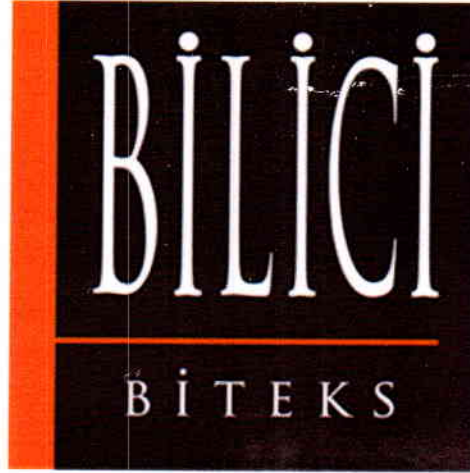


# BİTEKS İPLİK



## DEĞERLEME DANIŞMANLIK RAPORU

3 Şubat 2014



# İÇİNDEKİLER

<b>İÇİNDEKİLER</b> .....	<b>2</b>
<b>GENEL VARSAYIMLAR VE SINIRLAYICI KOŞULLAR</b> .....	<b>4</b>
<b>YÖNETİCİ ÖZETİ</b> .....	<b>5</b>
DEĞERLEMENİN AMACI .....	5
DEĞERLEMENİN KAPSAMI .....	5
DEĞERLEME YÖNTEMLERİ .....	5
<i>Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi Yöntemi:</i> .....	6
<i>Benzer İşlemler Çarpan Analizi Yöntemi:</i> .....	6
<i>Net Aktif Varlık Değeri Yöntemi:</i> .....	7
<i>İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Analizi Yöntemi:</i> .....	7
DEĞERLEME SONUÇLARI .....	8
<b>ŞİRKET PROFİLİ</b> .....	<b>9</b>
GENEL BİLGİLER .....	9
BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ MALİ TABLOLAR .....	10
<b>EKONOMİK GÖRÜNÜM</b> .....	<b>11</b>
TEMEL EKONOMİK GÖSTERGELER .....	11
<b>SEKTÖREL GÖRÜNÜM</b> .....	<b>14</b>
TEKSTİL SEKTÖRÜ .....	14
<b>DEĞERLEME YÖNTEMLERİ</b> .....	<b>15</b>
TEMEL YAKLAŞIMLAR.....	15
<i>Pazar Yaklaşımı</i> .....	15
<i>Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi</i> .....	15
<i>Benzer İşlemler Çarpan Analizi</i> .....	16
<i>Varlık Esaslı Şirket Değerlemesi Yaklaşımı</i> .....	17
<i>Gelir İndirgeme Yaklaşımı</i> .....	18
<b>DEĞERLEME ANALİZLERİ</b> .....	<b>19</b>
PAZAR YAKLAŞIMI .....	19
<i>Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi</i> .....	19
<i>Benzer İşlemler Çarpan Analizi</i> .....	21
VARLIK ESASLI ŞİRKET DEĞERLEMESİ YAKLAŞIMI .....	23
<i>Net Aktif (Özkaynak) Varlık Değeri Yöntemi</i> .....	23
GELİR İNDİRGEME YAKLAŞIMI .....	24
<i>İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Analizi Yöntemi</i> .....	24
Projeksiyon Dönemi.....	24
İskonto Oranı.....	24
Enflasyon Beklentisi .....	25
Kur Beklentisi.....	26
Satış Gelirleri .....	26
Satışların Maliyeti.....	28
Faaliyet Giderleri .....	33
Yatırımlar .....	36
Amortisman .....	36
Vergi .....	36
Teşvik .....	36
İşletme Sermayesi .....	37
Projeksiyon Nakit Akışları .....	38
<b>SONUÇ</b> .....	<b>40</b>
<b>EKLER</b> .....	<b>42</b>
PROJEDE EDİLMİŞ FAVÖK TABLOLARI .....	42

Biteks İplik Sanayi Ticaret A.Ş.  
Yönetim Kurulu'na,

Talebiniz üzerine ve 10.12.2013 tarihli sözleşmemiz çerçevesinde Biteks İplik Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin ("Biteks", veya "Şirket") hisse değerini ("Hisse Değeri") tespit etmek amacıyla görevlendirilmiş bulunmaktayız. Bu değerlendirme raporunun amacı, Biteks'in toplam hisse değerinin belirlenmesinde Şirket Yönetim Kurulu'na ve hissedarlarına yardımcı olmaktır. Çalışmamız herhangi bir halka arz, satış veya alım önerisinde bulunmaya değil, yalnızca Şirket ortaklarının karar vermesine yardımcı olacak bilgileri sağlamaya yöneliktir. Bu değerlendirme raporu sadece belirtilen bu amaç ile ilgili olarak hazırlanmıştır ve herhangi bir başka amaç için kullanılması uygun değildir.

Piyasa değeri, herhangi bir etki altında olmaksızın ve gerek duyulan tüm bilgilerin ışığında hareket eden istekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasında bir işin el değiştireceği değerdir. Bu değerlendirme raporunun amacı, olası bir hisse alışverişi durumunda taraflar arasındaki görüşmelere temel teşkil edebilecek bir değer belirlenmesidir. Ancak, nihai değer alıcı ve satıcı arasında belirlenecek olup tarafımızca göz önüne alınan hususlara ek diğer hususları da içerebilecektir.

Değerleme çalışması, Şirket yönetimi tarafından sağlanan finansal ve operasyonel bilgiler ile Şirket'in 31 Aralık 2010, 31 Aralık 2011, 31 Aralık 2012 tarihli Türkiye Finansal Raporlama Standartları'na ("TFRS") göre hazırlanmış bağımsız denetimden geçmiş yıllık mali tablolarının ve 30 Eylül 2013 tarihi itibarıyla TFRS'ye göre hazırlanmış taslak bağımsız denetim ara dönem mali tablolarının incelenmesini ve analiz edilmesini, Şirket yönetimi ile Şirket'in mevcut performansının ve gelecek ile ilgili planlarının tartışılmasını, rapor tarihinde mevcut olan ekonomik ve mali piyasa koşullarının analizini kapsamaktadır. Şirket yönetimi tarafından tarafımıza sağlanan finansal verilerin, herhangi bir bağımsız denetime tabi tutulmaksızın, Şirket'in tarihsel ve projekte edilmiş faaliyet sonuçları ile finansal durumunu doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir.

Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Ata Yatırım"), Biteks yönetimi dışında üçüncü şahıslara karşı sorumluluk kabul etmemektedir. Bu raporun dağıtımı, Biteks yönetimi ile sınırlandırılmış olup hiçbir şekilde Ata Yatırım'ın yazılı rızası ve onayı olmadan üçüncü şahıslara dağıtılamaz. Bu değerlendirme danışmanlık raporu, ilişikteki "Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar"a tabiidir.

**Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.**



Demir Demirbağ  
İstanbul, 3 Şubat 2014

---

## GENEL VARSAYIMLAR VE SINIRLAYICI KOŞULLAR

---

Bu değerlendirme danışmanlık raporu aşağıda belirtilen genel varsayımlara ve sınırlayıcı koşullara tabidir:

1. Değer biçilen sabit kıymet ve çeşitli aktiflerin kanuni durumu veya ipotek ve irtifak hakkını da içeren diğer kanuni konularda herhangi bir inceleme yürütülmemiş olup, bu konularda sorumluluk kabul edilmemektedir. Aksi belirtilmedikçe, mevcut aktiflerin iyi ve satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir haciz, ipotek ve irtifak hakkı bulunmadığı varsayılmaktadır.
2. Üçüncü şahıslar tarafından sağlanan ve bu değerlemenin tümü ya da bir bölümüne esas teşkil eden bilgilerin güvenilir olduğu kabul edilmiş ve raporda belirtilenlerin dışında doğruluğu denetlenmemiştir. Söz konusu bilgilerin doğruluğu konusunda herhangi bir teminat verilmemektedir.
3. Bu rapor sadece belirtilen amaç için hazırlanmış olup herhangi başka bir amaç için kullanılması uygun değildir. Bu rapor veya herhangi bir parçası (sadece bunlarla sınırlı olmamakla birlikte, hisse değeri ile ilgili varılan sonuçlar, Ata Yatırım'ın veya bu raporu imzalamış veya raporla ilgili kişilerin veya bu kişilerle ilişkili kurumların adı da dahil olmak üzere) hiçbir şekilde Ata Yatırım'ın yazılı rızası ve onayı olmadan üçüncü şahıslara dağıtılamaz. Ata Yatırım, Şirket'in hissedarları dışında hiç kimseye karşı herhangi bir sorumluluk taşımamaktadır.
4. Ata Yatırım veya bu raporu imzalamış ya da raporla ilgili diğer kişilerin, daha önceden bir anlaşma yapılmadığı sürece, bu raporla ilgili olarak bir mahkeme veya herhangi bir dava takibinde ek danışmanlık vermeleri veya şahitlik yapmaları istenemez.
5. Çalışmamız, hisse değeri veya projeksiyonların gerçekleştirilebilirlikleri ve bu projeksiyonlara temel teşkil eden varsayımların dayanağı hususlarında güvence vermeye yönelik değildir. Genellikle, olayların ve şartların umulduğu gibi gerçekleşmemesinden dolayı, projeksiyonlarda öngörülen sonuçlar ile fiili sonuçlar arasında farklılıklar olmaktadır ve bu farklılıklar, eğer varsa, önemli olabilmektedirler.
6. Piyasa şartlarındaki değişikliklerden dolayı herhangi bir sorumluluk kabul edilmemekte ve rapor tarihinden sonra meydana gelen olay ve şartların etkilerini yansıtmak amacıyla raporun güncelleştirilmesi hususunda bir yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.
7. Kullanımları bu raporda yapılan değer hesaplamalarına temel teşkil eden tüm lisans, kullanım hakkı, muvafakatname veya herhangi bir kamu ya da özel kurumdan alınan diğer yasal ve idari izinlerin mevcut olduğu veya kolaylıkla elde edilebilir veya yenilenebilir olduğu öngörülmüştür.
8. Aksi belirtilmedikçe tüm ilgili kanun ve mevzuata tam uygunluk varsayılmaktadır.
9. Şirket hissedarlarının sorumluluk içinde hareket ettiği, Şirket yönetiminin ise konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
10. Tahmini değer, değerlendirme tarihindeki mali yapıya dayanılarak öngörülmüştür.
11. Bu rapor, Ata Yatırım'ın yazılı rızası ve onayı olmadan hiçbir sermaye piyasası sirkülerinde veya halka açık dokümanda kullanılamaz.

---

## YÖNETİCİ ÖZETİ

---

### Değerlemenin Amacı

Bu değerlendirme raporunun amacı, Biteks'in toplam hisse değerinin belirlenmesinde Şirket yönetim kuruluna ve hissedarlarına yardımcı olmaktır. Çalışmamız herhangi bir halka arz, satış veya alım önerisinde bulunmaya değil, yalnızca Şirket yönetimi ve hissedarlarının olası bir hisse değişimi kapsamında karar vermesine yardımcı olacak bilgileri sağlamaya yöneliktir. Bu değerlendirme raporu sadece belirtilen bu amaç ile ilgili olarak hazırlanmıştır ve herhangi bir başka amaç için kullanılması uygun değildir.

### Değerlemenin Kapsamı

Değerin tespiti ve raporlanması sürecinde, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan "*Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (Seri:VIII, No:45)*" hükümlerine uygun hareket edilmiştir.

Çalışmamız, genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre yapılmış bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir. Değerleme süreci, Şirket yönetimi tarafından sağlanan mali, idari ve ticari bilgilerin analizi, Şirket'in mevcut operasyonel performansının ve gelecek ile ilgili beklentilerinin Şirket yönetimi ile tartışılması ve değerlendirme tarihinde mevcut olan ekonomik ve piyasa koşullarının değerlendirilmesiyle sınırlıdır.

Piyasa değeri, herhangi bir etki altında olmaksızın ve gerek duyulan tüm bilgilerin ışığında hareket eden istekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasında bir işin el değiştireceği değerdir. Bu değerlendirme raporunun amacı, olası bir hisse alışverişi durumunda taraflar arasındaki görüşmelere temel teşkil edebilecek bir değer belirlenmesidir. Ancak, nihai değer alıcı ve satıcı arasında belirlenecek olup tarafımızca göz önüne alınan hususlara ek diğer hususları da içerebilecektir.

Şirket tarafından hazırlanan projeksiyonlara ilişkin varsayımlar, Şirket yönetiminin sorumluluğu altındadır. Genel olarak, Şirket'in hissedarlarının sorumluluk içerisinde hareket ettiği, Şirket yönetiminin ise konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

### Değerleme Yöntemleri

Şirket'in hisse değerinin belirlenmesinde, Pazar Yaklaşımı kapsamında Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi ve Benzer İşlemler Çarpan Analizi, Gelir İndirgeme Yaklaşımı kapsamında ise İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi kullanılmıştır. Varlık Esaslı Şirket Değerlemesi Yaklaşımı kapsamında Şirket'in Net Aktif Varlık Değeri de hesaplanmış ancak, bu yöntem çoğunlukla tasfiye edilecek şirketler için kullanıldığından Biteks'in değerlendirme çalışmasında dikkate alınmamıştır.

### Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi Yöntemi:

Bu yöntemde, değerlendirme çalışmasına konu olan Şirket'e faaliyet, büyüklük, karlılık, coğrafi bölge gibi açılardan benzeyen ve hisse senedi piyasalarında işlem gören şirketlerin, piyasalarda oluşan fiyatları ve hesaplanan çeşitli değerlendirme çarpanları kullanılarak bir değer tespiti yapılır.

