



**KALKINMA YATIRIM**  
BANKASI

**KOZA POLYESTER SANAYİ VE TİCARET  
ANONİM ŞİRKETİ**

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan Analist Raporu  
3 Nisan 2023

**Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş.**

Saray Mahallesi Dr. Adnan Büyükdeniz Caddesi  
No:10 34768 Ümraniye / İstanbul  
Tel: 0216 636 88 11



## **1. Raporun Amacı**

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanan VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporla yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta açıklanan Koza Polyester Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Şirket", "Koza Polyester") Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 15 Mart 2023 tarihli Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Garanti Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan elde edilmiştir. Bu rapor, Şirket'in halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. ("Kalkınma Yatırım Bankası", "Kurum") hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Garanti Yatırım tarafından hazırlanmış olan "Fiyat Tespit Raporu" hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir.

## **2. Şirket Hakkında Özet Bilgi**

Şirket Koza Polyester Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi unvanıyla 03.11.2011 yılında kurulmuş olup 3 elyaf hattı, 1 plastifiyan hattı ve polimer tesisinin yatırımı ve montajının tamamlanmasını takiben 2014'te Gaziantep 4. Organize Sanayi Bölgesi'nde faaliyete geçmiştir. Şirket'in merkezi Başpınar (Organize) OSB Mah. O.S.B. 4.Bölge 83414 Nolu Cadde No:30 Şehitkamil/Gaziantep olup aynı adreste bulunan toplam 72.607 m<sup>2</sup> açık ve 52.746 m<sup>2</sup> kapalı alana sahip fabrikada üretimlerini gerçekleştirmektedir. Şirket'in fabrika binasında bulunan merkez ofisine ek olarak Adana'da bir adet şubesi, Gaziantep ve İstanbul'da iki adet irtibat bürosu bulunmaktadır. Şirket'in başlıca faaliyet alanı polyester elyaf, polyester cips ve plastifiyan üretimi ve satışının yapılmasıdır. Ürünlerin üretimi için başta PTA (Purified Terephthalic Acid) olmak üzere MEG (Mono Etilen Glikol), DEG (Di Etilon Glikol), 2EH (2-Ethylhexanol), Titandioksit ve Spinfinish hammaddeleri kullanılmaktadır. Üretilen ürünler hem yurt içinde satılmakta hem de yurt dışına ihraç edilmektedir. Şirket'in 2022 yılı için ortalama personel sayısı 288'dir.

Faaliyete geçtiği 2014 yılı itibarıyla mevcut fabrikasıyla 330 ton/gün elyaf veya cips ve 20 ton/gün plastifiyan üretim kapasitesine sahip olan Şirket, 2014 yılında 30.272 ton polyester elyaf, 3.786 polyester cips ve 4.007 ton plastifiyan üretimi gerçekleştirmiştir. Aynı dönemde Şirket'in polyester elyaf satışı 30.783 ton, polyester cips satışı 4.263 ton ve plastifiyan satışı 3.780 ton olmuştur. Şirket yine aynı yılda ileride oluşabilecek yatırımlarda değerlendirmek amacıyla Gaziantep 5. OSB 186 ada 14 parsel üzerinde 49.910,17 m<sup>2</sup> arsanın kendisine tahsis edilmesi için OSB'ye başvurmuş ve OSB tarafından bu arsa kendisine tahsis edilmiştir.

2015 yılı itibarıyla Şirket 38.495 ton polyester elyaf, 4.716 ton polyester cips ve 4.733 ton plastifiyan üretimi gerçekleştirmiştir. Aynı dönemde Şirket'in polyester elyaf satışı 38.457 ton, polyester cips satışı 4.777 ton ve plastifiyan satışı 4.520 ton olmuştur. 2016 yılı itibarıyla ise 60.212 ton polyester elyaf, 9.181 ton polyester cips ve 4.421 ton plastifiyan üretimi gerçekleştirmiştir. Aynı dönemde Şirket'in polyester elyaf satışı 60.228 ton, polyester cips satışı 8.300 ton ve plastifiyan satışı 4.732 ton olmuştur.



2017 yılında 59.762 ton polyester elyaf, 8.721 ton polyester cips ve 5.092 ton plastifiyan üretimi gerçekleştiren Şirket'in aynı dönemde polyester elyaf satışı 57.086 ton, polyester cips satışı 9.135 ton ve plastifiyan satışı 5.169 ton olmuştur. Kuruluşunda 1 polimerizasyon hattı, 3 adet elyaf hattı ve 1 adet plastifiyan hattı ile üretimlere başlayan Şirket tekstil sektöründeki talepleri karşılamak amacıyla bir elyaf hattı daha ekleyerek 2017 Şubat ayında elyaf üretim kapasitesini artırmıştır.

2022 yılı itibarıyla Şirket'in fabrikasında kapasite 330 ton/gün kapasiteli 1 adet polimerizasyon hattı, polimerizasyon tesisine entegre ve toplam kapasitesi 415 ton/gün olan 4 adet elyaf üretim hattı bulunmaktadır. Toplam polyester elyaf üretim kapasitesi 415 ton/gün olmasına rağmen, elyaf üretim sürecinin girdisi olan polyester polimerin üretim kapasitesinin 330 ton/gün olması sebebiyle, Şirket'in efektif elyaf üretim kapasitesi 330 ton/gün olmaktadır. İlave olarak Şirket bünyesinde 20 ton/gün kapasiteli plastifiyan üretim hattı da mevcuttur.

