıllık Değişim</b>		-43,7%	44,2%		105,1%	74,4%	54,1%	28,3%	22,9%	17,4%	13,5%
<b>Vergi, resim ve harç giderleri</b>	<b>68.789</b>	<b>57.232</b>	<b>65.113</b>	<b>58.177</b>	<b>216.762</b>	<b>289.016</b>	<b>445.438</b>	<b>571.598</b>	<b>702.376</b>	<b>824.558</b>	<b>936.131</b>
<b>Yıllık Değişim</b>		-16,8%	13,8%		272,6%	343,9%	54,1%	28,3%	22,9%	17,4%	13,5%
<b>Temsil ağırlama giderleri</b>	<b>45.614</b>	<b>94.587</b>	<b>45.170</b>	<b>37.050</b>	<b>136.384</b>	<b>181.845</b>	<b>280.264</b>	<b>359.642</b>	<b>441.926</b>	<b>518.802</b>	<b>589.002</b>
<b>Yıllık Değişim</b>		107,4%	-52,2%		268,1%	302,6%	54,1%	28,3%	22,9%	17,4%	13,5%
<b>Dava ve icra giderleri</b>	<b>29.123</b>	<b>30.725</b>	<b>67.686</b>	<b>56.885</b>	<b>91.205</b>	<b>121.607</b>	<b>187.423</b>	<b>240.506</b>	<b>295.532</b>	<b>346.942</b>	<b>393.887</b>
<b>Yıllık Değişim</b>		5,5%	120,3%		80,3%	79,7%	54,1%	28,3%	22,9%	17,4%	13,5%
<b>Diğer giderler</b>	<b>766.905</b>	<b>510.337</b>	<b>866.073</b>	<b>1.136.257</b>	<b>827.931</b>	<b>1.103.908</b>	<b>1.701.367</b>	<b>2.183.241</b>	<b>2.682.751</b>	<b>3.149.431</b>	<b>3.575.590</b>
<b>Yıllık Değişim</b>		-33,5%	69,7%		-27,1%	27,5%	54,1%	28,3%	22,9%	17,4%	13,5%
<b>Toplam GYG, TL</b>	<b>4.089.843</b>	<b>5.147.413</b>	<b>8.301.624</b>	<b>6.376.946</b>	<b>18.539.797</b>	<b>25.329.068</b>	<b>32.685.981</b>	<b>43.449.437</b>	<b>53.712.882</b>	<b>63.886.307</b>	<b>72.583.929</b>
<b>Yıllık Değişim</b>		25,9%	61,3%		190,7%	205,1%	29,0%	32,9%	23,6%	18,6%	14,0%
<b>Gelire Oranı</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,4%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,6%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>

## İNA Varsayımları

**Pazarlama gider kalemlerinin önemli bir kısmı gelire endekslenerek projekte edildi.**

**Pazarlama giderleri.** Bayilere satış hedefi nedeniyle verilen tatil, promosyon vb giderlerin yer aldığı prim giderlerinin 2023 ve sonraki yıllarda gelirin %0,9 seviyesinde olacağı öngörülmüştür. Personel giderleri hesaplanırken Şirket yönetiminin öngördüğü personel sayısı ile ortalama personel maliyeti dikkate alınmıştır. Ortalama personel maliyeti hesaplanırken 2023 yılında ilk 6 aydaki aylık maliyete Temmuz 2023'te yapılan asgari ücret zammı eklenmiştir. 2024 yılındaki ortalama personel maliyeti 2023 yılı Aralık ayında öngörülen ortalama personel maliyetine yaklaşık %40 olması beklenen asgari ücret artışı eklenerek hesaplanmıştır. İhracat giderleri kısmen sabit gider olarak ifade edilmiş olup 2023 yılından itibaren ihracat gelirinin %1,8'i kadar olacağı varsayılmıştır. 2023 yılında 1,2 milyon TL'lik reklam harcamasını öngören Şirket'in 2024 ve sonrasında gelirlerdeki büyümeyi desteklemek adına gelirinin %0,9'u kadar reklam harcaması yapacağı varsayılmıştır. Amortisman giderlerinin 2023 yılındaki seviyesinde kalacağı varsayılmışken diğer gider kalemlerinin içinde hem sabit hem de değişken giderlerin yer alması nedeniyle gelire oranının 2023 yılında %2,5, 2024 yılında %3,6 olacağı ve sonraki yıllarda bu seviyeyi koruyacağı öngörülmektedir.