Biteks'in faaliyeti, polyester iplik üretimi ve toptan satışlarıdır. Borsa İstanbul'a kote olan tekstil üreticileri arasında Şirket'in faaliyet alanına birebir uyan bir şirket bulunmamaktadır. Dolayısıyla, analiz çalışmasına Borsa İstanbul'a kote olup tekstil sektöründe benzer üretim faaliyetleri sürdüren şirketler dahil edilmiştir. Bununla birlikte, buldukları ülke borsalarına kote olan yabancı polyester iplik üreticileri de çalışmaya dahil edilmiştir. Hesaplama dikkate alınan halka açık şirketler aşağıda listelenmiştir:

**Tablo 1 – Karşılaştırılabilir Şirketler Listesi**

Şirket Adı	Ürün	Ülke
Billion Industrial Holdings	İplik (Polyester)	Çin
Zhejiang Unifull Industrial Fibre	İplik (Polyester)	Çin
PT Asia Pacific Fibers	İplik (Polyester)	Endonezya
Huvis Corporation	İplik (Polyester)	Güney Kore
Seong An Co., Ltd	İplik (Polyester)	Güney Kore
Ganesha Ecosphere Ltd	İplik (Polyester)	Hindistan
GSL Nova Petrochemicals	İplik (Polyester)	Hindistan
Indo Rama Synthetics India	İplik (Polyester)	Hindistan
JBF Industries Limited	İplik (Polyester)	Hindistan
Kiran Syntex Ltd	İplik (Polyester)	Hindistan
Nakoda Limited	İplik (Polyester)	Hindistan
Raj Rayon Industries	İplik (Polyester)	Hindistan
Reliance Chemotex Industries	İplik (Polyester)	Hindistan
Suryaamba Spinning Mills	İplik (Polyester)	Hindistan
Wisher Industrial Co., Ltd.	İplik (Polyester)	Tayvan
Yi Jinn Industrial Co. Ltd.	İplik (Polyester)	Tayvan
Arsan Tekstil	İplik, Kumaş	Türkiye
Birko	İplik	Türkiye
Birlik Mensucat	İplik, Kumaş, Havlu	Türkiye
Bossa	Entegre	Türkiye
Hateks Hatay Tekstil	İplik, Konfeksiyon	Türkiye
Karsu Tekstil	İplik, Kumaş	Türkiye
Menderes Tekstil	İplik, Kumaş, Konfeksiyon	Türkiye
Mensa	Entegre	Türkiye
Sonmez Pamuklu	İplik	Türkiye
Yunsa	İplik, Kumaş	Türkiye

Kaynak: Capital IQ, Borsa İstanbul

### Benzer İşlemler Çarpan Analizi Yöntemi:

Bu yöntemde geçmiş dönemlerde değerlendirme konusu Şirket'e benzeyen şirketlerle ilgili satın alma işlemlerindeki şirket değerleri ve hesaplanan çeşitli çarpanlar kullanılarak bir değer tespiti yapılmaktadır.

Son yıllarda Türkiye'de böyle bir satın alma işlemi gerçekleşmemiştir. Bu yüzden, yurtdışında gerçekleşen benzer işlemler analiz edilmiştir. Hesaplama kullanılan işlemler aşağıda listelenmiştir:

**Tablo 2 – Benzer İşlemler Listesi**

İşlemin Açıklanma Tarihi	Hedef Şirket	Ülke	Yatırımcı	Alınan Hisse Oranı
5.8.2013	Gadoon Textile Mills Ltd.	Pakistan	Y.B. Pakistan Limited	25%
14.2.2013	Vyapar Industries Ltd.	Hindistan	H. Raasi ve A. Raasi	26%
16.10.2012	Unifi Inc.	ABD	Kenneth Langone	8%
15.7.2012	Billion Industrial Holdings Limited	Çin	CECIC Chongqing Industry Co.,	29%
13.4.2012	Eurotex Industries and Exports Ltd.	Hindistan	PBM Polytex Limited	5%
27.3.2012	Eurotex Industries and Exports Ltd.	Hindistan	PBM Polytex Limited	5%
9.3.2012	STI India Ltd.	Hindistan	Bombay Rayon Fashion Limited	20%
7.2.2011	Trevira Holding GmbH	Almanya	Sinterama S.p.A., Indorama Ventures	100%
2.11.2010	STI India Ltd.	Hindistan	Bombay Rayon Fashion Limited	20%
11.2.2010	Shanghai Worldbest Development	Çin	Wang Guopu	5%

Kaynak: Capital IQ

### Net Aktif Varlık Değeri Yöntemi:

Net Aktif Varlık Değeri yöntemine göre bir şirketin hisse değeri, şirketin belli bir tarihteki varlıklarının ve yükümlülüklerinin kayıtlı değerlerinin farkı alınarak hesaplanır. Şirketin toplam özkaynaklarına eşit olan Net Aktif Varlık Değeri aynı zamanda şirketin net defter değeridir. Ancak bu yöntem, Şirket'in performansını ve gerçek değerini ölçmekten uzak olduğu için yaygın bir şekilde eleştirilmektedir. Net Aktif Varlık Değeri, şirketin aktiflerinin yaratacağı ve/veya yaratabileceği nakit akışları göz önüne alınmaksızın daha çok bu aktiflerin ticari bir mal gibi satılmaları halinde elde edebilecekleri değerlerin tespiti için kullanılmaktadır. Başka bir deyişle, Net Aktif Varlık Değeri şirketin herhangi bir tasfiye sürecinde elindeki aktiflerin değerini belirleyebilmek için bir kılavuz olarak kullanılabilir.

Biteks'in Net Aktif Varlık Değeri hesaplanırken 30 Eylül 2013 tarihli ara dönem taslak bağımsız denetim mali tabloları kullanılmıştır.

### İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Analizi Yöntemi:

İNA Analizi yöntemi, bir şirketin projekte edilmiş nakit akışlarının belirlenen bir iskonto oranıyla bugünkü değerlerine getirilmesini amaçlar. Bu iskonto oranı, iş ve piyasa riskini de göz önüne alacak şekilde, bir yatırımdan beklenen getiri oranını yansıtır.

Diğer yandan, nakit akışlarının projeksiyonunda ülkenin ekonomisinin genel durumu ve makroekonomik göstergeler de göz önünde bulundurulmaktadır.

Şirket yönetimi, 2013 (4. Çeyrek) - 2020 yıllarını kapsayan üç ay ve yedi yıllık dönem için belli varsayımlar ışığında finansal projeksiyonlar ve projekte edilmiş özet gelir tablosu hazırlamıştır. İNA hesaplamalarında bu varsayımlar ve projeksiyonlar kullanılmıştır.

## Değerleme Sonuçları

Yukarıda özeti verilen yöntemler dikkate alınarak Şirket'in 30 Eylül 2013 tarihi itibarıyla Hisse Değeri **48.045.047 TL** olarak hesaplanmaktadır.

**Tablo 3 – Değerleme Sonuç Tablosu**

Değerleme Yöntemi	Hisse Değeri (TL)	Ağırlık (Hisse Değeri) (%)	Ağırlıklı Oranlı Hisse Değeri (TL)
<b>Pazar Yaklaşımı:</b> Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi	34.732.544	10%	3.473.254
<b>Pazar Yaklaşımı:</b> Benzer İşlemler Çarpan Analizi	30.180.654	10%	3.018.065
<b>Varlık Yaklaşımı:</b> Net Aktif Varlık (Özkaynak) Değeri	15.174.543	0%	-
<b>Gelir Yaklaşımı:</b> İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi	51.942.159	80%	41.553.727
<b>Toplam</b>		<b>100%</b>	<b>48.045.047</b>

## ŞİRKET PROFİLİ

### Genel Bilgiler

Biteks, 17 Ağustos 2005 tarihinde Adana Hacı Sabancı Organize Bölgesi'nde Misis Enerji Üretim A.Ş. unvanı ile elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitesinin müşterilere satışı amacıyla kurulmuştur. 29 Ocak 2007 tarihli yönetim kurulu kararı ile şirket ana sözleşmesinin 1.,3.,6.,7.,8.,9. ve 11. maddelerinde değişiklikler yapılarak Biteks İplik Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanı ile tekstil ürünlerinin imalat, ithalat, ihracat ve yurtiçi ticaret faaliyetlerine başlamıştır.

