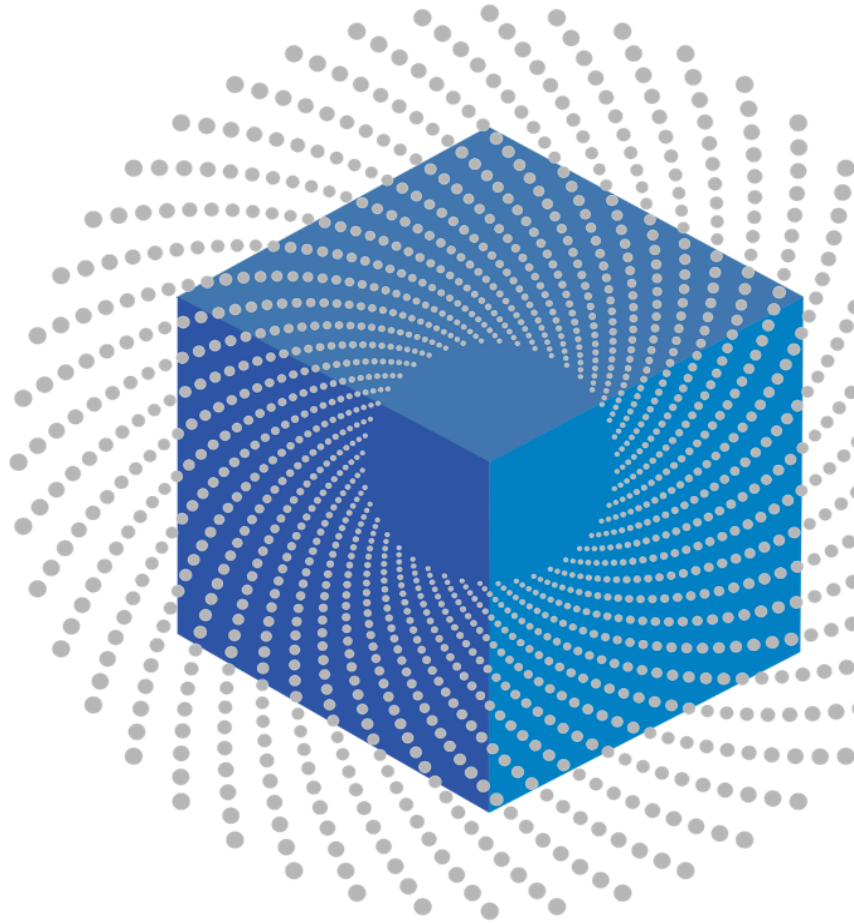


Soho Giyim ve Enerji A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

29 Haziran 2026



İçindekiler

Önemli Not	3
1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2 Şirket Hakkında Bilgi	5
3 Finansal Durum	6
4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi	7
4.1 Pazar Yaklaşımı – Piyasa Çarpanları Analizi	7
4.1.1 Yurt İçi Benzer Şirketler	7
4.1.2 Yurt Dışı Benzer Şirketler	9
4.2 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi (İNA)	10
4.3 Sonuç	12
5 Görüş	12
5.1 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)	12
5.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi	12
5.3 Sonuç	12

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("İntegral Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Soho Giyim ve Enerji A.Ş. ("Soho Giyim ve Enerji" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı 24 Haziran 2026 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Konsorsiyum Lideri	İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Satış Yöntemi	Borsa'da Satış
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	206.760.337,13 TL
Halka Açıklık Oranı	%32,60
Halka Arz Metodu	%100 Sermaye Artırımı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	100.000.000 TL
Ek Satış	Yoktur
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 1 yıl
Tahsisat Grupları	Yoktur
Fiyat İstikrarı	Brüt halka arz gelirinin %10 ile 30 gün
Halka Arz Büyüklüğü	1.500 milyon TL
Talep Toplama	30 Haziran – 1 Temmuz 2026
Halka Arz Fiyatı	15,00 TL
Bağımsız Denetçi	RSM Turkey Uluslararası Bağımsız Denetim A.Ş.

Kaynak: İzahname

Şirket'in ortaklar arasındaki pay dağılımının halka arz öncesi ve sonrası durumunu gösteren tabloya aşağıda yer verilmektedir.