Pazarlama Giderleri, TL	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
<b>Prim giderleri</b>	<b>8.451.085</b>	<b>10.090.564</b>	<b>2.675.764</b>	<b>2.386.574</b>	<b>6.050.714</b>	<b>6.050.714</b>	<b>9.125.306</b>	<b>12.389.024</b>	<b>15.917.735</b>	<b>19.399.789</b>	<b>22.691.495</b>
Yıllık Değişim		19,4%	-73,5%		153,5%	126,1%	50,8%	35,8%	28,5%	21,9%	17,0%
Gelire Oranı	5,9%	4,6%	0,9%	1,0%	1,2%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
<b>Personel giderleri</b>	<b>1.263.122</b>	<b>1.977.879</b>	<b>2.318.783</b>	<b>1.743.905</b>	<b>3.498.996</b>	<b>4.902.785</b>	<b>8.984.248</b>	<b>12.502.391</b>	<b>15.751.162</b>	<b>18.957.672</b>	<b>21.792.315</b>
PAZ Ortalama Personel Sayısı	23	29	28	29	28	28	32	32	32	32	32
Aylık Personel Maliyeti	4.577	5.684	6.901	6.682	13.885	14.592	23.396	32.558	41.019	49.369	56.751
Yıllık Değişim		24,2%	21,4%		107,8%	111,4%	60,3%	39,2%	26,0%	20,4%	15,0%
Gelire Oranı	0,9%	0,9%	0,7%	0,7%	0,7%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
<b>İhracat giderleri</b>	<b>2.718.109</b>	<b>3.622.167</b>	<b>3.575.449</b>	<b>2.540.273</b>	<b>984.996</b>	<b>1.902.871</b>	<b>4.063.947</b>	<b>5.698.833</b>	<b>7.531.192</b>	<b>9.384.170</b>	<b>11.270.316</b>
Yıllık Değişim		33,3%	-1,3%		-61,2%	-46,8%	113,6%	40,2%	32,2%	24,6%	20,1%
İhracat Gelire Oranı	17,9%	5,9%	3,5%	3,2%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
<b>Reklam giderleri</b>	<b>1.940.828</b>	<b>2.260.544</b>	<b>2.955.750</b>	<b>1.327.662</b>	<b>925.593</b>	<b>1.234.124</b>	<b>9.300.550</b>	<b>12.626.944</b>	<b>16.223.421</b>	<b>18.772.345</b>	<b>23.127.266</b>
Yıllık Değişim		16,5%	30,8%		-30,3%	-58,2%	653,6%	35,8%	28,5%	21,9%	17,0%
Gelire Oranı	1,3%	1,0%	0,9%	0,5%	0,2%	0,2%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
<b>Kargo, nakliye giderleri</b>	<b>429.203</b>	<b>815.471</b>	<b>1.734.370</b>	<b>1.297.819</b>	<b>1.104.997</b>	<b>1.395.018</b>	<b>2.103.878</b>	<b>2.856.342</b>	<b>3.669.901</b>	<b>4.472.703</b>	<b>5.231.620</b>
Yıllık Değişim		90,0%	112,7%		-14,9%	-19,6%	50,8%	35,8%	28,5%	21,9%	17,0%
Gelire Oranı	0,3%	0,4%	0,6%	0,5%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
<b>Temsil ağırlama giderleri</b>	<b>357.949</b>	<b>358.246</b>	<b>317.171</b>	<b>243.923</b>	<b>88.811</b>	<b>118.415</b>	<b>182.503</b>	<b>234.193</b>	<b>287.775</b>	<b>337.835</b>	<b>383.549</b>
Yıllık Değişim		0,1%	-11,5%		-63,6%	-62,7%	54,1%	28,3%	22,9%	17,4%	13,5%
Gelire Oranı	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Amortisman ve itfa payı giderleri</b>	<b>171.172</b>	<b>215.349</b>	<b>182.734</b>	<b>134.312</b>	<b>79.312</b>	<b>105.749</b>	<b>105.749</b>	<b>105.749</b>	<b>105.749</b>	<b>105.749</b>	<b>105.749</b>
Yıllık Değişim		23,542	15,120	6,154	25,908	34,544	53,240	68,319	83,950	98,553	111,889
Gelire Oranı	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Diğer giderler</b>	<b>989.538</b>	<b>390.625</b>	<b>746.801</b>	<b>571.684</b>	<b>568.920</b>	<b>718.240</b>	<b>1.083.205</b>	<b>1.470.619</b>	<b>1.889.489</b>	<b>2.302.821</b>	<b>2.693.558</b>
Yıllık Değişim		-60,5%	91,2%		-0,5%	-3,8%	50,8%	35,8%	28,5%	21,9%	17,0%
Gelire Oranı	0,7%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Toplam Pazarlama Gideri, TL</b>	<b>16.336.750</b>	<b>19.754.387</b>	<b>14.521.922</b>	<b>10.252.306</b>	<b>13.328.247</b>	<b>16.462.460</b>	<b>35.002.626</b>	<b>47.952.415</b>	<b>61.460.373</b>	<b>74.831.638</b>	<b>87.407.756</b>
Yıllık Değişim		20,9%	-26,5%		20,9%	13,4%	112,6%	37,0%	28,2%	21,8%	16,8%
Gelire Oranı	11,3%	9,1%	4,6%	4,2%	2,6%	2,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
<b>Toplam Faaliyet Giderleri, TL</b>	<b>20.426.593</b>	<b>24.901.800</b>	<b>22.823.546</b>	<b>16.629.252</b>	<b>31.868.044</b>	<b>41.791.528</b>	<b>67.688.607</b>	<b>91.401.852</b>	<b>115.173.255</b>	<b>138.517.945</b>	<b>159.991.685</b>
Yıllık Değişim		21,9%	-8,3%		0,0%	83,1%	62,0%	35,0%	26,0%	20,3%	15,5%
Gelire Oranı	14,1%	11,5%	7,3%	6,9%	6,2%	6,4%	6,9%	6,8%	6,7%	6,6%	6,5%

İNA Varsayımları

2023 yılında EBITDA'da 2022'ye göre %74 büyüme beklenmekte

Şirket önden sipariş aldığı için pandemi 2020 yerine 2021'de daha etkili olmuştur

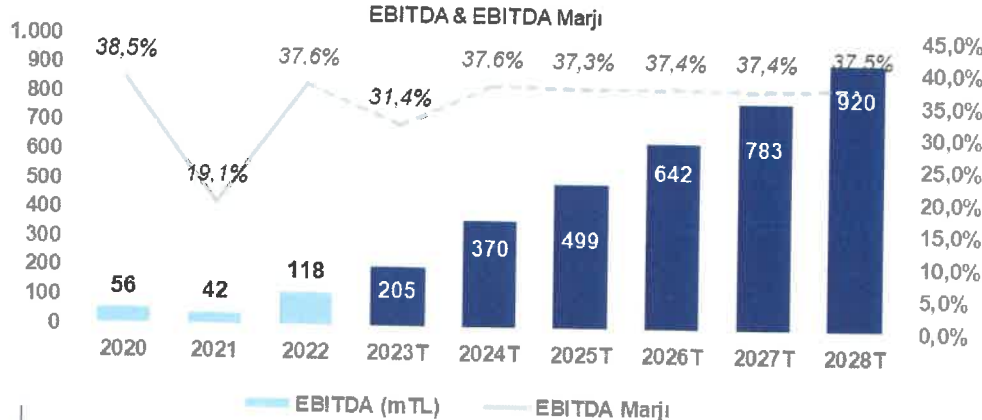
EBITDA marjı projeksiyon döneminde 2020 ve 2022 yıllarındaki seviyelerin hafif altında dengelenmekte