Şirket, 2007 yılı Şubat ayında Osmaniye iline bağlı Organize Sanayi Bölgesi'nde 1.289.815 kg/yıl kapasiteli 38.700 m<sup>2</sup> toplam alan üzerine kurulu 24.192 iğlik iplik tesisi ile sentetik ring iplik üretimine başlamıştır. Şirket, iplik sektöründeki gelişmelere paralel olarak yurtiçi ve yurtdışı talepleri karşılamak üzere 2010-2011 dönemlerinde aynı arazi üzerine inşa edilen ilave tesislerle 40.944 iğlik ring hattına ulaşarak, kapasitesini 2.224.877 kg/yıl'a çıkartmıştır. Ayrıca aynı dönemde 3.520 m<sup>2</sup> kapalı alana sahip iplik büküm tesisi kurulmuştur.

Biteks günümüzde Osmaniye Organize Sanayi Bölgesi'ndeki tesisinde sentetik ring iplik üretimi ve fason üretim hizmet faaliyeti göstermektedir. Tedarikçi firmalardan alınan polyester elyaf ve viskon elyaf harmanlamasıyla üretilen tek kat ve çift kat iplikler yurtiçi ve yurtdışı pazarında satılmaktadır. Aynı zamanda fason üretim hizmeti de verilmektedir. Müşterilerine ait hammaddeler iplik tesisinde iplik haline dönüştürülmekte tek kat ve çift kat iplik olarak sevk edilmektedir.

Şirket, faaliyetlerini 47559 ticaret sicil numarası ile Adana Ticaret Sicil Memurluğu'na kayıtlı olarak Hacı Sabancı Organize Sanayi Bölgesi 1. Cadde Atatürk Bulvarı No:5/B Yakapınar, Sarıçam/Adana adresinde sürdürmektedir. Biteks'in rapor tarihi itibarıyla çıkarılmış sermayesi, her biri 1 TL itibari değerinde 5.500.000 adet paya ayrılmış olup bu payların 1.050.000 adedi (A) grubu nama yazılı 4.450.000 adedi (B) grubu hamiline yazılı paylardan oluşmaktadır. (A) grubu hisselerin toplam hisse miktarı içindeki payı %19,09, (B) grubu hisselerin toplam hisse miktarı içindeki payı ise %80,91 seviyesindedir. Şirket'in ortakları, hisse senedi tutarları ve pay oranları aşağıda gösterilmiştir:

Tablo 4 - Hissedarlık Yapısı

Hissedar	Hisse Miktarı (TL)	Oran (%)	(A) Grubu Hisse Miktarı (TL)	(A) Grubu Oran (%)	(B) Grubu Hisse Miktarı (TL)	(B) Grubu Oran (%)
Mehmet Ali Bilici	792.000	14,40%	150.000	14,29%	642.000	14,43%
Süleyman Bilici	792.000	14,40%	150.000	14,29%	642.000	14,43%
Bülent Bilici	792.000	14,40%	150.000	14,29%	642.000	14,43%
Ali Hikmet Bilici	781.000	14,20%	150.000	14,29%	631.000	14,18%
Tamer Bilici	781.000	14,20%	150.000	14,29%	631.000	14,18%
Mehmet Fatih Bilici	781.000	14,20%	150.000	14,29%	631.000	14,18%
Günsel Güngör	781.000	14,20%	150.000	14,29%	631.000	14,18%
<b>Toplam</b>	<b>5.500.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.050.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>4.450.000</b>	<b>100,00%</b>

Kaynak: Şirket yönetimi

## Bağımsız Denetimden Geçmiş Mali Tablolar

Şirket'in Güreli Yeminli Mali Müşavirlik ve Bağımsız Denetim Hizmetleri A.Ş. - An Independent Member of BAKER TILLY INTERNATIONAL tarafından denetlenmiş 31 Aralık 2010, 31 Aralık 2011 ve 31 Aralık 2012 dönemleri TFRS Mali Tabloları ve 30 Eylül 2013 ara dönemi TFRS taslak Mali Tabloları aşağıda sunulmaktadır.

BİLANÇO (TL)	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	30.9.2013
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>11.306.266</b>	<b>13.202.956</b>	<b>14.633.432</b>	<b>23.961.440</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	140.478	226.986	814.252	469.927
Ticari Alacaklar	6.555.477	7.456.762	6.608.066	12.473.970
Diğer Alacaklar	1.035.643	1.784.951	1.812.074	1.535.249
Stoklar	914.579	2.776.315	4.927.847	8.549.004
Diğer Dönen Varlıklar	2.660.089	957.942	471.193	933.290
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>15.733.189</b>	<b>15.244.650</b>	<b>14.167.226</b>	<b>13.991.724</b>
Ticari Alacaklar	-	82.130	-	124.696
Maddi Duran Varlıklar	15.733.189	15.162.520	14.167.226	13.867.028
<b>VARLIKLAR</b>	<b>27.039.455</b>	<b>28.447.606</b>	<b>28.800.658</b>	<b>37.953.164</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>9.545.522</b>	<b>12.839.139</b>	<b>10.210.639</b>	<b>17.355.569</b>
Finansal Borçlar	6.437.356	10.858.745	7.322.674	14.415.661
Ticari Borçlar	2.617.494	1.364.265	1.977.504	2.151.781
Diğer Borçlar	398.723	486.145	473.983	449.901
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	35.025	-	373.174	-
Borç Karşılıkları	29.388	38.882	48.813	79.824
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	27.536	91.102	14.491	258.402
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>14.569.681</b>	<b>10.659.745</b>	<b>6.231.767</b>	<b>5.423.052</b>
Finansal Borçlar	13.919.293	10.296.403	5.932.076	5.573.434
Kıdem Tazminatı Karşılığı	51.931	43.106	81.618	116.414
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	598.457	320.236	218.073	(266.796)
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>2.924.252</b>	<b>4.948.722</b>	<b>12.358.252</b>	<b>15.174.543</b>
Ödenmiş Sermaye	500.000	2.000.000	5.500.000	5.500.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-	-	-	(16.418)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	11.292	11.292	94.687	94.687
Geçmiş Yıllar Kar / Zararları	818.537	1.312.955	1.270.035	6.763.565
Net Dönem Karı / Zararı	1.594.423	1.624.475	5.493.530	2.832.709
<b>KAYNAKLAR</b>	<b>27.039.455</b>	<b>28.447.606</b>	<b>28.800.658</b>	<b>37.953.164</b>
<b>GELİR TABLOSU (TL)</b>	<b>31.12.2010</b>	<b>31.12.2011</b>	<b>31.12.2012</b>	<b>30.9.2013</b>
Satış Gelirleri	<b>16.170.173</b>	<b>24.414.026</b>	<b>32.548.747</b>	<b>28.504.078</b>
Satışların Maliyeti (-)	(13.839.288)	(17.697.267)	(24.555.503)	(23.140.017)
<b>BRÜT KAR / (ZARAR)</b>	<b>2.330.885</b>	<b>6.716.759</b>	<b>7.993.244</b>	<b>5.364.061</b>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(14.249)	(21.643)	(293.614)	(338.752)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(495.901)	(732.468)	(655.737)	(617.647)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-	-	-	-
Diğer Faaliyet Gelirleri	733.043	184.243	132.047	2.111.391
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	(160.471)	(148.560)	(146.214)	(869.923)
<b>FAALİYET KAR / (ZARARI)</b>	<b>2.393.307</b>	<b>5.998.331</b>	<b>7.029.726</b>	<b>5.649.130</b>
Finansal Gelirler	2.713.687	2.289.924	2.367.062	376.658
Finansal Giderler (-)	(2.837.950)	(6.222.512)	(2.528.970)	(3.467.375)
<b>VERGİ ÖNCESİ KAR / (ZARARI)</b>	<b>2.269.044</b>	<b>2.065.743</b>	<b>6.867.818</b>	<b>2.558.413</b>
Vergi Gelir / (Gideri)	(674.621)	(441.268)	(1.374.288)	274.296
<b>DÖNEM KAR / (ZARARI)</b>	<b>1.594.423</b>	<b>1.624.475</b>	<b>5.493.530</b>	<b>2.832.709</b>