Ticaret Unvanı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı
Derlüks Yatırım Holding A.Ş.	A	42.195.987,17	20,41%	42.195.987,17	13,76%
Derlüks Yatırım Holding A.Ş.	B	99.824.021,70	48,28%	99.824.021,70	32,54%
Cemal Güzeci	B	64.740.328,26	31,31%	64.740.328,26	21,10%
Halka Açık Paylar	B	-	0,00%	100.000.000,00	32,60%
TOPLAM		206.760.337,13	100,00%	306.760.337,13	100,00%

Kaynak: İzahname

Derlüks Yatırım Holding A.Ş.'nin doğrudan ortaklık yapısını gösteren tabloya aşağıda yer verilmektedir.

Ticaret Unvanı	Derlüks Yatırım Holding A.Ş.'nin Ortaklık Yapısı	
	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı
Cemal Güzeci	79.014.778,20	40,05%
Diğer	118.266.544,80	59,95%
TOPLAM	197.281.323,00	100,00%

Kaynak: İzahname

Şirket, sermaye artırımı suretiyle ihraç edilecek payların ilk halka arzından elde etmeyi planladığı ve 09.04.2025 tarih ve 2025/16 sayılı yönetim kurulu kararında da detaylandığı üzere, net halka arz gelirini aşağıda belirtilen başlıklar dahilinde kullanmayı planlamaktadır.

Fon Kullanım Yeri	Planlanan Kullanım Oranı
Mağazalaşma Yatırımları	%30
Markalaşma Yatırımları	%10
Kreasyon Yatırımları	%60
Toplam	%100

Kaynak: Fon Kullanım Yeri Raporu, İzahname

2 Şirket Hakkında Bilgi

Şirket'in esas sözleşmenin "Amaç ve Konu" başlıklı 3'üncü maddesinde özetle Şirket'in;

"Her türlü doğal deriden bay, bayan ve çocuk giyim eşyaları, giyim aksesuarları ve kullanım ürünlerinin imalatı, alım satımı, ithalat ve ihracatını yapmak.

Her türlü tekstil ürünleri, suni deri ürünleri, triko ürünleri ve dokuma ürünlerinden, giyim eşyaları almak, satmak, üretmek, ithalat ve ihracatını yapmak.

(...)

Enerji Piyasası Düzenleme Kurumundan gerekli lisans alınarak ve mevzuatına uygun olarak enerji kaynaklarının üretim tesislerinde elektrik enerjisine dönüştürülmesi için üretim tesisi kurmak, işletmeye almak, kiralamak, devralmak, kiraya vermek, elektrik enerjisi üretmek, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitenin müşterilere satışını yapmak..."

konuları ile iştigal ettiği belirtilmektedir. Şirket yukarıda yer verilen esas sözleşmesinde yer alan amaç ve konu doğrultusunda;

- Hazır Giyim Ürünleri ve
- Yenilenebilir Enerji

alanlarında faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Söz konusu faaliyet alanlarına ilişkin detaylı bilgilere aşağıda yer verilmektedir.

Hazır Giyim

Erkek deri giyim üretimi, pazarlama ve satışı alanlarında faaliyet gösteren Şirket'in bu ürün grubu bazında üretiminin gerçekleşmiş olduğu üst segment erkek deri ürünlerde geçmiş dönemlerde zig deri ve kürk ağırlıklı iken; değişen iklim koşulları ve moda sektöründe küresel anlamda zamanla değişen trendlerin etkisi ile birlikte Şirket, 2022 yılı içerisinde deri ürün grubuna ek olarak; diğer erkek giyim ürünlerini de ürün gamına ekleyerek ticari faaliyetlerini çeşitlendirmiştir.

İzahnamede yer verilen finansal tablo dönemlerinde Şirket, bünyesinde bulunan tasarım ekibi tarafından tasarlanan takım elbise, gömlek, pantolon, triko, sweatshirt, gömlek, t-shirt, alanlarında faaliyetlerini gerçekleştirmektedir.