Şirket 2024 EBITDA tahmini için yatırımcılara taahhütte bulunmuştur

**EBITDA gelişimi.** Şirket 2020, 2021, 2022 yıllarında sırasıyla 55,5 mn TL, 41,5 mn TL ve 117,7 mn TL EBITDA üretmiştir. 2023/09'da ise 158,8 mn TL EBITDA ile önceki senenin aynı dönemine göre %122'lik büyüme yakalanmıştır. 2023/09'da son 4 çeyrek EBITDA kalemi 204,9 mn TL olarak kaydedilirken 2023/09-2020 arasında EBITDA'da yıllık bileşik büyüme oranı %60,7 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında pandeminin etkisiyle dünyadaki ticari faaliyetlerin olumsuz etkilenmesi, taşıma maliyetlerinin artması, yurt içinde döviz kurunda yükselişler sonucu hammadde tedarikinde yaşanan sorunlar ve tüketici algısında yaşanan değişimler nedenleriyle 2021 yılında EBITDA %25 azalmıştır. Pandemi süresince Türkiye genelinde yaşanan hammadde tedarik sıkıntısı sebebiyle, halı sektöründe iplik tedarigi zorlaşmış; buna rağmen üretim metrekareleri artırılarak, hasılatla düşüş yaşanmamıştır. 2021'de yeni ihracat pazarlarına girebilmek adına kar marjından feragat edilmesi de bu durumda etkili olmuştur. 2022 yılında pandeminin etkilerinin azalması ve tedarik zincirindeki rahatlamaya rağmen yüksek seyreden enflasyon kaynaklı satış hacmi azalırken birim fiyatlarda yaşanan yükseliş neticesinde gelirlerde yükseliş kaydedilmiştir. 2020 yılında 55,6 milyon TL EBITDA üretmiş olan Şirket'in EBITDA marjı %38,5 kaydedilmiştir. 2021 yılında EBITDA rakamı 41,5 milyon TL'ye ve EBITDA marjı da %19,1'e gerilemiştir. 2022 yılında yaşanan toparlanma ile EBITDA %183 artarken EBITDA marjı %37,6 kaydedilmiştir. 2023'ün ilk 9 ayında asgari ücrette yapılan artışa ve yüksek enflasyona nazaran döviz kurlarının görece stabil kalmasının yanında Şubat ayında yaşanan depremin ihracat lojistiği için önemli olan Mersin ve İskenderun limanlarında sevkiyat sorunlarına neden olması sebebiyle EBITDA marjı %30,7 kaydedilirken EBITDA tutarı 2022'nin aynı dönemine göre gelirlerde yaşanan %114'lük artışla %122 yükselerek 158,8 milyon TL kaydedilmiştir. 2023'ün ikinci yarısında ilk yarıya göre yüksek seyreden döviz kurları toplam satış miktarı içerisinde %20'lik paya sahip ihracat performansına olumlu yansımakta olup yurtiçinde bazı önemli oyuncuların çekilmesinin yurtiçi satış performansını olumlu etkilemesiyle 2023 EBITDA beklentisi 205 milyon TL ve EBITDA marjı beklentisi %31,4 seviyesindedir. Sonraki yıllarda mevcut durumda %60-65 bandında olan KKO'nun yükseleceği beklentisiyle yaşanan reel büyüme ve karlılığı düşük olan ticari ürün satışlarının toplam gelirlerdeki payının azalacak olmasının etkisiyle EBITDA marjının 2020 ve 2022 seviyeleri olan %38-39 bandının hafif altında %37,3-%37,6 bandına oturması beklenmektedir.

Faaliyet Karı/EBITDA, TL	2020	2021	2022	2022/09	2023/09	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Faaliyet Karı	50.221.476	33.490.873	105.114.509	62.349.657	145.486.775	188.464.758	357.327.508	485.667.777	628.324.585	767.800.670	903.727.917
Yıllık Değişim		-33,3%	213,9%		174,1%	79,3%	89,6%	35,9%	29,4%	22,2%	17,7%
Faaliyet Kar Marjı	34,8%	15,4%	33,6%	25,7%	28,1%	28,9%	36,3%	36,3%	36,6%	36,7%	36,9%
Toplam Amortisman Giderleri	5.334.801	8.053.590	12.579.508	9.246.089	13.296.906	16.425.335	12.907.791	13.442.810	14.130.215	14.967.992	15.947.922
EBITDA	55.556.277	41.544.463	117.694.017	71.595.746	158.783.681	204.890.093	370.235.299	499.110.587	642.454.800	782.768.663	919.675.838
Yıllık Değişim		-25,2%	183,3%		153,3%	74,1%	80,7%	34,8%	28,7%	21,8%	17,5%
EBITDA Marjı	38,5%	19,1%	37,6%	29,6%	30,7%	31,4%	37,6%	37,3%	37,4%	37,4%	37,5%
TFRS 16 Kıra Giderleri, TL											
Ofis Binası için Ödenen Kıra					339.600	452.400	747.593	1.040.343	1.310.678	1.577.496	1.813.371
Üretim Tesisi İçin Ödenen Kıra	3.130.451	3.135.819	3.135.819	2.351.864	7.017.453	9.356.604	15.502.946	21.573.747	27.179.726	32.712.783	37.604.158

2024 yılından itibaren kar marjı düşük ticari mal satışlarının ciro payının azalması ve artan kapasite kullanım oranı ile sağlanan ölçek ekonomisi sayesinde EBITDA marjının 2020-2022 yıllarındaki seviyenin hafif altında dengelenmesi beklenmektedir.



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri





Piyasa Çarpanları Yurtiçi Çarpanlar

**BIST Tekstil ve BIST Sınai endeks çarpanları ile sırası ile 1.237 mn TL ve 1.637 mn TL piyasa değerine ulaşılmıştır.**

**BIST Sınai ve BIST Tekstil çarpanları baz alındı.** BIST'te yer alan şirketler incelenmiş ve ana faaliyet alanı halı üretimi olan tek şirket olarak Royal Halı tespit edilmiştir. Bununla birlikte Royal Halı yakın izleme pazarında işlem gördüğünden benzer şirket tespitinde dikkate alınmamıştır. Şirket ile birebir aynı alanda faaliyet gösteren bir şirket tespit edilememesi nedeniyle Şirket'in bir üretim şirketi olduğu göz önünde bulundurularak BIST Sanayi endeksindeki şirketler ve Şirket'in tekstil sektöründe faaliyet gösteriyor olması nedeniyle BIST Tekstil Endeksindeki şirketler benzer şirketler olarak kullanılmıştır. Her iki endeksten de ayrı ayrı değer tespiti yapılmış ve çarpan metodunda değer tespit edilirken söz konusu her iki değere de ağırlık verilmiştir. Uç değerlemeleri elemine etmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına yurtdışı şirketlerin EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Değer tespitinde F/K ve EV/EBITDA çarpanları kullanılmış olup her ikisine %50'şer ağırlık verilmiştir. Nihai değere ulaşılırken çarpanlardan gelen değere yatırım amaçlı gayrimenkul değeri eklenmiştir. PD/DD ve EV/Net Satış rasyoları faaliyet karlılığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri nedeniyle çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