Kaynak: Şirket yönetimi

## EKONOMİK GÖRÜNÜM

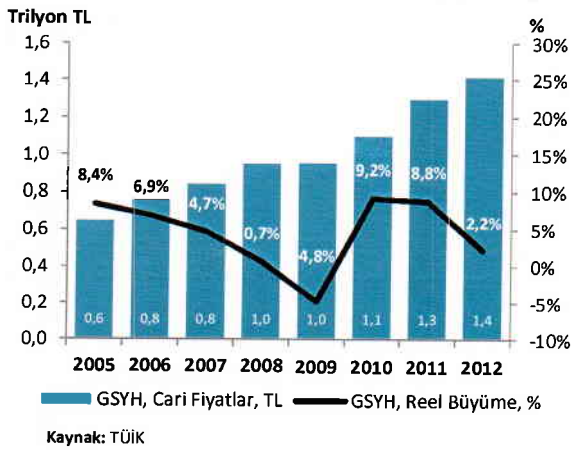
### Temel Ekonomik Göstergeler

Gayrisafi Yurtiçi Hasıla ("GSYH"), özel kesimin tüketim ve yatırım harcamalarındaki yavaşlamaya rağmen dış talebin gücünü koruması sayesinde, 2012'de 2011 yılına göre nominal olarak %9,2 oranında (reel %2,2) büyümüştür. GSYH'nin harcamalar yönünden en büyük bileşeni olan özel nihai tüketim harcamalarının 2011 yılındaki %18 oranındaki artışın ardından, 2012 yılında %8 oranında artması sonucu tüketimin büyümeye katkısı görece olarak azalmıştır. Özel sektör yatırım harcamaları 2012 yılında %0,5 azalmıştır. Kamu sektörü yatırım harcamalarındaki %11 oranındaki artışa rağmen yatırım harcamalarının büyümeye katkısı azalarak % 20 seviyesine gerilemiştir.

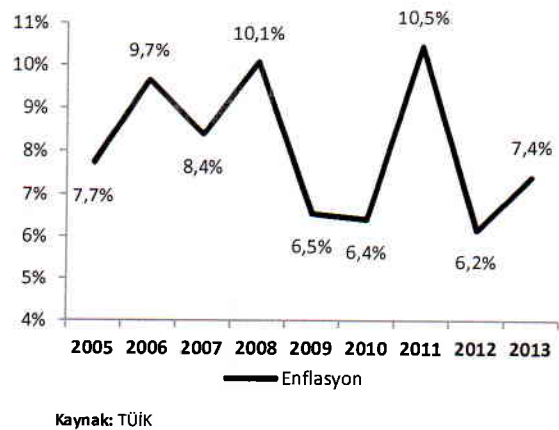
Türkiye İstatistik Kurumu'nun ("TÜİK") 10 Aralık 2013 tarihinde açıkladığı verilere göre Türkiye 2013 yılının ilk çeyreğinde %3,0, ikinci çeyreğinde %4,5, üçüncü çeyreğinde %4,4, 9 aylık görünümde ise %4,0 oranında büyümüştür. Ekonomi Bakanlığı tarafından yayınlanan 26.11.2013 tarihli Ekonomik Görünüm Raporu'na göre 2013 yılı için Türkiye'nin büyüme tahmini IMF tarafından %3,8, OECD ve Dünya Bankası tarafından %3,6 ve hükümet tarafından hazırlanan orta vadeli programa göre %3,6 olarak öngörülmektedir. 2014 büyüme tahminleri ise şöyledir; IMF: %3,5; OECD: %3,8, Dünya Bankası: %4,5 ve hükümet tarafından hazırlanan orta vadeli program: %4,0.

Geçtiğimiz dönemlerde, para ve maliye politikalarının uyumlu ve kararlı bir şekilde uygulanması sonucunda ekonomide sağlanan görece istikrarla birlikte büyüme ve enflasyon rakamlarındaki oynaklık önemli ölçüde azalırken, yüksek büyümeyle birlikte enflasyon tek haneli rakamlara gerilemiştir. TÜFE artışı 2011 Aralık ayından bir önceki yıla göre %10,45 seviyesinde gerçekleşmiştir. Özellikle enerjideki kamu fiyat ve vergi ayarlamaları enflasyonu olumsuz etkileyen bir faktör olmuştur. Diğer taraftan, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki olumlu seyre ek olarak tarım dışı emtia fiyatlarında yıl genelindeki ılımlı hareketler, döviz kurlarındaki istikrarlı gidişat ve yavaşlayan ekonomik faaliyet enflasyon görünümüne olumlu katkı yapmış, 2012 yıl sonu enflasyonu (bir önceki yılın aynı ayına göre) %6,16 olarak gerçekleşmiştir. TÜİK'in 3 Ocak 2014'te açıkladığı verilere göre TÜFE, 2013 yılı Aralık ayında bir önceki yılın Aralık ayına göre %7,40 artmıştır.