Şirket'in koleksiyonlarını oluşturan her ürünün tasarım süreci kendi bünyesinde gerçekleştirilmekle birlikte, hammadde temin süreci gerek Şirket gerekse Şirket'in anlaşma sağladığı üreticiler tarafından yapılarak, ürünlerin üretimi Şirket'in Kazlıçeşme Mahallesi Hacı Reşit Bey Sokak Emiliano Zapata Blok No: 11 İç Kapı No: 2 Zeytinburnu/İstanbul adresinde yer alan fabrikasında ve anlaşma sağlanan üreticiler tarafından gerçekleştirilmektedir. Üretim tesisi 3.100 m² kapalı alana sahiptir. Şirket'in ayrıca Yenidoğan Mahallesi 44 Sokak No:47/1 Zeytinburnu/İstanbul adresinde 1.300 m² deposu bulunmaktadır.

Şirket'e ait koleksiyonları oluşturan ürün grupları Şirket'in kendi bünyesinde gerçekleşen tasarım süreci sonrasında Şirket'in fabrikasının yanı sıra Şirket'in kalite standartları ile uyuşan üretici firmalarda da gerçekleştirilmektedir.

Yenilenebilir Enerji

26.12.2023 tarihinde tescil edilen genel kurul kararı ile Şirket, birleşme öncesi Soho'nun %100 sahibi olan Derlüks Yatırım Holding'in %45 iştiraki konumunda olan ve kalan %55 payının da Grup'un ana ortağı Cemal Güzelci'nin sahip olduğu Toprak Yenilenebilir Enerji Sanayi Ticaret A.Ş. ile birleşerek, bünyesine Ağrı, Adıyaman, İzmir ve Şanlıurfa'da bulunan güneş enerji santrallerini katmıştır.

Soho'nun portföyünde tamamı lisanssız elektrik yönetmeliği kapsamında faaliyet gösteren ve toplam 15,32 MW güce sahip GES'ler bulunmaktadır. Santrallerin tamamının YEKDEM'den faydalanma hakkı bulunmaktadır.

3 Finansal Durum

Özet Finansal Durum Tablosu (TL)	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/03/2026
Dönen Varlıklar	1.272.849.817	2.291.838.972	2.619.023.592	2.778.018.956
Duran Varlıklar	2.113.088.132	1.889.310.097	2.437.857.697	2.435.701.989
TOPLAM VARLIKLAR	3.385.937.949	4.181.149.069	5.056.881.289	5.213.720.945
Kısa Vadeli Yükümlülükler	866.043.365	1.273.145.609	1.865.596.420	1.931.085.529
Uzun Vadeli Yükümlülükler	870.611.725	565.549.072	759.541.434	847.749.582
Özkaynaklar	1.649.282.859	2.342.454.388	2.431.743.435	2.434.885.834
TOPLAM KAYNAKLAR	3.385.937.949	4.181.149.069	5.056.881.289	5.213.720.945

Kaynak: Bağımsız Denetçi Raporu

Gelir Tablosu (TL)	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/03/2025	31/03/2026
Hasılat	2.045.896.834	2.653.335.646	3.010.469.819	756.026.280	709.615.921
Satışların Maliyeti (-)	(1.635.450.674)	(2.120.534.263)	(2.021.821.305)	(595.013.227)	(435.576.990)
BRÜT KAR (ZARAR)	410.446.160	532.801.383	988.648.514	161.013.053	274.038.931
Pazarlama Giderleri (-)	(39.491.851)	(53.120.199)	(177.922.440)	(13.538.111)	(81.456.349)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(146.055.247)	(131.595.784)	(170.847.715)	(37.532.148)	(28.094.404)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	228.714.389	219.534.536	289.278.854	61.524.647	51.703.974
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(37.711.902)	(79.101.936)	(25.121.251)	(1.619.702)	(4.774.742)
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	415.901.549	488.518.000	904.035.962	169.847.739	211.417.410
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	16.331.397	-	-	-	3.162.455
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(18.693.982)	(71.515.337)	(1.548.194)	-	-
FİNANSMAN GELİRİ (GİDERİ)	413.538.964	417.002.663	902.487.768	169.847.739	214.579.865
Finansman Gelirleri	4.736.930	777.535	263.768	47.264	163.978
Finansman Giderleri (-)	(443.955.521)	(441.643.353)	(661.796.649)	(139.838.605)	(169.503.350)
Net Parasal Pozisyon Kazançları / (Kayıpları)	212.528.558	59.387.766	(90.896.892)	17.264.366	20.993.492
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI (ZARARI)	186.848.931	35.524.611	150.057.995	47.320.764	66.233.985
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	(7.022.671)	(23.299.165)	(56.696.013)	(14.838.055)	(17.468.438)
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	(112.412.480)	72.006.218	(43.997.771)	3.089.584	(44.490.037)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI (ZARARI)	67.413.780	84.231.664	49.364.211	35.572.293	4.275.510
DÖNEM KARI/(ZARARI)	67.413.780	84.231.664	49.364.211	35.572.293	4.275.510