BIST Tekstil Endeksi		5 Aralık				Net Satış Artışı		EBITDA Artışı		2023/09	2023/09	2023/09
BIST Kodu	Şirket Adı	PD (Milyon TL)	EV/ EBITDA 2023/09	EV/ Satışlar 2023/09	F/K 2023/09	PD/DD 2023/09	2020-2023/09 YBBO(%)	2020-2023/09 YBBO(%)	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak	
ATEKS	Akın Tekstil	2.780	61,3	2,4	14,8	2,2	70,4%	7,8%	4,0%	7,98	0,34	
ARSAN	Arsan Tekstil	2.337	30,4	3,0	3,0	1,3	24,0%	-4,3%	9,8%	(17,11)	(0,46)	
BLCYT	Bilici Yatırım	1.677	7,3	2,7	3,8	1,3	61,6%	18,0%	36,5%	(2,61)	(0,35)	
BOSSA	Bossa	7.059	16,6	2,6	7,0	2,9	76,7%	20,9%	15,8%	3,31	0,73	
DAGI	Dagi Giyim	1.173	17,0	2,0	(1.281,3)	3,8	119,3%	185,9%	11,5%	6,38	2,25	
DERIM	Derimod	884	5,5	0,4	15,1	5,1	111,6%	143,3%	8,1%	(0,08)	(0,08)	
DESA	Desa Deri	5.091	8,9	2,4	9,6	5,2	112,9%	147,2%	27,1%	(1,20)	(0,62)	
ENSRI	Ensari Deri Gıda	2.890	35,1	12,9	55,4	11,1	74,5%	66,9%	36,8%	3,29	1,15	
HATEK	Hatay Tekstil	937	132,9	2,3	146,0	1,5	36,8%	-66,4%	1,7%	40,04	0,66	
ISSEN	İşbir Sentetik Dokuma	5.263	17,0	2,7	20,8	3,1	59,5%	24,4%	16,0%	1,70	0,35	
KRTEK	Karsu Tekstil	1.040	8,8	1,2	6,1	1,8	62,4%	15,4%	13,6%	2,42	0,70	
KORDS	Kordsa Teknik Tekstil	16.224	13,5	1,1	86,1	1,4	81,7%	28,1%	8,0%	4,90	0,80	
LUKSK	Lüks Kadife	2.282	44,0	8,6	25,0	6,4	50,2%	14,2%	19,7%	3,07	0,48	
MEGAP	Mega Polietilen	1.243	5,3	0,7	6,0	2,0	105,4%	234,3%	13,0%	1,59	0,85	
MNDRS	Menderes Tekstil	2.717	5,4	1,0	4,3	0,6	40,5%	61,4%	18,4%	2,23	0,45	
RODRG	Rodrigo Tekstil	444	66,5	9,5	(623,0)	11,5	47,6%	525,4%	14,3%	1,00	0,18	
RUBNS	Rubenis Tekstil	2.064	10,6	1,9	13,0	1,9	84,9%	50,8%	17,9%	0,57	0,11	
SKTAS	Söktaş	1.245	6,6	1,5	(7,1)	1,9	72,8%	22,8%	23,4%	1,96	0,81	
SUNTK	Sun Tekstil	7.575	10,3	1,4	10,6	3,9	65,6%	43,4%	13,9%	(0,12)	(0,04)	
YATAS	Yataş	4.407	5,6	0,7	10,2	3,0	83,4%	80,1%	13,1%	1,95	1,61	
YUNSA	Yünsa	4.377	7,1	2,5	7,4	2,9	91,1%	228,8%	34,4%	(0,07)	(0,03)	
Ortalama		3.510	9,7	1,8	12,1	2,2	73,0%	88,0%	17,0%	2,9	0,5	
Medyan		2.337	8,76	1,9	10,4	1,9	72,8%	43,4%	14,3%	1,9	0,4	
Minimum		444	5,3	0,4	(1.281,3)	0,6	24,0%	-66,4%	1,7%	-17,1	-0,6	
Maksimum		16.224	132,9	12,9	146,0	11,5	119,3%	525,4%	36,8%	40,0	2,3	
Artemis		1.237	8,8	2,7	10,4	3,7	75,4%	68,5%	34,8%	1,6	1,0	

BIST Sınai Endeksi		5.12.2023				Net Satış Artışı		EBITDA Artışı		2023/09	2023/09	2023/09
BIST Kodu	Şirket Adı	PD (Milyon TL)	EV/ EBITDA 2023/09	EV/ Satışlar 2023/09	F/K 2023/09	PD/DD 2023/09	2020-2023/09 YBBO(%)	2020-2023/09 YBBO(%)	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak	
Ortalama		17.399	13,4	2,0	13,9	2,9	91,6%	81,5%	14,3%	0,9	0,2	
Medyan		4.293	11,6	1,9	12,7	2,9	78,2%	68,3%	14,9%	0,8	0,2	
Minimum		316	(788,1)	0,1	(1.281,3)	(116,8)	-29,1%	-74,6%	-389,3%	-42,5	-39,1	
Maksimum		298.268	1.110,1	186,9	23.738,4	1.055,5	677,6%	268,8%	75,4%	40,0	7,4	
Artemis Halı		1.637	11,6	3,3	12,7	4,9	75,4%	68,5%	34,8%	1,6	1,0	

## Çarpan Değerlemesi

Çarpan yaklaşımında EV/EBITDA ve F/K çarpanı kullanılırken her ikisine %50'şer ağırlık verilmiştir.

EV/EBITDA ve F/K çarpanı kullanılmıştır. Çarpan değerlemesinde EV/EBITDA ve F/K çarpanları kullanılmış ve her ikisine %50'şer ağırlık verilere çarpan değeri tespiti gerçekleştirilmiştir. F/K'dan gelen gelen değer tespit edilirken net kardan yatırım amaçlı gayrimenkul değer artışlarından gelen tutarlar elemine edilmiştir. Çarpan değerlemesinde yatırım amaçlı gayrimenkullerin finansallar etkisi elemine edildiğinden nihai değere ulaşılırken çarpanlardan gelen değere yatırım amaçlı gayrimenkullerin değeri eklenmiştir. Yurtdışı çarpanlardan değer hesaplanırken Bloomberg'in dolar bazlı çarpanları örnekleme vermesi nedeniyle Şirket'in dolar bazlı verileri ile değer bulunmuş ve değerlendirme tarihi USD/TL kurundan piyasa değeri tespit edilmiştir.

Mn TL	Değer
<b>Artemis EBITDA 2023/09 4Ç</b>	<b>205</b>
BIST Sınai Medyan EV/EBITDA (x)	11,6
<b>BIST Sınai EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>	<b>2.380</b>
Artemis Net Borç 2023/09	329,9
<b>BIST Sınai EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>2.050</b>
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
YAG Değeri	9,6
Mn TL	Değer
<b>Artemis Normalize Net Kar (YAG Değer Artışı Hariç) 2023/09 4Ç</b>	<b>95</b>
BIST Sınai Medyan F/K (x)	12,7
<b>BIST Sınai F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>1.206</b>
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
YAG Değeri	9,6
BIST Sınai Endeksinden Gelen Nihai Piyasa Değeri	1.637

Mn TL	Değer
<b>Artemis EBITDA 2023/09 4Ç</b>	<b>205</b>
BIST Tekstil Medyan EV/EBITDA (x)	8,8
<b>BIST Tekstil Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri</b>	<b>1.796</b>
Artemis Net Borç 2023/09	330
<b>BIST Tekstil EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>1.466</b>
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
YAG Değeri	9,6
Mn TL	Değer
<b>Artemis Normalize Net Kar (YAG Değer Artışı Hariç) 2023/09 4Ç</b>	<b>95</b>
BIST Tekstil Medyan F/K (x)	10,4
<b>BIST Tekstil F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri</b>	<b>989</b>
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
YAG Değeri	9,6
BIST Tekstil Endeksinden Gelen Nihai Piyasa Değeri	1.237