Koza Polyester, üretim için ihtiyaç duyulan hammaddelerin çoğunu yurt dışından temin etmektedir. Bunun sebebi Koza Polyester'in üretimde hammadde olarak kullandığı PTA ve MEG'in yurt içindeki üretiminin Türkiye'deki polyester üreticilerinin talebini karşılayamamasıdır. Şirket'in 31.12.2022 itibarıyla yurt dışından temin ettiği hammadde miktarı 122.495 ton olup 1.912 milyon TL tutarındadır. Bu tutarlar 2022 yılında 98.237 ton ve 383 milyon TL ve 2021 yılında 106.820 ton ve 856 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 2020-2022 yılları arasında hacim bazında en çok hammadde ithalatı yaptığı ülkeler aşağıdaki gibidir:

- Güney Kore Cumhuriyeti
- Suudi Arabistan
- Belçika
- Malezya
- Çin Halk Cumhuriyeti
- Japonya
- Almanya
- Hindistan
- İsviçre
- İtalya

Koza Polyester mevcut ürünlerinin çeşitliliği ile birçok farklı endüstride faaliyet gösteren müşterilere satış yapmaktadır. Şirket'in üretimini gerçekleştirdiği polyester elyaf ürünü; giyim, ev tekstili (iplik üretimi), geniş yelpazeli nonwoven (dokumasız) kumaş ürünleri ve dolgu malzemeleri (vaka, dolgu vb.) üretimi yapan şirketlere satılmaktadır. Ayrıca üretimi yapan şirketlere satılmaktadır. Ayrıca üretimi gerçekleştirilen polimer/cips ile POY, BCF spunbond, film, plastik ve masterbatch üreticilerine; üretimi yapılan plastifiyan ile PVC bazlı ürün üreten kablo, kauçuk, suni deri ve diğer plastik endüstrilerine girdi ürün temin edilmektedir.



### 3. Şirket Ortaklık Yapısı

Ortak Unvanı / Adı Soyadı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye (nominal, TL)	(%)	Sermaye (nominal, TL)	(%)
Saim Akınal	A	28.950.000	15,00	28.950.000	13,39
	B	59.830.000	31,00	49.215.000	22,77
Suat Akınal	A	28.950.000	15,00	28.950.000	13,39
	B	59.830.000	31,00	49.215.000	22,77
Şakire Şeker Filiz Akınal	B	7.720.000	4,00	7.720.000	3,57
Esra Akınal	B	7.720.000	4,00	7.720.000	3,57
Halka Açık Kısım	B	-	-	44.390.000	20,54
<b>TOPLAM</b>		<b>193.000.000</b>	<b>100</b>	<b>216.160.000</b>	<b>100</b>

Kaynak: Koza Polyester Esas Sözleşme, İzahname

### 4. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Talep Toplama Tarihleri	5-6-7 Nisan 2023
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	Sermaye Artırımı: 23.160.000 TL nominal değerli paylar Ortak Satışı: 21.230.000 nominal değerli paylar Toplam Satış: 44.390.000 nominal değerli paylar
Halka Arz Fiyatı (TL)	24,50
Tahmini Halka Arz Büyüklüğü	1.087.555.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%20,54
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Fiyat İstikrarı	Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren halka arz gelirin %30'u ile 20 iş gün süre ile yapılması planlanmaktadır.
Satmama Taahhüdü	Şirket ve ortakları tarafından 1 yıl boyunca pay satışı yapılmayacağı taahhüt edilmiştir.
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcı: 33.292.500 Lot (%75) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: 11.097.500 Lot (%25)

Kaynak: Koza Polyester İzahname, Koza Polyester Fiyat Tespit Raporu

### 5- Halka Arz Gereçekleri ve Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı

Şirket'in paylarının halka arz edilmek suretiyle primli fiyattan satılması ile Şirket'in sermaye artırımından elde edilecek kaynakların Şirket payına düşen halka arz ile ilgili masraflar düşüldükten sonra kalan 550.960.152 TL tutarın kullanım yeri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Halka Arz Geliri Kullanım Alanı	Kullanım Oranı (%)
Finansal Borçların Ödenmesi	75-80
İşletme Sermayesinin Finansmanı	20-25

Kaynak: Koza Polyester İzahname



## 6. Şirket'in Finansal Verileri Hakkında Özet Bilgi

### 6.1. Gelir Tablosu

Koza Polyester'in 2019-2020-2021 yılları için hazırlanan bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarına göre gelir tablosu aşağıda yer almaktadır.