Kaynak: Bağımsız Denetçi Raporu

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

4.1 Pazar Yaklaşımı – Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizi yenilenebilir enerji ve hazır giyim ürünleri iş birimleri için ayrı ayrı yapılmış olup piyasa çarpanları analizinde kullanılan iki iş birimine ait verilere aşağıda yer verilmektedir.

Soho Giyim ve Enerji A.Ş. - Seçilmiş Veriler (Giyim) TL	
FAVÖK (son 12 aylık)	996.197.979
Satışlar (son 12 aylık)	2.818.622.644
Kazanç (son 12 aylık)	25.796.425
Defter Değeri	1.224.009.476
Net Borç	1.726.170.530
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	11.004.227

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Soho Giyim ve Enerji A.Ş. - Seçilmiş Veriler (Enerji) TL	
FAVÖK (son 12 aylık)	98.755.242
Satışlar (son 12 aylık)	145.436.816
Kazanç (son 12 aylık)	(7.728.997)
Defter Değeri	1.210.876.358
Net Borç	334.327.018

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1.1 Yurt İçi Benzer Şirketler

Yenilenebilir Enerji

Soho Giyim ve Enerji A.Ş.-Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları (13.05.2026)				
Şirket Kodu	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K	PD/DD
A1YEN	8,93	5,65	24,20	0,71
AHGAZ	10,41	2,98	21,24	1,48
AKENR	A.D.	4,45	A.D.	0,69
AKFYE	11,08	6,01	18,52	0,46
AKSEN	12,01	3,58	25,69	1,63
AKSUE	A.D.	32,52	A.D.	2,53
ALFAS	A.D.	2,67	288,79	3,27
ARASE	3,15	0,75	10,28	1,24
ARFYE	A.D.	11,27	A.D.	2,68
AYDEM	7,64	3,06	A.D.	0,46
AYEN	6,63	1,92	36,91	0,50
BESTE	24,51	12,28	49,60	1,29
BIGEN	A.D.	16,88	A.D.	5,63
BIOEN	A.D.	4,99	A.D.	3,01
CANTE	6,72	2,14	A.D.	0,55
CATES	11,44	0,66	4,17	0,48
CONSE	16,17	3,77	20,94	1,13
CWENE	13,05	2,60	14,74	2,57
ECOGR	13,71	4,13	56,25	1,11
ENDAE	10,81	4,75	A.D.	0,68
ENERY	9,79	1,90	14,52	1,33
ENJSA	4,33	0,83	25,08	1,38
ENTRA	9,59	6,97	A.D.	0,53
ESEN	A.D.	9,59	A.D.	0,60
GWIND	7,94	5,35	16,87	0,99

Soho Giyim ve Enerji A.Ş.-Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları (13.05.2026)				
Şirket Kodu	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K	PD/DD
HUNER	8,58	5,78	A.D.	0,77
IZENR	14,25	2,94	43,97	1,52
KLYPV	21,74	5,24	A.D.	1,55
LYDYE	A.D.	535,04	25,75	9,23
MAGEN	A.D.	130,97	A.D.	13,23
MOGAN	8,66	4,76	A.D.	0,45
NATEN	A.D.	9,33	A.D.	0,78
NTGAZ	3,92	0,90	7,85	1,40
ODAS	2,79	0,91	32,64	0,70
PAMEL	A.D.	33,26	A.D.	4,05
SMRTG	14,51	3,09	A.D.	4,51
TATEN	17,93	10,35	99,90	3,95
ZEDUR	A.D.	16,51	A.D.	0,75
ZOREN	10,11	1,89	A.D.	0,27
MEDYAN (Uç Değer Elimine)	10,11	4,75	24,64	1,24