Grafik 1 - GSYH ve Reel Büyüme



Grafik 2 - Enflasyon

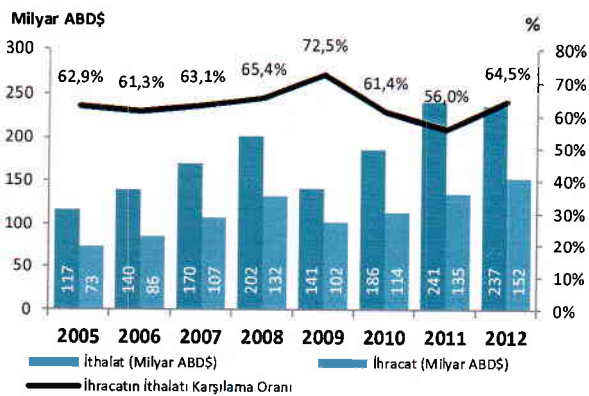


Ödemeler dengesine bakıldığında 2012 yılında toplam mal ihracatının 2011 yılına göre %13,0 oranında artarak 152,5 milyar ABD\$ seviyesine ulaştığı görülmektedir. Toplam mal ithalatı ise %1,8 oranında azalarak 236,6 milyar ABD\$ seviyesine gerilemiştir. Bunun sonucunda dış ticaret açığı 84 milyar ABD\$ olarak gerçekleşmiştir. 2012 yılında ihracat, tekstil ve giyim gibi geleneksel sektörlerin yanı sıra özellikle kıymetli taşlar ve mücevher sektörlerinin güçlü performans sergilemesi sonucunda yüksek oranda büyümüştür. Yıl genelinde dış ticaret hadlerinin ihracat lehine gelişmesine karşın, iç talepteki artışa paralel olarak ithalat talebinde canlanma yaşanmış ve bu duruma bağlı olarak dış ticaret açığı artmıştır. 2013 yılının ilk 10 ayı için yayınlanan TÜİK verilerine göre, ihracat ABD\$ bazında 2012 yılının aynı dönemine göre %1,2 azalmış, ithalat %5,8 artmış ve dış ticaret açığı 82,6 milyar ABD\$ olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye'de son yıllarda cari işlemler açığında gözlenen yükselişte, artan özel yatırımlardan ziyade ithal girdi payı yüksek olan otomotiv, makine-teçhizat, elektronik gibi sektörlerde yoğunlaşması etkili olmuştur. Ham petrol başta olmak üzere enerji ithalatı fiyatlarının hızlı yükseliş göstermesi de cari işlemler açığının genişlemesinden dolayı olmuştur. Cari açığın finansmanında 2010 yılı sonuna göre doğrudan yatırımların ve uzun vadeli girişlerin payı önemli ölçüde artmakla birlikte kısa vadeli borçlanmaların payı artış göstermeye devam etmiştir.

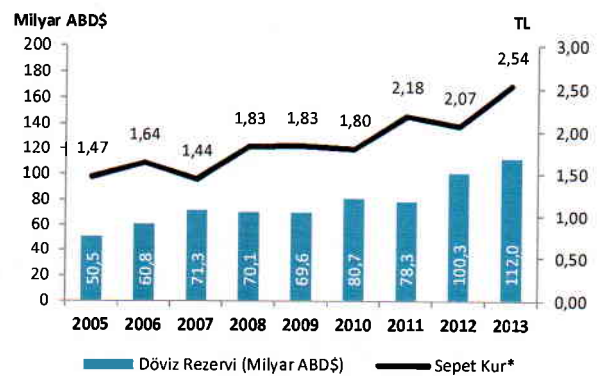
Global finansal krizi takip eden dönemde artan risk iştahına paralel olarak istikrarsızlaşan sermaye hareketleri özellikle gelişmekte olan ülkelerin döviz kurlarında önemli değişiklikler yaşanmasına neden olmuştur. Bu gidişatın bir uzantısı olarak ülkemizde 2011 yılında yarım ABD\$ ve yarım Avro'dan oluşan kur sepetinde artış gözlenmiş, 2012'de ise TCMB'nin politikalarının bir neticesi olarak kur sepeti 2,0771'e gerilemiştir. TCMB'nin altın hariç döviz rezervleri 2012 yılı sonunda 100,3 milyar ABD\$ seviyesine yükselmiştir. 2013 yılında ise özellikle yılın ikinci yarısında kurlar yükselmiş ve 31 Aralık 2013 tarihi itibarıyla 1 ABD\$ 2,1343 TL'ye, 1 Avro 2,9365 TL'ye, sepet kur ise 2,5354'e ulaşmıştır. Diğer yandan 27 Aralık 2013 tarihi itibarıyla TCMB döviz rezervi 112,0 milyar ABD\$'na ulaşmıştır.

**Grafik 3 - Dış Ticaret Hacmi**



Kaynak: TÜİK

**Grafik 4 - TCMB Döviz Rezervi ve Sepet Kur**



Kaynak: TÜİK

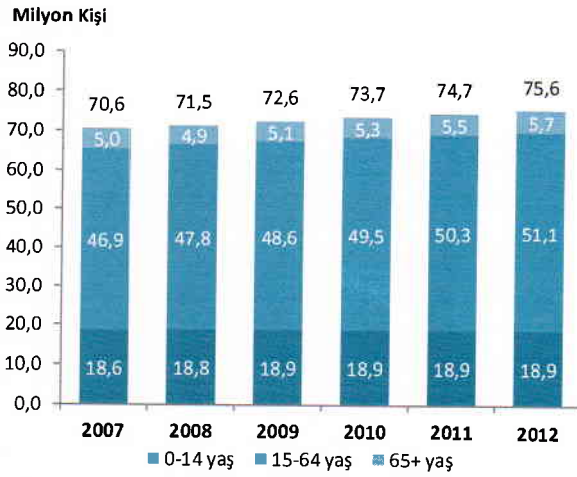
Ekonomik yapıyla ilgili önemli faktörlerden biri de nüfustür. Nüfus artışının sermaye birikimi, işgücü ve istihdam, doğal kaynaklar, teknolojik gelişme, milli gelir, kamu harcamaları, konut talebi, beslenme ile iç göç ve kentleşme üzerine etkileri vardır. Adrese dayalı nüfus kayıt sistemi verilerine göre 2012 yılı sonu itibarıyla Türkiye nüfusu 75,6 milyon kişidir. Nüfusun 38 milyonluk kısmını erkekler, 37,6 milyonluk kısmını ise kadınlar oluşturmaktadır. 2012 yılı verilerine göre nüfusun %78'i şehirlerde yaşamaktadır. Bu noktadan hareketle Türkiye'de hızlı bir kentleşme süreci

olduğu görülmektedir. Nüfusun yaş itibarı ile dağılımı ise Türkiye nüfusunun yarısının 30 yaşından küçük olduğunu göstermektedir.

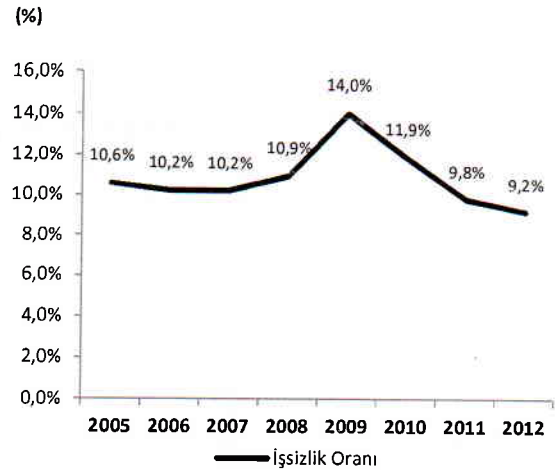
Diğer yandan küresel finansal krizin hemen ardından 2009 yılında ortalama %14'e çıkan işsizlik oranı takip eden yıllarda azalarak 2012'de ortalama %9,2'ye gerilemiştir. İşsizlik oranı 2013'ün ilk 10 ayında ortalama %9,6 olarak gerçekleşmiştir.