Gelir Tablosu (TL)	2020	2021	2022
Hasılat	616.101.236	1.330.751.915	2.907.258.063
Satışların Maliyeti	(558.496.714)	(1.082.694.327)	(2.343.408.555)
<b>Brüt Kar</b>	<b>57.604.522</b>	<b>248.057.588</b>	<b>563.849.508</b>
Genel Yönetim giderleri	(3.379.476)	(4.910.882)	(13.425.622)
Pazarlama Gideri	(3.020.895)	(6.505.826)	(16.058.576)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	5.753.699	2.742.037	9.612.886
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(19.715.951)	(13.297.193)	(23.621.406)
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>37.241.899</b>	<b>226.085.724</b>	<b>520.356.790</b>
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	22.971	44.564	3.078.271
Yatırım faaliyetlerinden giderler	(498.103)	(1.674.803)	(3.924.781)
<b>Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>36.766.767</b>	<b>224.455.485</b>	<b>519.510.280</b>
Finansman Gelirleri	122.195	165.264	865.774
Finansman Giderleri	(26.069.120)	(31.972.954)	(93.750.710)
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar</b>	<b>10.819.842</b>	<b>192.647.795</b>	<b>426.625.344</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)</b>	<b>(1.070.974)</b>	<b>(43.072.021)</b>	<b>18.512.829</b>
Dönem Vergi Gelir (Gideri)	-	(36.989.981)	(57.772.736)
Ertelenmiş Vergi Geliri (Gideri)	(1.070.974)	(6.082.040)	76.285.565
<b>Dönem Karı</b>	<b>9.748.868</b>	<b>149.575.774</b>	<b>445.138.173</b>
Pay Başına Kazanç	0,98	14,96	5,64

Kaynak: Koza Polyester Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in brüt kâr marjı 2019, 2020, 2021 yıllarında sırasıyla %9,35, %18,64 ve %19,39'dur. Şirket'in 2021 yılında bir önceki yıla göre; satışların maliyetinde %94 oranında artış görülmektedir. Bu artışın öncelikli sebebi pandemi sonrasında Şirket'in satışlarında gözlemlenen miktarsal artışlardır. Bunun yanında hammadde maliyetlerinde görülen fiyat artışları ve çoğunluğu ABD Doları olarak temin edilen hammaddelerdeki TL bazında döviz kuru artışlarının da etkisi gözlemlenmiştir.

2022 Yılında 2021 yılına kıyasla satışlarda gerçekleşen %118 oranında artışa paralel olarak satışların maliyetinde de %116 oranında artış yaşandığı görülmektedir. Bu dönemde şirketin satılan mamül miktarı %2 artış göstermiştir. Hammadde fiyatlarında ve döviz kurlarında yaşanan yükselmeler ise yine maliyetlerde artışa neden olmuştur. ABD Doları bazlı fiyatlardaki değişim TL fiyatlarda ortalama %98 oranında artışa neden olmuştur.



## 6.2. Bilanço

Şirket'in 2020, 2021 ve 2022 yılları için bağımsız denetimden geçmiş bilançoları aşağıda yer almaktadır.

Bilanço (TL)	2020	2021	2022
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.717.251	42.558.685	86.910.970
Finansal Yatırımlar	-	-	57.686.462
Ticari Alacaklar	77.786.089	363.246.337	684.468.007
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	6.830.312	763.167	239.102.256
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	70.955.777	362.483.170	445.365.751
Diğer Alacaklar	6.758.699	14.895.250	28.233.196
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Alacaklar</i>	6.758.699	14.895.250	28.233.196
Stoklar	96.512.982	182.016.420	426.184.555
Peşin Ödenmiş Giderler	1.785.745	1.347.078	42.665.762
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	15.731	3.786.938	57.781.711
Diğer Dönen Varlıklar	34.502.170	60.320.380	101.553.010
<b>TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR</b>	<b>221.078.667</b>	<b>668.171.088</b>	<b>1.485.483.673</b>
Diğer Alacaklar	12.692	21.685	29.917
Maddi Duran Varlıklar	590.294.390	1.020.790.995	1.431.579.918
Kullanım Hakkı Varlıkları	25.377.070	30.811.180	152.268.279
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	514.884	890.620	2.413.894
Peşin Ödenmiş Giderler	25.567.593	42.121.980	106.335.325
Ertelenmiş Vergi Varlığı	46.012.177	89.714.340	246.323.401
<b>TOPLAM DURAN VARLIKLAR</b>	<b>687.778.806</b>	<b>1.184.350.800</b>	<b>1.938.950.734</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>908.857.473</b>	<b>1.852.521.888</b>	<b>3.424.434.407</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	145.551.956	18.337	770.773.114
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	7.757.286	134.290.690	154.936.526
Ticari Borçlar	70.883.457	155.944.077	102.568.123
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	-	-	1.733.949
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	70.883.457	155.944.077	100.834.174
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.231.692	1.666.233	3.191.706
Diğer Borçlar	75.126.393	219.560.847	837.914
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	74.825.049	219.078.888	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	301.344	481.959	837.914
Ertelenmiş Gelir	16.443.359	54.795.651	66.011.693
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ertelenmiş Gelirler</i>	16.443.359	54.795.651	66.011.693
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	36.989.981	57.772.736
Kısa Vadeli Karşılıklar	957.854	1.151.506	2.426.292
<b>TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>317.951.997</b>	<b>604.417.322</b>	<b>1.158.518.104</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	26.133.215	208.880.999	286.809.802
Diğer Borçlar	232.289.146	199.028.533	34.529.590
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	218.733.665	175.063.373	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	13.555.481	23.965.160	34.529.590
Uzun Vadeli Karşılıklar	4.106.239	5.010.548	9.397.055
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	62.282.946	127.517.797	214.567.798
<b>TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>324.811.546</b>	<b>540.437.877</b>	<b>545.304.245</b>
Ödenmiş Sermaye	10.000.000	10.000.000	193.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Diğer Gelir (Gider)			
Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)			
<i>Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazanç (Kayıp)</i>	(91.998)	359.992	212.590
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Diğer Gelir (Gider)			
Yabancı Para Çevrim Farkları	204.693.102	496.238.097	881.192.695
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler			
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	41.743.958	51.492.826	201.068.600
Net Dönem Karı / (Zararı)	9.748.868	149.575.774	445.138.173
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>266.093.930</b>	<b>707.666.689</b>	<b>1.720.612.058</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>908.857.473</b>	<b>1.852.521.888</b>	<b>3.424.434.407</b>