Mn TL	Değer
<b>Artemis EBITDA 2023/09 4Ç (mTL)</b>	<b>205</b>
01.10.2022-30.09.2023 Ortalama USD/TL	21,21
<b>Artemis EBITDA 2023/09 4Ç (mUSD)</b>	<b>9,7</b>
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	7,4
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri (mUSD)</b>	<b>72</b>
Artemis Net Borç 2023/09, mTL	330
30.09.2023 USD/TL Kapanış Kuru	27,4
Artemis Net Borç 2023/09, mUSD	12,0
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (USD)</b>	<b>60</b>
05.12.2023 USD/TL Kapanış Kuru	28,85
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (mTL)</b>	<b>1.738</b>
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
YAG Değeri TL	9,6
YAG Değeri USD	0,3
Mn TL	Değer
<b>Artemis Normalize Net Kar 2023/09 4Ç (mTL)</b>	<b>95</b>
01.10.2022-30.09.2023 Ortalama USD/TL	21,21
<b>Artemis Normalize Net Kar 2023/09 4Ç (mUSD)</b>	<b>4,5</b>
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan F/K (x)	8,1
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler F/K (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (USD)</b>	<b>37</b>
05.12.2023 USD/TL Kapanış Kuru	28,85
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (TL)</b>	<b>1.058</b>
F/K (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	50%
YAG Değeri TL	9,6
YAG Değeri USD	0,3
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri	1.398

## Nihai Değer

1.268 mn TL iskonto sonrası  
halka arz piyasa değeri

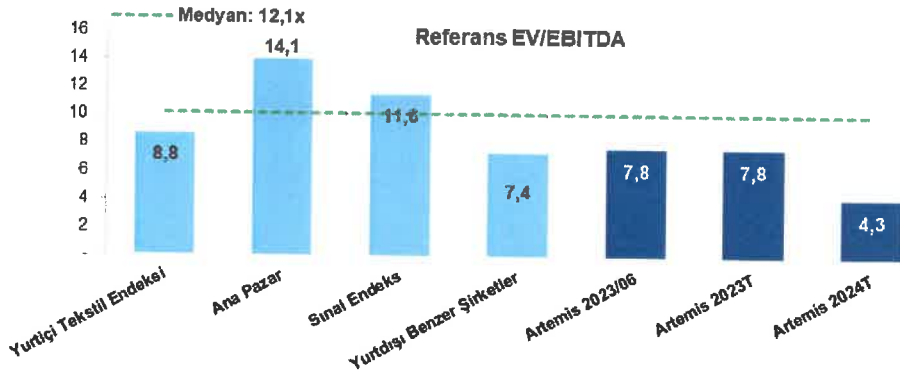
Halka arz piyasa değeri 2023/09  
son 4 çeyrek EBITDA ve net kar  
verisine göre 7,8x EV/EBITDA ve  
12,5x F/K çarpanına işaret  
etmektedir

7,8x Cari EV/EBITDA. Nihai değerde Şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz İNA'ya %50 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerinde dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir. Şirket'le birebir aynı işi yapan ve BİST'te işlem gören bir şirket bulunmaması sebebiyle Şirket'in halka arz sonrası yer alacağı Tekstil Endeksi ve Sınai Endeks çarpanlarından değer hesaplanmış ve Tekstil Endeksi'nden hesaplanan değeri %20 Sınai Endeks'ten hesaplanan değere %10 ağırlık verilmiştir. Yurtdışında borsalarda işlem gören ve Artemis Halı'yla benzer faaliyette bulunan şirket çarpanlarına ise %20 ağırlık verilmiştir. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre halka arz fiyatı belirlenirken tespit edilen değere %20,4 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Şirket için halka arz iskontosu sonrası 1.268 mn TL piyasa değeri ve pay başı 25,35 TL değer tespit edilmiştir. Bulunan değer cari 7,8x EV/EBITDA ve 12,5x F/K çarpanlarına işaret ederken Şirket için daha normalize bir dönem olan 2023'ün tamamında öngörülen EBITDA'ya (204,9 milyon TL) göre çarpan ise 7,8x hesaplanmaktadır. Şirket gelirlerinin bir kısmının döviz cinsinden olması ve Haziran-Temmuz 2023 kur hareketinin tam etkisinin 2024'e yansiyacak olması, %60-65 bandında yer alan kapasite kullanım oranının yükseleceği beklentisi, ihracat ve imalat faaliyetleri sebebiyle Şirket'in marka bilinirliğinin yüksek olması ve 2024 yılı EBITDA beklentisi için Şirket'in taahhütte bulunması 2023 sonu için tespit edilen 7,8x EV/EBITDA çarpanını makul kılmaktadır.

Değerleme Özeti	Değer (mTL)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
<b>Metodolojiler</b>			
İNA	1.802	50,0%	36,03
BİST Tekstil Endeksi	1.237	20,0%	24,74
BİST Sınai Endeks	1.637	10,0%	32,75
Yurtdışı Benzerler	1.398	20,0%	27,96
<b>İskonto Öncesi Değer</b>	<b>1.592</b>	<b>100%</b>	<b>31,83</b>
Halka Arz İskontosu	-20,4%		
<b>Halka Arz Piyasa Değeri</b>	<b>1.268</b>		<b>25,35</b>

Değer Çarpanları	2023/09	2023T	2024T
EV/EBITDA	7,8	7,8	4,3
F/K	12,5	m.d.	m.d.
EV/Net Satış	2,5	2,3	1,5
PD/DD	3,8	m.d.	m.d.

Halka arz değeri ve Şirket'in 2023 - 2024 EBITDA rakamlarına göre EV/EBITDA çarpanları



Kaynak: Bloomberg & Finnet

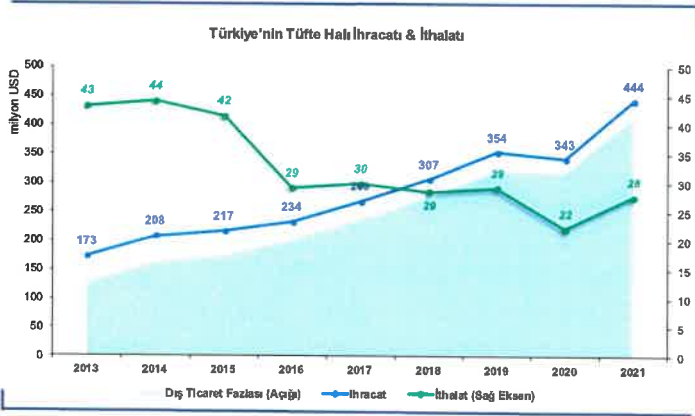


Sektör

**Türkiye %5,9 payla dünyanın en büyük altıncı tüfte halı tedarikçisi olup 2021 yılında Türkiye'nin tüfte halı ihracatı %29,3 oranında artmıştır**