Bu seneki Orta Vadeli Program'da ilk kez orta vadeli tasarruf oranı hedefleri açıklanmıştır. OECD ortalamasının altında bir tasarruf oranına sahip olan Türkiye'de brüt tasarrufların oranı 2012'de %14,3 (net %8,8) olurken 2013'te bu oranın %15'e çıkması öngörülmektedir. Bu oranın artırılması ile cari açığın yüksek olmasının en önemli sebeplerinden biri olarak kabul edilen düşük tasarruf oranının ve buna bağlı olarak büyümenin yurtdışından finanse edilmesi ihtiyacının belli bir iyileşme kaydetmesi beklenmektedir. Bu yönde atılan önemli adımlardan biri olan Bireysel Emeklilik Sistemi'nde 1 Ocak 2013 tarihinden itibaren vergi matrahından indirim yolu ile kullanılan vergi avantajı uygulaması kaldırılmış ve devlet katkısı sistemine geçilmiştir.

Grafik 5 - Nüfus



Grafik 6 - İşsizlik Oranı



## SEKTÖREL GÖRÜNÜM

### Tekstil Sektörü

Tekstil sektörü, Türkiye'nin geleneksel sanayi alanlarından biridir ve sanayi ve ihracatta başarı öyküsünün mihenk taşlarından birisidir. Tekstil sektörü tanımı içinde elyaftan başlayarak mamul maddeye kadar oldukça uzun bir üretim zinciri bulunmaktadır. Kabaca alt sektörleri iplik, dokuma, örme, dokusuz yüzey, terbiye, hazır giyim, konfeksiyon yan sanayi olarak sayılabilir. Biteks, tekstil ana sektörü içerisinde iplik üretimi ve fason iplik üretimi konularında hizmet vermektedir.

1980 yılından sonra ihracat ağırlıklı büyüme trendine giren tekstil sektörü, Türkiye'nin GSYH'sinin %10'luk kısmını karşılamaktadır. Tekstil sektörü, Türkiye'nin dış ticaret açığına olumlu katkıda bulunan sektörlerin başında gelmektedir. Türkiye'de otomotiv sektöründen sonra en çok ihracat gerçekleştirilen sektör de tekstil sektörüdür. Türk tekstil sektörü, bir bütün olarak bugün en fazla dış ticaret fazlası veren sektördür. Ayrıca, istihdam kapasitesi ile işsizliğin azalmasına ve toplumun refahına çok ciddi düzeyde katkıda bulunmaktadır.

Sektör, kurulu kapasite, iş sayısı itibarıyla dünya'da altıncı; rotor sayısında ise dördüncü sıradadır. Avrupa'nın en büyük tekstil üretici ülkesi Türkiye'dir. Ülkemiz, pamuk üretiminde dünyanın yedinci büyük üreticisidir. Ev tekstilinde broderi ve gipür üretimi için kurulan makine parkı, dünyanın en büyük makine parkıdır. Avrupa'nın en büyük nevresim üreten fabrikası ülkemizdedir.

İstanbul Tekstil ve Konfeksiyon İhracatçı Birlikleri ("TKİB") verilerine göre, tekstil sektöründe ihracat yapan firmalar, 2013 Ocak-Haziran dönemi performansını geçen yılın aynı dönemine oranla %6,6 seviyesinde arttırmıştır. Tekstil sektörü, 4 milyar 164 milyon ABD\$ ile Türkiye ihracatının %5,6'sını karşılamıştır. Sektörde en fazla ihracat 542 milyon ABD\$ ile Rusya'ya, 418 milyon ABD\$ ile İtalya'ya ve 213 milyon ABD\$ ile Almanya'ya gerçekleşmiştir.

Hazır giyim alanında ise Türkiye, dünyada 6. sırada ve AB ülkelerine ihracatta Çin'den sonra 2. sırada yer almaktadır. Türkiye'de hazır giyim ve tekstil sektöründe 20 bine yakın imalatçı ihracatçı firma bünyesinde kayıtlı kayıtsız 2 milyon civarında kişi istihdam edilmekte olup, bu firmaların %90'lık kısmı KOBİ firmalarından oluşmaktadır.

Biteks'in faaliyet gösterdiği Çukurova Bölgesinin gerek pamuk üretimi ve buna bağlı tekstil faaliyetleri konusundaki uzun geçmişi şirketin üretimine olumlu yansımaktadır. Zira gerek hammadde kaynaklarına yakınlığın maliyetlere yansımaları, gerek lojistik avantajlar ve gerekse uzman personel mevcudiyeti ve işgücü maliyetinin mukayeseli düşüklüğü şirket karlılığına olumlu etki sağlamaktadır.

Sektörde iplik üretimi Kahramanmaraş, İstanbul, Adıyaman, Gaziantep, Bursa gibi illerde yoğun olarak yapılırken, Denizli'de havlu, bornoz, ev tekstili, Uşak'ta iplik, battaniye, Çorlu ve Çerkezköy'de tekstil terbiyesi, Adana'da iplik, pamuklu dokuma ve terbiye, Gaziantep'te polipropilen, dokusuz yüzey, makine halıcılığı, İstanbul'da konfeksiyon ve örme üretimi ön plana çıkmaktadır.

## DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

### Temel Yaklaşımlar

Şirket değerlemesinde temel olarak aşağıdaki yaklaşımlar kullanılmaktadır:

1. Pazar Yaklaşımı
2. Varlık Esaslı Şirket Değerlemesi Yaklaşımı
3. Gelir İndirgeme Yaklaşımı

Yukarıda belirtilen her bir değerlendirme yaklaşımı, farklı yöntemler ile şirket değerinin belirlenmesini mümkün kılmaktadır. Aşağıda bu değerlendirme yaklaşımlarının kullandığı yöntemler anlatılmaktadır:

#### Pazar Yaklaşımı

Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (Seri: VIII, No: 45) kapsamında Pazar Yaklaşımı, değerlendirme konusu şirketi, i- halka açık hisse senedi piyasalarında işlem gören benzer şirketlerle (Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi), ii- şirketin faaliyet gösterdiği sektörde daha önce gerçekleşmiş olan benzer bir satış işlemine konu olan şirketlerle (Benzer İşlemler Çarpan Analizi) veya iii- eğer varsa, şirketin hisselerinin satışına ilişkin önceki dönemlerde yapılan işlemlerle karşılaştırarak değer tespiti yapmayı amaçlamaktadır.