Kaynak: Koza Polyester Bağımsız Denetim Raporu, Koza Polyester Fiyat Tespit Raporu

Finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket aktiflerinin büyük bölümü, Stoklar, Ticari Alacaklar ve Maddi Duran Varlıklardan oluşmaktadır. Stoklar, Ticari Alacaklar ve Maddi Duran varlıklar, 31.12.2022 tarihi itibarıyla toplam aktifin %74,2'sini oluşturmaktadır.



## 7. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan 15 Mart 2023 tarihli fiyat tespit raporuna göre, Koza Polyester paylarının halka arz fiyatı belirlenirken değerlendirme yaklaşımlarından gelir yaklaşımı kapsamında indirgenmiş nakit akımları (İNA) analizi ve pazar yaklaşımı kapsamında piyasa çarpanları analizi kullanılmıştır. Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak ABD Doları kullanılmıştır.

### 7.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımlarına esas teşkil eden projeksiyonlar Şirket'in 5 yıllık iş planı baz alınarak 2023-2027 periyodu için hazırlanmıştır. Şirket'in mal alımları ABD Doları cinsindedir ve Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihlerinde sonlanan dönemlere ilişkin hazırlanan finansal tabloların fonksiyonel para birimi ABD Doları olarak belirlenmiştir. Bu kapsamda Şirket'in söz konusu dönemler için net satışları ve kar marjları aşağıdaki gibidir.

ABD Doları	2019	2020	2021	2022
Net Satışlar	128.300.543	87.971.733	150.472.864	175.663.017
Brüt Kar	13.083.139	8.225.222	28.048.756	34.069.045
Brüt Kar Marjı	10,20%	9,35%	18,64%	19,39%
Esas Faaliyet Karı	6.398.481	5.317.688	25.564.319	31.441.118
Faaliyet Kar Marjı	4,99%	6,04%	16,99%	17,90%
FAVÖK	9.110.599	8.073.590	28.405.275	34.540.193
FAVÖK Marjı	7,10%	9,18%	18,88%	19,66%
Net Kar	3.017.230	1.392.019	18.245.340	27.297.267
Net Kar Marjı	2,35%	1,58%	12,13%	15,54%

Kaynak: Koza Polyester Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 31 Aralık 2022 itibarıyla 64.846.507 ABD Doları toplam finansal yükümlülüğü bulunmaktadır. Öte yandan, aynı tarih itibarıyla Şirket 4.648.068 ABD Doları nakit ve nakit benzerine sahiptir. Şirket'in net finansal borç pozisyonunu gösteren tablo aşağıda sunulmuştur.

ABD Doları	31.12.2022
KV Borçlanmalar	41.221.561
UV Borçlanmaları KV Karşılıkları	8.286.129
UV Finansal Borçlar	15.338.817
<b>Toplam Finansal Borçlar</b>	<b>64.846.507</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.648.068
<b>Net Finansal Borç</b>	<b>60.198.439</b>

Kaynak: Koza Polyester Fiyat Tespit Raporu

İNA değerlemesi Şirket'in fonksiyonel para birimi olan olan ABD Doları (USD) cinsinden hazırlanmıştır ve değerlendirme kapsamında Şirket'in 2023 yılı ile 2027 yılı arasında yaratacağı nakit akımları ve 2027 sonrası için nihai dönem değeri dikkate alınmıştır. Ayrıca, projeksiyon dönemi boyunca her bir ürün için Şirket'in üretim tonajı ile satış tonajının aynı olacağı varsayılmıştır.

İNA değerlendirme için kullanılan Türkiye ve ABD enflasyon tahminleri için IMF'nin Kasım 2022 tarihinde yayınladığı 2023-2027 yılları öngörülerini kullanılmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca USD/TL paritesinin yıl sonu değerleri ise, öngörülen Türkiye ve ABD enflasyon oranları üzerinden tahmin edilmiştir. Projeksiyon dönemi boyunca Türkiye ve ABD için öngörülen enflasyon oranları ve USD/TL paritesi aşağıdaki tabloda sunulmuştur.