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışmasında esas alınan yurt içi benzer şirketlerin çarpanlarının uç değerleri elimine edilmiş ortanca değerleri ile seçilmiş finansal verilerin esas alınması suretiyle, hesaplanan özkaynak değerine aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

Soho Giyim ve Enerji A.Ş. - Yurt İçi Benzer Şirket Çarpan Analizi Sonucu (Yenilenebilir Enerji)				
TL	Çarpan	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri
FD/FAVÖK	10,11	663.864.658	100,00%	663.864.658
FD/Satışlar	4,75	356.376.765	0,00%	--
Fiyat/Kazanç	24,64	(190.433.675)	0,00%	--
Piyasa Değeri/Defter Değeri	1,24	1.500.461.249	0,00%	--
Toplam Özkaynak Değeri				663.864.658

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Hazır Giyim Ürünleri

Soho Giyim ve Enerji A.Ş.-Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları (13.05.2026)				
Şirket Kodu	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K	PD/DD
ATEKS	A.D.	3,02	1,14	0,29
DAGI	7,20	1,23	A.D.	1,51
DERIM	7,57	0,34	19,57	2,79
DESA	3,75	1,16	10,72	1,46
KOTON	3,20	0,58	A.D.	1,88
MAVI	2,38	0,64	15,16	2,50
KORDS	14,07	0,98	A.D.	1,06
KRTEK	4,13	0,72	A.D.	0,48
LUKSK	A.D.	6,02	56,10	1,86
MNDRS	3,76	0,48	36,26	0,21
RODRG	A.D.	9,71	50,70	10,86
SUNTK	8,77	1,20	25,52	2,22
YUNSA	6,68	1,22	10,37	0,94
VAKKO	4,88	0,64	A.D.	1,19
HATEK	16,28	2,30	A.D.	0,59
DIRIT	A.D.	78,03	A.D.	17,33
SKTAS	A.D.	1,57	A.D.	0,75
ENSRI	A.D.	12,58	A.D.	3,51
ARSAN	11,49	21,52	A.D.	0,54

Soho Giyim ve Enerji A.Ş.-Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları (13.05.2026)				
Şirket Kodu	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K	PD/DD
SUWEN	5,41	1,03	A.D.	3,03
MEDYAN (Uç Değer Elimine)	6,05	1,21	19,57	1,48

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışmasında esas alınan yurt içi benzer şirketlerin çarpanlarının uç değerleri elimine edilmiş ortanca değerleri ile seçilmiş finansal verilerin esas alınması suretiyle, hesaplanan özkaynak değerine aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

Soho Giyim ve Enerji A.Ş. - Yurt İçi Benzer Şirket Çarpan Analizi Sonucu (Hazır Giyim Ürünleri)				
TL	Çarpan	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri
FD/FAVÖK	6,05	4.308.240.212	100,00%	4.308.240.212
FD/Satışlar	1,21	1.700.999.281	0,00%	--
Fiyat/Kazanç	19,57	515.824.478	0,00%	--
Piyasa Değeri/Defter Değeri	1,48	1.815.699.821	0,00%	--
Toplam Özkaynak Değeri				4.308.240.212

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.1.2 Yurt Dışı Benzer Şirketler