**Türkiye'nin Tüfte Halı Dış Ticareti.** Ülkemizin tüfte halı ihracatında 2013-2021 yılları arasında değer bazında Kovid-19 pandemisinin başladığı 2020 yılı haricinde artış yaşanmıştır. 2021 yılında bir önceki yıla göre tüfte halı ihracatımız değer bazında %29,3 oranındaki artışla yaklaşık 444 milyon dolara yükselmiştir. Ülkeler bazında tüfte halısı ihracatımız incelendiğinde ise; en fazla tüfte halı ihraç ettiğimiz ülkeler İngiltere, ABD, Irak, Libya olarak sıralanmakta olup, söz konusu ülkelerin tüfte halı ihracatımızdan aldıkları paylar ise sırasıyla; %19,7, %16,7, %16,3, %4,7 düzeyindedir. Ülkemizin tüfte halı ithalatı dalgalı bir seyir izlemekte olup, tüfte halı ithalatımız 2021 yılında 2020 yılına göre %25 oranında artarak 27,7 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Ülkeler bazında tüfte halı ithalatımız incelendiğinde ise; en fazla ithalat Hollanda, Belçika ve Sırbistan'dan yapılmış olup, söz konusu ülkelerin tüfte halı ithalatımızdan aldıkları paylar ise sırasıyla; %35,9, %21,3 ve %12,3 düzeyindedir. Anılan ülkelere yapmış olduğumuz tüfte halı ithalatı, toplam sektör ithalatımızın yaklaşık %70'ini oluşturmaktadır.

**Dünyada Tüfte Halı Dış Ticareti.** Dünya tüfte halı ithalatı, 2021 yılında %21,6 oranında artarak yaklaşık 7,1 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında en fazla ithalat yapan ülke ABD olup, dünya ithalatının %15,8'ini tek başına gerçekleştirmektedir. ABD'yi %12 ile Birleşik Krallık ve %7,5 payla Almanya takip etmektedir. Dünya tüfte halı ihracatının 2021 yılı itibarıyla %19,2'sini Çin, %13,5'ini Hollanda, %12,9'unu Belçika, %10,2'sini Hindistan ve %7'sini ABD gerçekleştirmiştir. Söz konusu beş ülke, dünya tüfte halı ihracatının %62,8'ini gerçekleştirmektedir. Türkiye ise %5,9 payla dünyanın en büyük altıncı tüfte halı tedarikçisi olup 2021 yılında Türkiye'nin tüfte halı ihracatı %29,3 oranında artmıştır.



Kaynak: Ticaret Bakanlığı İhracat Genel Müdürlüğü,  
[https://ticaret.gov.tr/data/5b87000813b8761450e18d7b/Hali\\_Sektoru.pdf](https://ticaret.gov.tr/data/5b87000813b8761450e18d7b/Hali_Sektoru.pdf)

Türkiye'nin Tüfte Halı İhracatının Ülkeler Bazında Kırılımı						
No	Ülke	2019	2020	2021	Değişim (2020-2021)	Pay (2021)
1.	İngiltere	69.043.901	70.456.007	87.202.115	23,8%	19,7%
2.	ABD	35.546.955	46.000.857	74.096.632	61,1%	16,7%
3.	İrak	44.747.105	35.881.217	72.510.497	102,1%	16,3%
4.	Libya	27.718.173	20.221.968	20.628.670	2,0%	4,7%
5.	Kuveyt	10.200.063	12.792.573	15.049.380	17,6%	3,4%
İlk 5 Ülke		187.256.197	185.352.622	269.487.294	45,4%	60,8%
Toplam		354.140.277	343.021.555	443.565.025	29,3%	100,0%

Türkiye'nin Tüfte Halı İthalatının Ülkeler Bazında Kırılımı						
No	Ülke	2019	2020	2021	Değişim (2020-2021)	Pay (2021)
1.	Hollanda	9.598.031	6.339.679	9.963.408	57,2%	35,9%
2.	Belçika	4.474.441	3.490.612	5.896.004	68,9%	21,3%
3.	Sırbistan	3.293.796	3.006.412	3.409.456	13,4%	12,3%
4.	Çin	3.578.913	2.532.932	2.277.737	-10,1%	8,2%
5.	Avusturya	1.400.268	1.742.201	1.598.819	-8,2%	5,8%
İlk 5 Ülke		22.345.449	17.111.836	23.145.424	35,3%	83,5%
Toplam		29.205.523	22.184.637	27.727.973	25,0%	100,0%

Dünya Tüfte Halı İhracatı (bin USD)						
No	Ülke	2019	2020	2021	Değişim (2020-2021)	Pay (2021)
1.	Çin	1.417.486	1.346.083	1.438.078	6,8%	19,2%
2.	Hollanda	920.952	862.706	1.016.457	17,8%	13,5%
3.	Belçika	992.483	842.131	969.531	15,1%	12,9%
4.	Hindistan	534.325	549.055	764.634	39,3%	10,2%
5.	ABD	686.088	531.803	526.800	-0,9%	7,0%
6.	Türkiye	354.163	343.022	443.596	29,3%	5,9%
7.	Almanya	323.563	287.054	296.512	3,3%	3,9%
8.	Vietnam	143.689	242.623	273.420	12,7%	3,6%
9.	Birleşik Krallık	192.499	163.271	159.014	-2,6%	2,1%
10.	Polonya	123.516	120.245	132.891	10,5%	1,8%
11.	Danimarka	144.641	105.062	130.908	24,6%	1,7%
12.	Fransa	139.325	116.643	116.080	-0,5%	1,5%
13.	BAE	101.398	93.449	102.814	10,0%	1,4%
14.	İtalya	88.649	72.203	94.384	30,7%	1,3%
15.	Tayland	122.838	96.330	93.647	-2,8%	1,2%
İlk 15 Ülke		6.285.615	5.771.680	6.558.766	13,6%	87,4%
Diğer		917.569	812.254	949.762	16,9%	12,6%
Genel Toplam		7.203.184	6.583.934	7.508.528	14,0%	100,0%

Dünya Tüfte Halı İthalatı (bin USD)						
No	Ülke	2019	2020	2021	Değişim (2020-2021)	Pay (2021)
1.	ABD	853.729	832.234	1.127.046	35,4%	15,8%
2.	Birleşik Krallık	773.484	636.522	854.624	34,3%	12,0%
3.	Almanya	551.717	538.731	534.978	-0,7%	7,5%
4.	Kanada	530.046	443.094	475.084	7,2%	6,7%
5.	Fransa	215.795	200.746	268.534	33,8%	3,8%
6.	Hollanda	196.957	178.955	267.622	49,5%	3,7%
7.	Japonya	261.913	242.398	252.269	4,1%	3,5%
8.	Avustralya	250.760	232.576	236.477	1,7%	3,3%
9.	İspanya	120.585	114.148	166.524	45,9%	2,3%
10.	Suudi Arabistan	147.684	150.265	154.695	2,9%	2,2%
11.	Polonya	119.235	115.676	137.715	19,1%	1,9%
12.	Çekya	142.515	120.296	123.372	2,6%	1,7%
13.	Rusya Fed.	114.322	104.934	121.864	16,1%	1,7%
14.	Belçika	119.705	106.852	119.853	12,2%	1,7%
15.	İsviçre	122.973	90.065	118.247	31,3%	1,7%
İlk 15 Ülke		4.521.420	4.107.492	4.958.904	20,7%	69,5%
Diğer		2.072.175	1.762.939	2.178.110	23,5%	30,5%
Genel Toplam		6.593.595	5.870.431	7.137.014	21,6%	100,0%