Makro Ekonomik Varsayımları	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
TL Enflasyon	73,1%	51,2%	24,2%	17,2%	15,4%	15,0%
ABD Enflasyon	8,1%	3,5%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%
USD/TL Paritesi Ortalama	16,56	21,86	27,39	31,81	36,06	40,66
USD/TL Paritesi Yıl Sonu	18,70	25,02	29,75	33,87	38,25	43,08

Garanti Yatırım tarafınca yapılan İNA değerlemesi kapsamında nihai dönem büyüme oranını belirlemek adına literatür araştırması yapılmıştır. Garanti Yatırımın yapmış olduğu literatür incelemeleri sonunda %3'lük nihai dönem büyüme oranının makul olduğu sonucuna varılmıştır. Nihai dönem hesabına baz olan nihai dönem akışı öngörülürken, 2027 senesi için öngörülen nakit akışına nihai dönem düzeltmeleri uygulanmıştır. Bu kapsamda nihai dönemdeki yatırım harcamaları ile amortisman giderlerinin birbirine eşit olacağı varsayılmış, net işletme sermayesi ihtiyacının da nihai büyüme oranı ile artacağı öngörülmüştür.

Son olarak Şirket'in finansman anlaşmasını yaptığı ve 2023 yılı içerisinde yatırımları tamamlanarak işletmeye alınması beklenen Çatı GES projesi ve bu projenin Şirket'in elektrik maliyetleri üzerindeki azaltıcı etkisi Garanti Yatırım tarafınca yapılan değerlendirme çalışmasında dikkate alınmıştır. Şirket'ten alınan fizibilite bilgilerine göre, bu yatırımın ABD Doları 2.155.411 tekabül edeceği ve Şirket'in elektrik maliyetlerini takribi %16,7 oranında azaltacağı öngörülmektedir. Şirket'in 2022 yılındaki elektrik maliyetleri aylık bazda ABD Doları'na dönüştürülmüş ve 2022 yılı cirosuna oranlanmıştır. Bulunan %3,37 oran üzerinden projeksiyon döneminin her senesi için Şirket'in elektrik maliyetleri hesaplanmış ve bu maliyetlerde yaşanacağı öngörülen %16,7'lik azalışın nakit akımlarına pozitif etkisi hesaplanmıştır. Söz konusu maliyet azalışının nihai dönem etkisi de hesaplanmış, sonrasında hem projeksiyon dönemi hem de nihai dönem için hesaplanan bu değerler, değerlendirme çalışmasında kullanılan AOSM üzerinden indirgenerek, Çatı GES yatırımının nakit değeri bulunmuştur.

Garanti Yatırım tarafınca yapılan varsayımlar doğrultusunda Şirket'in satışlarının projeksiyon dönemi boyunca hem adetsel hem de tutarsal olarak artacağı öngörülmektedir. Ölçek ekonomisinden faydalanan, Şirket'in önümüzdeki dönemde kar marjlarını büyük ölçüde koruması beklenmektedir.

Bin ABD Doları	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	175.663	187.523	197.395	205.493	213.950	220.711
Brüt Kar	34.069	37.166	39.153	40.780	42.475	43.824
Brüt Kar Marjı	19,39%	19,82%	19,83%	19,84%	19,85%	19,86%
Faaliyet Karı	31.458	35.190	37.073	38.615	40.221	41.499
Faaliyet Kar Marjı	17,91%	18,77%	18,78%	18,79%	18,80%	18,80%
FAVÖK	34.540	38.908	41.204	42.951	44.771	46.270
FAVÖK Marjı	19,66%	20,75%	20,87%	20,90%	20,93%	20,96%

Kaynak: Koza Polyester Fiyat Tespit Raporu

İşletme sermayesi modellenirken, işletme sermayesine dahil edilen kalemler için Şirket'in 2019, 2020, 2021 ve 2022 yıllarındaki gün sayıları hesaplanmıştır. Sadece ilişkili taraflara diğer borçlar kaleminin 31.12.2022 bilançosunda sıfırlanmış olmasından hareketle, bu kalemin projeksiyon dönemi boyunca gün sayısının sıfır olacağı varsayılmıştır. Diğer kalemler için





ortalama gün sayıları kullanılmıştır. Bu gün sayıları üzerinden projeksiyon dönemi boyunca işletme sermayesi kalemlerinin tutarı hesaplanmıştır.

Bin ABD Doları	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	175.663	187.523	197.395	205.493	213.950	220.711
Net İşletme Sermayesi	59.261	44.521	46.865	48.788	50.796	52.401
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	33,74%	23,74%	23,74%	23,74%	23,74%	23,74%
Net İşletme Sermayesindeki Değişim		(14.740)	2.344	1.923	2.008	1.605

Kaynak: Koza Polyester Fiyat Tespit Raporu

Garanti Yatırım tarafınca hazırlanan fiyat tespit raporunda projeksiyon dönemi için Şirket'in amortisman giderleri hesaplanırken, 5 yıllık projeksiyon süresinin Şirket'in mevcut varlıklarının faydalı ömürlerine kıyasla çok kısa olmasından hareketle, projeksiyon dönemi boyunca mevcut varlıkların amortisman giderinin sabit kalacağı varsayılmıştır. Mevcut varlıklara ilaveten, projeksiyon dönemi boyunca öngörülen idame yatırımları için 5 yıllık faydalı ömür ve Çatı GES yatırımları için de 10 yıllık faydalı ömür üzerinden amortisman giderleri hesaplanmış ve bu giderler mevcut varlıkların amortisman giderleri üzerine eklenerek Şirket'in toplam amortisman giderleri bulunmuştur. Şirket'in projeksiyon dönemi için yatırım harcamaları ve amortisman giderleri varsayımları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Bin ABD Doları	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Yenileme Yatırımları	0	938	987	1.027	1.070	1.104
Çatı GES Yatırımı	0	2.155	0	0	0	0
<b>Toplam Yatırımlar</b>	<b>0</b>	<b>3.093</b>	<b>987</b>	<b>1.027</b>	<b>1.070</b>	<b>1.104</b>
Amortisman Giderleri	3.099	3.718	4.131	4.336	4.550	4.771
<b>Toplam Amortisman Gideri</b>	<b>3.099</b>	<b>3.718</b>	<b>4.131</b>	<b>4.336</b>	<b>4.550</b>	<b>4.771</b>