Yenilenebilir Enerji

Soho Giyim ve Enerji A.Ş.-Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları (13.05.2026)				
Şirket Unvanı	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K	PD/DD
FIRST SOLAR INC	9,94	4,31	15,14	2,55
CSI SOLAR CO LTD	5,04	0,69	13,82	0,87
ENPHASE ENERGY INC	27,99	3,70	41,00	5,02
SHOALS TECHNOLOGIES GROUP INC	23,46	3,26	45,54	2,54
ARCTECH SOLAR HOLDING CO LTD (A)	18,87	1,22	A.D.	2,13
ARRAY TECHNOLOGIES INC	18,36	1,59	A.D.	5,05
WAAREE ENERGIES LTD	21,96	5,11	45,72	A.D.
PREMIER ENERGIES LTD	A.D.	A.D.	32,93	A.D.
ALTEA GREEN POWER SPA	7,75	5,68	15,40	2,97
VISTRA CORP	9,93	3,39	21,54	8,63
NRG ENERGY INC	23,55	1,54	115,72	5,67
HUANENG POWER INTERNATIONAL INC (A)	5,11	1,36	0,37	0,04
CENTRICA PLC	A.D.	47,50	A.D.	300,66
CAPITAL POWER CORP	12,66	3,60	304,32	1,52
DATANG INTERNATIONAL POWER GENERATION CO LTD (A)	7,54	2,20	11,36	1,10
TAQA MOROCCO	15,04	4,55	42,81	6,20
PAMPA ENERGIA SA	1,58	0,60	0,01	A.D.
TRANSALTA CORP	8,19	3,55	A.D.	2,69
B. GRIMM POWER PCL	9,97	2,37	20,69	1,04
ELECTRICITY GENERATING PCL	A.D.	4,09	12,97	0,61
SHANGHAI LINGYUN CURTAIN WALL SCIENCE AND TECHNOLOGY CO LTD (B)	6,08	4,33	37,28	0,03
JSW ENERGY LTD	13,10	8,67	39,96	2,91
MEDYAN (Uç Değer Elimine)	9,97	3,47	21,12	2,55

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışmasında esas alınan yurt dışı benzer şirketlerin çarpanlarının uç değerleri elimine edilmiş ortanca değerleri ile seçilmiş finansal verilerin esas alınması suretiyle, hesaplanan özkaynak değerine aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.



Soho Giyim ve Enerji A.Ş. - Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpan Analizi Sonucu (Yenilenebilir Enerji)				
TL	Çarpan	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri
FD/FAVÖK	9,97	649.862.575	100,00%	649.862.575
FD/Satışlar	3,47	170.427.457	0,00%	--
Fiyat/Kazanç	21,12	(163.227.644)	0,00%	--
Piyasa Değeri/Defter Değeri	2,55	3.083.018.223	0,00%	--
Toplam Özkaynak Değeri				649.862.575

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Hazır Giyim Ürünleri

Soho Giyim ve Enerji A.Ş.-Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları (13.05.2026)				
Şirket Kodu	FD/FAVÖK	FD/Satışlar	F/K	PD/DD
TOD'S SPA	7,76	1,77	27,91	1,25
ECLAT TEXTILE CO LTD	A.D.	2,45	17,36	3,23
LPP SA	A.D.	1,89	25,08	6,71
TAPESTRY INC	A.D.	3,78	40,45	39,29
HENNES & MAURITZ AB (B)	2,02	0,35	1,95	0,55
HUGO BOSS AG	4,16	0,79	10,58	1,56
BRUNELLO CUCINELLI SPA	A.D.	5,26	47,59	11,77
LEVI STRAUSS & CO (A)	3,89	0,55	3,39	0,95
RALPH LAUREN CORP (A)	9,06	1,71	13,96	4,44
ERMENEGILDO ZEGNA NV	A.D.	1,94	30,60	2,82
PVH CORP	7,83	0,81	145,38	0,77
ON HOLDING AG	A.D.	2,52	33,40	4,74
MEDYAN (Uç Değer Elimine)	5,96	1,83	26,49	3,02

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışmasında esas alınan yurt dışı benzer şirketlerin çarpanlarının uç değerleri elimine edilmiş ortanca değerleri ile seçilmiş finansal verilerin esas alınması suretiyle, hesaplanan özkaynak değerine aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

Soho Giyim ve Enerji A.Ş. - Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpan Analizi Sonucu (Hazır Giyim Ürünleri)				
	Çarpan	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri
FD/FAVÖK	5,96	4.222.921.524	100,00%	4.222.921.524
FD/Satışlar	1,83	3.438.036.175	0,00%	--
Fiyat/Kazanç	26,49	694.473.254	0,00%	--
Piyasa Değeri/Defter Değeri	3,02	3.700.230.013	0,00%	--
Toplam Özkaynak Değeri				4.222.921.524