Sektör

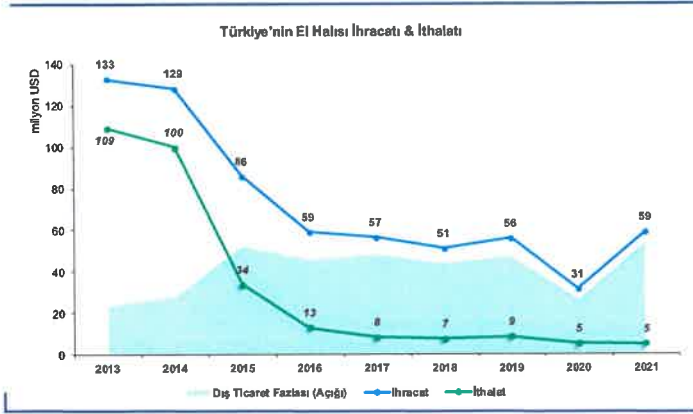
**En fazla el halısı ihraç ettiğimiz ülkeler ABD, İtalya ve Almanya olarak sıralanmakta**

**Dünya el halısı ihracatı 2021 yılında %16,4 oranında artarak 1,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir**

**Türkiye'nin El Halısı Dış Ticareti.** Ülkemizin el halısı ihracatı dalgalı bir seyir izlemekte olup, kriz dönemlerinden bağımsız olarak artış ve azalışlar göstermektedir. Türkiye'nin el halısı ihracatı 2013 yılında 133 milyon dolarken, 2019 yılına kadar ihracat sürekli gerilemiştir. 2011 – 2018 yılları arasında Türkiye'nin el halısı ihracatı %61 oranında gerilemiştir. Aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere, 2019 yılında el halısı ihracatımız 2018 yılına göre değer bazında ise %9,5 oranındaki artışla 56,1 milyon dolara ile yükselmiştir. 2021 yılında el halısı ihracatımız bir önceki yıla oranla %88,3 oranında artarak 59,2 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Ülkeler bazında el halısı ihracatımız incelendiğinde ise; en fazla el halısı ihraç ettiğimiz ülkeler ABD, İtalya ve Almanya olarak sıralanmakta olup, söz konusu ülkelerin el halısı ihracatımızdan aldıkları paylar ise sırasıyla; %52,9, %4,4, ve %3,6 düzeyindedir. 2021 yılında Türkiye'nin en fazla el halısı ihracatı gerçekleştirdiği ülke konumundaki ABD'ye ihracat %197,7 oranında artarak yaklaşık 31,3 milyon dolar değerinde gerçekleşmiştir. Bu dönemde Türkiye'nin Avustralya'ya ihracatındaki artış oranı dikkat çekicidir. En fazla el halısı ihracatı gerçekleştirdiğimiz ilk on beş ülke içerisinde 2021 yılında ihracatımızda en fazla gerileme olan ülke ise %13,6 oranında gerileme ve 747 bin dolar değerinde ihracatla Çekya olmuştur. Ülkemizin el halısı ithalatı 2013 yılında beri farklı oranlarda, 2019 yılı hariç, sürekli bir düşüş halinde gerçekleşmektedir. Diğer yandan, 2021 yılında sektör ithalatı değer bazında, bir önceki yıla oranla %5,8 oranında azalarak 4,9 milyon dolar değerinde gerçekleşmiştir. Ülkeler bazında el halısı ithalatımız incelendiğinde ise; en fazla ithalat Pakistan, Hindistan, Çin gerçekleştirilmekte olup, söz konusu ülkelerin el halısı ithalatımızdan aldıkları paylar ise sırasıyla; %29,6 %16,9 ve %9,6 düzeyindedir. Anılan ülkelere gerçekleştirilmiş olduğumuz el halısı ithalatı, toplam el halısı ithalatımızın %56'sını oluşturmaktadır.

**Dünyada El Halısı Dış Ticareti.** Dünya el halısı ihracatı 2021 yılında %16,4 oranında artarak 1,2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Hindistan dünya el halısı ihracatının %28,7'sini tek başına karşılamaktadır. Dünya el halısı ithalatı 2021 yılı itibarıyla %43,2'sini ABD, %7'sini Almanya, %5,9'unu Birleşik Krallık gerçekleştirmiştir. Söz konusu üç ülke, dünya el halısı ithalatının %56,1'ini gerçekleştirmektedir.

INFO  
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Saray Mh. D. Sadıhan Büyükdere Cd. Cessas  
Plaza 2. Blok No:4 K:7 Etiler Beşiktaş/İST.  
Tel: 0212 319 26 00 Fax: 0212 332 12 75  
Boğaziçi Kurumlar V.D. 478 0036 787  
Mersis No: 0478003678700011 Tic.Sic.No: 271081



Kaynak: Ticaret Bakanlığı İhracat Genel Müdürlüğü,  
[https://ticaret.gov.tr/data/5b87000813b8761450e18d7b/Hali\\_Sektoru.pdf](https://ticaret.gov.tr/data/5b87000813b8761450e18d7b/Hali_Sektoru.pdf)

Türkiye'nin El Halısı İhracatının Ülkeler Bazında Konumu						
No	Ülke	2019	2020	2021	Değişim (2020-2021)	Pay (2021)
1.	ABD	15.758.232	10.527.227	31.336.229	197,7%	52,9%
2.	İtalya	2.092.045	1.319.704	2.595.786	96,7%	4,4%
3.	Almanya	2.565.284	1.857.277	2.113.479	13,8%	3,6%
4.	Fransa	887.900	1.054.457	1.961.579	86,0%	3,3%
5.	İrak	709.684	710.517	1.137.086	60,0%	1,9%
İlk 5 Ülke		22.013.145	15.469.182	39.144.159	153,0%	66,1%
Toplam		56.115.233	31.426.026	59.182.778	88,3%	100,0%

Türkiye'nin El Halısı İthalatının Ülkeler Bazında Konumu						
No	Ülke	2019	2020	2021	Değişim (2020-2021)	Pay (2021)
1.	Pakistan	1.568.481	651.312	1.440.875	121,2%	29,6%
2.	Hindistan	2.192.143	1.121.335	822.721	-26,6%	16,9%
3.	Çin	718.440	1.371.933	469.029	-65,8%	9,6%
4.	Almanya	188.431	124.447	440.925	254,3%	9,1%
5.	Afganistan	686.600	710.335	409.956	-42,3%	8,4%
İlk 5 Ülke		5.354.095	3.979.362	3.583.506	-9,9%	73,7%
Toplam		8.561.782	5.162.383	4.863.726	-5,8%	100,0%