Kaynak: Koza Polyester Fiyat Tespit Raporu

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda nakit akışlarını indirmek için işletme değerlemelerinde yaygın olarak kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında Garanti Yatırım tarafınca yapılan varsayımlar şu şekildedir:

- Ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyetinin projeksiyon dönemi içerisinde sabit olacağı varsayılmıştır.
- 2023 yılı risksiz getiri oranı olarak itfa tarihi 20.09.2033 olan Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un (US9900123DD96) 15 Mart 2032 itibarıyla faiz getirisi olan %9,02 dikkate alınmış ve projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranının sabit kalacağı varsayılmıştır.
- Türkiye hisse senedi risk primi 2023-2027 ve uç değer hesaplaması döneminde %5,5 olarak sabit tutulmuştur.
- Şirket'in kaldıraçsız beta hesabında çarpan analizinde kullanılan benzer şirketlerin CapitalIQ veri tabanından elde edilen 5 yıllık kaldıraçsız betaları incelenmiştir. Şirket'in kaldıraçlı betası 1.17x olarak öngörülmüş ve sabit tutulmuştur.
- Vergi öncesi borç maliyetinin, risksiz getiri oranı olan %9,08'e %1 prim eklenmesi yoluyla %10,02 olarak hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.



- Şirket'in borç/Özkaynaklar oranı belirlenirken, çarpan analizi için seçilen yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin borçluluk oranı olan %54,4 kullanılmıştır.
- Şirket'in kurumlar vergisi oranından %2 puan indirimden faydalanacağından 2023-2027 projeksiyon dönemi için %18, nihai dönem içinse %20 olarak belirlenmiştir.

Bu kapsamda Garanti Yatırım tarafından hazırlanan AOSM varsayımları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

	2023	2024	2025	2026	2027
Risksiz Getiri Oranı	9,02%	9,02%	9,02%	9,02%	9,02%
Hisse Senedi Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Borçlanma Risk Primi	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Borç/Özkaynaklar	116,34%	116,34%	116,34%	116,34%	116,34%
Borç/(Borç+Özkaynaklar)	53,78%	53,78%	53,78%	53,78%	53,78%
Kaldıraçsız Beta	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
Kaldıraçlı Beta	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17
Vergi Oranı	18%	18%	18%	18%	18%
Sermaye Maliyeti	15,46%	15,46%	15,46%	15,46%	15,46%
Borç Maliyet (Vergi öncesi)	10,02%	10,02%	10,02%	10,02%	10,02%
Borç Maliyeti (Vergi sonrası)	8,21%	8,21%	8,21%	8,21%	8,21%
<b>AOSM</b>	<b>11,56%</b>	<b>11,56%</b>	<b>11,56%</b>	<b>11,56%</b>	<b>11,56%</b>

Kaynak: Koza Polyester Fiyat Tespit Raporu

Fiyat tespit raporunda, İNA değerlemesi kapsamında kullanılan temel varsayımlar aşağıda özetlenmiştir:

- Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişiklik yaşanmayacağı varsayılmıştır
- Karşılaşılabilecek olası risklerin Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği varsayılmıştır.
- Uç değer hesaplaması için büyüme oranı %3 olarak varsayılmıştır
- GES'lerin devreye alınması ile elde edilmesi beklenen faydaya dair terminal değer ayrıca gösterilmiştir.
- Nakit akışlarına göre Şirket Değeri 31.12.2022 itibarıyla hesaplanmış, ilgili tarihteki net borç düşülerek özkaynak değeri hesaplanmıştır.
- İndirgenmiş nakit analizine göre özkaynak değeri 321.497.252 ABD Doları olarak hesaplanmıştır. Bulunan özsermaye değeri 14 Mart 2023 için USD/TL TCMB alış paritesi olan 18,95 üzerinden TL'ye dönülmüş ve Şirket'in TL cinsinden özsermaye değeri **6.273.000.266 TL** olarak hesaplanmıştır.