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.2 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi (İNA)

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) Analizi yönteminde kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin gelecek yıllara ilişkin beklentilerine dayanılarak oluşturulmuş olup, anılan varsayımlar gerek Şirket'in kontrolünde gerekse Şirket'in kontrol edemediği birçok parametreye bağlı olduğundan geleceğe yönelik herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. İNA yöntemi kapsamında esas alınan projeksiyonların değişmesi halinde farklı bir sonuca ulaşılması mümkündür.

Şirket'in stratejisi doğrultusunda brüt karlılığı toptan ve franchise satışlarına göre daha yüksek olan mağaza satışlarına yoğunlaşılması sonucu projeksiyon dönemi boyunca brüt karlılıkta iyileşme beklenmektedir. Bununla birlikte, açılacak mağazalara ilişkin kira, personel, lojistik vb. giderler nedeniyle de Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri özelinde faaliyet giderlerinin artış göstermesi beklenmekte ve bu durumun faaliyet karlılığının dengelenmesine yol açması beklenmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca oluşacak amortisman giderlerinin 2023-2025 yıllık hesap dönemlerinin ortalamasına eşit olacağı tahmin edilmiştir. Bu doğrultuda, Şirket'in projeksiyon dönemindeki gelir tablosunun aşağıdaki gibi olması beklenmektedir.

Soho Giyim ve Enerji A.Ş.- Tahmini Gelir Tablosu (USD)						
Dönem	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Net Satışlar	82.240.241	98.883.200	119.116.553	139.068.610	155.994.274	165.343.008
<i>Değişim</i>	<i>27,87%</i>	<i>20,24%</i>	<i>20,46%</i>	<i>16,75%</i>	<i>12,17%</i>	<i>5,99%</i>
Satışların Maliyeti	48.342.112	53.591.175	59.347.815	65.043.826	68.713.251	71.228.734
<i>Değişim</i>	<i>11,99%</i>	<i>10,86%</i>	<i>10,74%</i>	<i>9,60%</i>	<i>5,64%</i>	<i>3,66%</i>
Brüt Kar	33.898.129	45.292.025	59.768.738	74.024.784	87.281.024	94.114.274
<i>Marj</i>	<i>41,22%</i>	<i>45,80%</i>	<i>50,18%</i>	<i>53,23%</i>	<i>55,95%</i>	<i>56,92%</i>
Faaliyet Giderleri	16.423.006	24.661.081	35.187.654	45.754.699	55.607.754	60.545.726
<i>Satışlara Oranı</i>	<i>19,97%</i>	<i>24,94%</i>	<i>29,54%</i>	<i>32,90%</i>	<i>35,65%</i>	<i>36,62%</i>
FVÖK	17.475.123	20.630.944	24.581.084	28.270.085	31.673.270	33.568.548
<i>Marj</i>	<i>21,25%</i>	<i>20,86%</i>	<i>20,64%</i>	<i>20,33%</i>	<i>20,30%</i>	<i>20,30%</i>
Amortisman Giderleri	1.307.813	1.572.475	1.894.233	2.211.518	2.480.676	2.629.343
<i>Satışlara Oranı</i>	<i>1,59%</i>	<i>1,59%</i>	<i>1,59%</i>	<i>1,59%</i>	<i>1,59%</i>	<i>1,59%</i>
FAVÖK	18.782.936	22.203.419	26.475.317	30.481.602	34.153.946	36.197.891
<i>Marj</i>	<i>22,84%</i>	<i>22,45%</i>	<i>22,23%</i>	<i>21,92%</i>	<i>21,89%</i>	<i>21,89%</i>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA Yöntemi kapsamında tahmin edilen değere ilişkin bilgiler aşağıda sunulmuştur. İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi sonucunda, Soho Giyim ve Enerji'nin giyim faaliyetlerinin Firma Değeri 132.784.916 USD olarak hesaplanmıştır. Hesaplanan firma değerinden net borç tutarının düşülmesi ve 247.865 USD tutarında yatırım amaçlı gayrimenkullerin eklenmesi sonucu 94.151.651 USD özkaynak değerine ulaşılmıştır. USD olarak hesaplanan özkaynak değeri değerlendirme tarihi itibarıyla TCMB USD alış kuru esas alınarak TL cinsinden 4.267.960.246 TL olarak tahmin edilmiştir.