Dünya El Halısı İhracatı (bin USD)						
No	Ülke	2019	2020	2021	Değişim (2020-2021)	Pay (2021)
1.	Hindistan	348.510	320.917	336.832	5,0%	28,7%
2.	Mısır	183.723	152.692	174.295	14,1%	14,9%
3.	İran	79.431	77.972	80.186	2,8%	6,8%
4.	Pakistan	85.958	53.338	78.273	46,7%	6,7%
5.	Nepal	67.148	53.307	69.877	31,1%	6,0%
6.	Çin	54.248	39.197	62.972	60,7%	5,4%
7.	Türkiye	56.119	31.426	59.189	88,3%	5,1%
8.	İtalya	30.607	24.319	38.622	58,8%	3,3%
9.	ABD	32.601	45.488	29.854	-34,4%	2,5%
10.	Almanya	33.014	31.935	29.119	-8,8%	2,5%
11.	Danimarka	17.605	21.583	25.770	19,4%	2,2%
12.	Fas	20.426	17.755	23.349	31,5%	2,0%
13.	Afganistan	24.890	12.120	19.596	61,7%	1,7%
14.	İsveç	8.692	10.108	15.726	55,6%	1,3%
15.	Birleşik Krallık	19.667	10.265	15.053	46,8%	1,3%
İlk 15 Ülke		1.042.639	902.422	1.058.713	17,3%	90,3%
Diğer		102.617	104.130	113.117	8,6%	9,7%
Genel Toplam		1.145.256	1.006.552	1.171.830	16,4%	100,0%

Dünya El Halısı İthalatı (bin USD)						
No	Ülke	2019	2020	2021	Değişim (2020-2021)	Pay (2021)
1.	ABD	442.644	377.606	479.874	27,1%	43,2%
2.	Almanya	80.854	70.494	78.261	11,0%	7,0%
3.	Birleşik Krallık	61.992	53.378	64.986	21,8%	5,9%
4.	Japonya	39.386	26.313	33.994	29,2%	3,1%
5.	İsveç	28.685	25.533	32.938	29,0%	3,0%
6.	Kanada	33.386	29.359	31.532	7,4%	2,8%
7.	Fransa	24.086	22.995	30.332	31,9%	2,7%
8.	İtalya	27.031	20.001	30.330	51,6%	2,7%
9.	BAE	12.914	7.803	26.753	251,9%	2,4%
10.	Danimarka	13.813	15.325	25.411	65,8%	2,3%
11.	Avustralya	18.341	17.831	24.698	38,5%	2,2%
12.	İsveç	15.776	13.433	24.189	80,1%	2,2%
13.	Austurya	17.613	14.290	19.574	37,0%	1,8%
14.	Hollanda	15.553	12.928	17.990	39,2%	1,6%
15.	Norveç	9.219	8.448	10.887	30,0%	1,0%
İlk 15 Ülke		841.293	715.537	931.852	30,2%	83,9%
Diğer		209.566	158.680	178.572	12,5%	16,1%
Genel Toplam		1.050.859	874.217	1.110.424	27,0%	100,0%

## Türkiye’de Halı Üretimi Sektörü S.W.O.T. Analizi



## GÜÇLÜ YÖNLER

- ✓ Geleneksel El Sanatları: Türkiye, halı dokuma konusunda zengin bir tarihe sahiptir. Usta dokumacılar ve geleneksel desenler, Türk halılarını dünya çapında aranan bir marka haline getiriyor.
- ✓ Farklı Halı Türleri: Türkiye, ipek, yün, pamuk gibi çeşitli seçeneklerle üretilen çeşitli halı türlerine sahiptir. Bu çeşitlilik, farklı pazar segmentlerine hitap etme yeteneği sağlar.
- ✓ İnsan Kaynağı ve Usta Dokumacılar: Türkiye’de halı dokuma sanatı, belli tekniklerle bir gelenek haline gelmiştir.
- ✓ Jeopolitik Konum: Türkiye, Orta Doğu, Avrupa ve Asya arasında bir köprü konumundadır. Bu yapının konumsal, ihracat ve lojistik açıdan avantajı sağlar.



## FIRSATLAR

- ✓ İhracat Potansiyeli: Türk halıları, uluslararası pazarda talep gören ürünlerdir. Yeni pazarlara açılarak ihracat artırılabilir.
- ✓ Teknolojik İyileştirmeler: Modern teknolojilerin benimsenmesi, üretim süreçlerini daha verimli hale getirilebilir ve kaliteyi artırabilir.
- ✓ İnovasyon ve Tasarım: Yaratıcı, yenilikçi ürünlerle pazarda ayrıcalık yaratılabilir.



## ZAYIF YÖNLER

- ✓ Rekabet Baskısı: Türkiye, halının ürettiği diğer ülkelerde rekabet ederken düşük maliyetten yeterince yararlanamayabilir.
- ✓ Teknolojik Altyapı: Bazı üretim tesislerinin teknolojik olarak güncellenmesi eski olabilir. Yenilikçi teknolojilerin benimsenmesi ve modernizasyon maliyeti olabilir.
- ✓ Eğitim ve Nitelikli İşgücü: Bazı sistemler, halı dokuma sanatını devam ettirecek yeterli sayıda parça dokumacı olamaz. Eğitim programları ve düzenlenmesiyle bu eksiklikler giderilebilir.



## TEHDİTLER

- ✓ Yükselen Maliyetler: Ham madde fiyatları, enerji maliyetleri ve maliyetlerindeki artışlar, kar marjlarını olumsuz etkileyebilir.
- ✓ Yabancı Rakipler: Diğer türden halı üreticileri, benzer kalite ve fiyatta rekabet edebilir. Özellikle Uzakdoğu ülkelerindeki düşük üretim merkezleri, rekabeti artırabilir.
- ✓ Değişen Tüketici Tercihleri: Tüketicilerin moda ve stil tercihlerindeki değişiklikler, talep edilebilir. Bu nedenle hızla adapte olabilmek yeteneği önemlidir.

03.01.2024

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

INFO  
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
Saray Mh. Dr. Arifin Büyükeniz Cd. Cessas  
Plaza 2. Blok No: 11 K: 7 D: 10001 Niye/İST.  
Tel: 0212 319 20 00 Fax: 0212 319 12 75  
Büyükdere Kurumlar V.D. 478 0030 187  
MERSİS No: 0478003670700011 Tic. Sic. No: 271081

Engin Emre SEÇEN  
Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin GÜLER  
Genel Müdür Yardımcısı