Hazırlanan projeksiyonlara göre nakit akışı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Bin ABD Doları	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Net Satışlar</b>	<b>175.663</b>	<b>187.523</b>	<b>197.395</b>	<b>205.493</b>	<b>213.950</b>	<b>220.711</b>
% Büyüme	16,74%	6,75%	5,26%	4,10%	4,12%	3,16%
<b>FVÖK</b>	<b>31.458</b>	<b>35.190</b>	<b>37.073</b>	<b>38.615</b>	<b>40.221</b>	<b>41.499</b>
FVÖK Marjı	17,91%	18,77%	18,78%	18,79%	18,80%	18,80
<b>Vergi Oranı</b>	<b>23%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	24.222	28.856	30.400	31.664	32.981	34.029
(+)Amortisman	3.099	3.718	4.131	4.336	4.550	4.771
(-)NİS Değişimi		(14.740)	2.344	1.923	2.088	1.605
(-)Yatırım Harcamaları		3.093	987	1.027	1.070	1.104
<b>Serbest Nakit Akışı (SNA)</b>		<b>44.221</b>	<b>31.200</b>	<b>33.050</b>	<b>34.453</b>	<b>36.091</b>
İndirgeme Oranı (AOSM)		11,56%	11,56%	11,56%	11,56%	11,56%
İndirgeme Faktörü		0,95	0,85	0,76	0,68	0,61
<b>SNA'nın 31.12.2022 Değeri</b>		<b>41.867</b>	<b>26.477</b>	<b>25.140</b>	<b>23.492</b>	<b>22.058</b>
<b>SNA'nın Bugünkü Değeri</b>	<b>139.034</b>					
Terminal büyüme oranı	3,00%					
Terminal AOSM	11,56					
İndirgenmiş Terminal Değer (TD)	232.282					
Çatı GES'ten Yaratılan Değer-İndirgenmiş	10.380					
<b>Firma Değeri</b>	<b>381.696</b>					
Net Borç	60.198					
<b>Özsermaye Değeri-31.12.2022</b>	<b>321.497</b>					
Özkaynak Değerleme Faktörü	1,02957					
<b>Özsermaye Değeri-15.03.2023</b>	<b>331.005</b>					

Kaynak: Koza Polyester Fiyat Tespit Raporu

## 7.2. Çarpan Analizi

Garanti Yatırım, Koza Polyester'in halka arz fiyatının belirlenmesi amacıyla İD/FAVÖK piyasa çarpanı analizi ile özkaynak değeri hesaplamıştır.

### 7.2.1. İD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi

Garanti Yatırım tarafınca hazırlanan fiyat tespit raporunda çarpan analizi kapsamında benzer şirket seçiminde yurt içi ve yurt dışı emsal şirketlere yer verilmiştir. Yurt içi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında Borsa İstanbul'da işlem gören tekstil şirketleri ile elyaf ve polyester üreticisi şirketler incelenmiş ve bu şirketler arasından operasyonları Koza Polyester'e en çok benzeyen şirketler yurtiçi benzer şirketler olarak seçilmiştir.

Çarpanlar hesaplanırken şirketlerin 14 Mart 2023 piyasa kapanışı işletme ve piyasa değerleri ile 15 Mart 2023 itibarıyla açıklanmış olan en güncel finansal tablolar üzerinden 12 aylık finansal veriler kullanılmıştır.

Benzer yurtiçi çarpanlar arasında İD/FAVÖK için uç değer ayrıştırılmasına gidilmiş ve 5x'ten küçük ve 20x'ten büyük olan şirketler çarpanları ortalama hesaplamasına dahil edilmemiştir. Bu metodoloji ile Garanti Yatırım tarafınca yurt içi benzer şirketler için İD/FAVÖK ortalaması 10,85x olarak hesaplanmıştır.



Yurt içi seçilen benzer şirketlere ilişkin yukarıda verilen analiz yurt dışı seçilen benzer şirketler içinde uygulanmıştır.

Şirket'in piyasa değerinin tespit edilebilmesi için Türkiye'de faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan İD/FAVÖK çarpanı analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir.

İD/FAVÖK Yurtiçi Benzer Şirket Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	
Çarpan (x)	10,85
FAVÖK (mn USD)	34,5
<b>Şirket Değeri (mn USD)</b>	<b>374,7</b>
Net Borç (mn USD)	60,2
<b>İskonto Öncesi Piyasa Değeri (mn USD)</b>	<b>315</b>
<b>Pay Başına Değer (USD)</b>	<b>1,63</b>

Kaynak: Koza Polyester Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in piyasa değerinin tespit edilebilmesi için yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan çarpan analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir.

İD/FAVÖK Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanına Göre Özkaynak Değeri	
Çarpan (x)	9,83
FAVÖK (mn USD)	34,5
<b>Şirket Değeri (mn USD)</b>	<b>339,6</b>
Net Borç (mn USD)	60,2
<b>İskonto Öncesi Piyasa Değeri (mn USD)</b>	<b>279</b>
<b>Pay Başına Değer (USD)</b>	<b>1,45</b>

Kaynak: Koza Polyester Fiyat Tespit Raporu

Garanti Yatırım tarafınca hazırlanan fiyat tespit raporuna göre yabancı ve yerli benzer şirketlerin İD/FAVÖK çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine, yerli şirketlere %50, yabancı şirketlere %50 ağırlık verilmiş ve analiz sonucunda pay başına değeri 1,54 ABD Doları olarak hesaplanmıştır. Bu fiyat değerlendirme tarihindeki USD/TL paritesi olan 18,95 üzerinden TL'ye dönüştürüldüğünde pay başına fiyat 29,16 TL hesaplanmaktadır.