Soho Giyim ve Enerji A.Ş.- İNA (\$)						
Dönem	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Serbest Nakit Akışları						
FVÖK	17.475.123	20.630.944	24.581.084	28.270.085	31.673.270	33.568.548
<i>Vergi Oranı</i>	<i>20,70%</i>	<i>21,56%</i>	<i>22,42%</i>	<i>23,28%</i>	<i>24,14%</i>	<i>25,00%</i>
Yatırım Harcamaları	911.201	1.774.416	1.905.023	1.764.894	1.598.178	826.715
Amortisman Giderleri	1.307.813	1.572.475	1.894.233	2.211.518	2.480.676	2.629.343
Δ İşletme Sermayesi	4.001.556	9.064.450	10.724.694	10.584.762	8.429.879	4.887.092
SNA	10.252.287	6.915.882	8.333.759	11.549.795	16.478.980	22.090.906
<i>İndirgeme Oranları</i>	<i>92,50%</i>	<i>83,44%</i>	<i>75,35%</i>	<i>68,10%</i>	<i>61,62%</i>	<i>55,81%</i>
İndirgenmiş Nakit Akışları	9.483.430	5.770.761	6.279.185	7.865.923	10.154.429	12.328.931
İndirgenmiş Sonsuz Değer						80.902.259

Firma Değeri	132.784.916
Net Borç	38.881.130
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	247.865
Özsermaye Değeri	94.151.651

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4.3 Sonuç

İntegral Yatırım'ın yaptığı analizler sonucunda ulaştığı değerlendirme sonucunu gösteren tabloya aşağıda yer verilmektedir.

İskontosuz Bölüm Değerleri ve Toplam Özkaynak Değeri (TL)	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri
Hazır Giyim Ürünleri			
İndirgenmiş Nakit Akışı	4.267.960.246	50,00%	2.133.980.123
Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları	4.308.240.212	25,00%	1.077.060.053
Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları	4.222.921.524	25,00%	1.055.730.381
Toplam		100,00%	4.266.770.557
Yenilenebilir Enerji			
Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları	663.864.658	50,00%	331.932.329
Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları	649.862.575	50,00%	324.931.288
Toplam		100,00%	656.863.616
İskontosuz Toplam Değer			4.923.634.174

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Bu sonuca halka arz iskontosu uygulanması neticesinde ulaşılan halka arz fiyatına aşağıda yer verilmektedir.

Soho Giyim ve Enerji A.Ş. Değerleme Sonucu	Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri
Özkaynak Değeri	4.923.634.174
Halka Arz İskontosu	37,00%
İskontolu Özkaynak Değeri	3.101.889.529
Çıkarılmış Sermaye	206.760.337,13
Halka Arz Fiyatı	15,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

5 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtılabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Hazır giyim ürünleri iş birimi değerlemesinde İNA analizine %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Yenilenebilir enerji iş birimi değerlemesinde de İNA analizi uygulanabileceğini düşünmekle birlikte, Şirket'in toplam özkaynak değeri içerisinde payının nispeten düşük olması sebebiyle sadece çarpan analizine başvurulmuş olmasını makul buluyoruz.

5.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

- Çarpan analizinde, Şirket ile benzer faaliyet alanlarında yer alan yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin değerlendirilmiş olmasını uygun buluyoruz.
- Hazır giyim ürünleri iş birimi değerlemesinde çarpan analizine %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde uç değerlerin elenmesini ve medyan çarpan kullanılmış olmasını makul buluyoruz.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, pazar yaklaşımı yöntemi kullanılmıştır.

İntegral Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup, raporun kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz.

Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yöntemle göre (gelir yaklaşımı, pazar yaklaşımı) Şirket'in Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, gelir ve pazar yaklaşımlarının kullanılması makul bulunmuştur.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK:

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen **15,00 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.**