## 8. Halk Arz Fiyatı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket değerlemesinde Piyasa Çarpanı Analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Çarpan analizi yönteminde yurtiçi benzer şirketlere %50, yurtdışı benzer şirketlere ise %50 ağırlık verilmiştir. Ayrıca hem çarpan analizi yöntemi hem de nakit akımları yöntemi nihai şirket değeri hesaplanırken %50-%50 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Pay başı değer, halka arz iskontosu ve halka arz fiyatı ise aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

Değerleme Sonucu	
<b>Yurt İçi Çarpanlar (Ağırlık %50)</b>	
Yurt içi Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı	10,85x
30 Eylül 2022 Son 12 Ay FAVÖK (Bin USD)	34.540
İşletme Değeri (Bin USD)	374.710
<b>Yurt Dışı Çarpanlar (Ağırlık %50)</b>	
Yurtdışı Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı	9,83x
30 Eylül 2022 Son 12 Ay FAVÖK (Bin USD)	34.540
İşletme Değeri (Bin USD)	339.643
<b>Ağırlıklı İşletme Değeri-Çarpanlar (Ağırlık %50)</b>	<b>357.176</b>
<b>İşletme Değeri-İNA (Ağırlık %50)</b>	<b>391.203</b>
<b>Ağırlıklı Ortalama İşletme Değeri- Çarpan ve İNA</b>	<b>374.190</b>
Net Borç (Bin USD)	60.198



<b>Piyasa Değeri (Bin USD)</b>	<b>313.991</b>
Pay Adedi	193.000.000
<b>Pay Başına Fiyat (USD)</b>	<b>1,627</b>
14.03.2023 Tarihli TCMB Alış Kuru	18,95
Pay Başına Fiyat (TL)	30,83
<b>Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)</b>	<b>24,50</b>
<b>İskonto Oranı</b>	<b>20,54%</b>

*Kaynak: Koza Polyester Fiyat Tespit Raporu*

Garanti Yatırım tarafınca hesaplanan halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden %20,54 halka arz öncesi iskonto oranı uygulanarak, halka arz fiyatı hisse başına 24,50 TL olarak hesaplanmıştır.

Garanti Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket ve faaliyet göstermekte olduğu sektöre dair yeterli bilginin yatırımcıya sunulmuş olduğu kanaatindeyiz. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz ise aşağıda özetlenmektedir:

- İndirgenmiş nakit analizi ve çarpan analizinin birlikte kullanılması ve halka arz pay birim fiyatına giderken eşit ağırlıklandırılmasını makul bulmaktayız.
- Şirket'in gelir yaklaşımına göre değerlemesi ABD doları bazında yapılmıştır.
- Gelir yaklaşımı yönteminde, işletme sermayesi ihtiyaçları varsayımlarında NİS hesaplamasını kullanmıştır. Şirket'in NİS/Ciro oranı öngörülerini 2020 ve 2021 yıllarında %8, 2022 yılında ise %34 seviyesinde olup, değerlemede NİS/Ciro oranı %24 olarak dikkate alınmıştır. Şirketin ONİS/Ciro oranı ise 2019-2022 yılları arasında sırasıyla %16, %20, %31 seviyesindedir.
- Gelir yaklaşımı yönteminde sonsuz büyüme değerinin %3 alındığını gözlemlemekteyiz.
- Şirketin FAVAÖK marjı gerçekleşmesi 2019 yılında %11, 2020 ve 2021 yıllarında ise %20 seviyesindedir. İNA yönteminde Şirket'in FAVÖK marjı %21 olarak dikkate alınmıştır.
- 30 yıllık ABD doları cinsinden Eurobond getirisi son dönemde düşüş trendinde olup, değerlemede 15 Mart 2023 tarihli risksiz getiri oranı dikkate alınmıştır. Şirket'in ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ABD Doları bazında %11,56 olarak kabul edilmiştir.
- Girişim Değerine eklenen Çatı GES'lerin değerine ilişkin detaylı hesaplamalar fiyat tespit raporunda yer almamaktadır.
- Çarpan analizinde yerli ve yabancı benzer şirketlerin eşit ağırlık verilmesini makul bulmaktayız.
- Çarpan analizi kapsamında, yerli benzer şirket seçiminde Borsa İstanbul'da "Kimya ve Plastik Ürünler Sektöründe" yer alan tüm şirketlerin göz önünde bulundurulması gerektiği kanısındayız.
- Yakın tarihli olarak gerçekleşen pay halka arzları göz önüne alınarak, uygulanan %20,54'lük halka arz iskontosunu makul bulmaktayız.
- Kalkınma Yatırım Bankası olarak Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz.



**KALKINMA YATIRIM**  
BANKASI

Sonuç olarak, satışa aracılık eden aracı kurum tarafından indirgenmiş nakit akımları analizi ve çarpan analizi yöntemlerine göre hesaplanan Şirket özsermaye değerine %20,54 iskonto uygulanarak; pay başına 24,50 TL halka arz birim fiyatı belirlenmiştir.



**Uyarı Metni**

Bu raporda yer alan bilgi, yorum ve değerlendirmeler yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve değerlendirmeler ise genel nitelikte olup; söz konusu değerlendirmeler herhangi bir tavsiye veya teklif niteliği taşımamaktadır. Bu raporda yer alan değerlendirmeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir.

Bu rapor, Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan dolayı Türkiye Kalkınma Yatırım Bankası A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.