Bahsedilen bu yöntemlerle ilgili özet bilgiler aşağıda sunulmuştur:

#### *Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi*

Pazar Yaklaşımı kapsamında benzer nitelikteki şirketlerle yapılan karşılaştırmaların makul bir esası olmalıdır. Bu benzer nitelikteki şirketler, değerlendirme konusu şirket ile aynı sektörde veya aynı ekonomik değişkenlere bağlı olan bir sektörde olmalıdır. Bu karşılaştırma anlamlı bir şekilde gerçekleştirilmeli ve yanıltıcı olmamalıdır. Karşılaştırma için makul bir esasın kullanılıp kullanılmadığının belirlenmesinde göz önüne alınan faktörler şunlardır:

- Nicel ve nitel şirket özellikleri açısından değerlendirme konusu şirket ile benzerlik
- Benzer şirketin verilerinin tutarı ve doğrulanabilirliği
- Benzer şirketin fiyatının, tarafların birbirini tanımadan gerçekleştirdikleri bir işlemi yansıtmayı yansıtmadığı

Bu yöntemde verilerine ulaşılması kolay olduğu için halka açık borsa şirketlerinin verileri analiz edilerek, genelde Şirket Değeri'nin çeşitli gelir veya net varlık değerlerine bölünmesiyle çeşitli değerlendirme çarpanları (ŞD/FAVÖK, ŞD/Net Satışlar, vb.) hesaplanır. Daha sonra bu çarpanlar değerlendirilecek şirketin verilerine (FAVÖK, Net Satışlar gibi) uygulanarak, makul piyasa değeri ile ilgili gösterge değere ulaşılır.

Bu yöntemin uygulanmasında aşağıdaki konulara önem gösterilmelidir.

- Benzer şirketler seçilirken, şirketin faaliyet konusuna, büyüklüğüne ve faaliyet gösterdiği pazara benzeyen şirketler seçilmelidir.

- 
- Çarpanları hesaplamak için kullanılan benzer nitelikteki şirketlere ilişkin veriler ve hesaplamalar doğru olmalıdır.
  - Eğer veriler ortalama olarak alınrsa, göz önünde bulundurulmuş süre ve ortalama alma yöntemi uygun olmalıdır.
  - Tüm hesaplamalar, hem benzer nitelikteki şirketler hem de değerlendirme konusu şirket için aynı şekilde gerçekleştirilmelidir.
  - Çarpanda kullanılan veriler, değerlendirme tarihi itibarıyla karşılaştırılan bütün şirketler için geçerli olmalıdır.
  - Uygun olan yerlerde benzer nitelikteki şirketleri ve değerlendirme konusunu oluşturan şirketleri daha karşılaştırılabilir kılmak için ayarlamalara ihtiyaç duyulabilir.
  - Olağandışı, tekrarlanmayan veya faaliyet dışı kalemler için düzeltmeler yapılması gerekebilir.
  - Seçilen oranlar, benzer nitelikteki şirketlerin ve değerlendirme konusu şirketlerin riskleri ve beklentilerindeki farklılıklar ele alındığında uygun nitelikte olmalıdır.
  - Değerleme konusu şirkette birden fazla değerlendirme katsayısı seçilip uygulanabileceğinden birçok değer göstergesi ortaya çıkabilir.
  - Mülkiyeti etkileyecek kontrol yetkinliği ve piyasada rahat el değiştirmesini etkileyecek likidite yetkinliği ile ilgili düzeltmeler (likidite iskontosu ve/veya kontrol primi) uygun görülmesi halinde değerlemede dikkate alınmalıdır.

Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi yöntemi, seçilen halka açık şirketlerin ileriye dönük satış, karlılık ve hisse senedi fiyatları tahmin edilebilirse değerlendirilecek şirketin ileriye dönük finansal verilerine uygulanmak suretiyle şirketin ileriye dönük performansını dikkate alabilir.

### ***Benzer İşlemler Çarpan Analizi***

Benzer İşlemler Çarpan Analizi yöntemi, değerlendirme konusu şirketin toplam hisse değerini, şirketin faaliyet gösterdiği sektörde yakın geçmişte gerçekleşmiş olan birleşme ve satın alma işlemlerinde ortaya çıkan gerçek değerleri baz alarak değerlemeyi amaçlamaktadır.

Bu yöntemde, değerlendirme işlemi yapılacak olan şirket ile aynı sektörde yakın geçmişte gerçekleşen şirket alım satım işlemleri, işleme konu olan şirketlerin faaliyet alanları, büyüklükleri ve coğrafi lokasyon gibi özelliklerine bakılarak belirlenir. Daha sonra satın alınan şirketlerin halka açıklanan finansal bilgilerine dayanılarak satış ve faaliyet karı ile ilgili değerlendirme çarpanları ( $\text{\$/Satış}$ ,  $\text{\$/FAVÖK}$ , vb.) hesaplanır. Hesaplanan çarpanlar değerlendirilecek şirketin verilerine (FAVÖK, Net Satışlar gibi) uygulanarak, makul piyasa değeri ile ilgili gösterge değere ulaşılır.

Bu yöntemin uygulanmasında çeşitli güçlükler oluşabilmektedir:

- Genellikle benzer işlemler listesinin oluşturulması en zor adımdır. Seçilen şirketler, değerlemesi yapılacak şirketten çok farklı büyüklük ve/veya karlılık seviyesine sahip olabilmektedirler. Ayrıca tamamen aynı alanda faaliyet gösteren bir şirket bulabilmek genellikle zor olmaktadır.
- Çarpan hesaplaması için gereken finansal bilgilerin elde edilmesi genellikle zor olmakta, çoğu zaman gerçekleşen işlemlerin değeri açıklanamamakta ve hatta bazen açıklansa bile örnek şirket ile ilgili finansal bilgiler yetersiz kalmaktadır.

- 
- Şirketlerin faaliyet gösterdiği ülkeler arasındaki büyüme potansiyeli, karlılık seviyeleri, muhasebe standartları ve piyasa gelişmişlik düzeyleri farklılık göstermekte ve bu da yöntemin uygulanmasını zorlaştırmaktadır.
  - Bir işlem değeri genellikle satın alan tarafın öngördüğü, satın alma sonucunda ortaya çıkacak sektörel ve finansal sinerjileri de kısmen içermektedir. Bu yöntemdeki bir diğer güçlük ise kontrol hissesinin satın alınması durumunda kontrol hissesi için ödediği "kontrol primi"nin hesaplanmasındaki zorluktur. Kontrol primi, özel işlemlerde oldukça zor ayırt edilebilmekte ve hesaplanan çarpanların doğruluğunu önemli derecede etkileyebilmektedir.
  - Geçen zaman içerisinde değişen ekonomik şartlara göre, sektörde ve şirkette meydana gelen gelişmeleri yansıtacak şekilde düzeltmeler yapılması gerekebilir.

Tüm bu güçlükler rağmen, potansiyel yatırımcılara geçmiş benzer işlemleri karşılaştırarak piyasa değerinin tahminine olanak sağladığı için bu yöntem hala temel yöntemlerden biri olarak kullanılmaktadır.

#### **Varlık Esaslı Şirket Değerlemesi Yaklaşımı**

Şirket değerlemelerinde, Varlık Esaslı Şirket Değerlemesi Yaklaşımı, değerlendirme uzmanlarının farklı varlık tipleri için kullandıkları maliyet yaklaşımı ile benzer niteliklere sahiptir. Varlık esaslı yaklaşımın temeli, ikame prensibine dayalıdır, yani bir varlığın değeri, o varlığı oluşturan parçaların tamamının yenilenmesi maliyetinden daha fazla olmayacaktır.

Varlık esaslı yaklaşımın uygulamasında maliyet esaslı bilanço yerine, maddi olan ve olmayan tüm varlıklar ve borçlar Pazar Değeri veya uygun olan bir başka cari değer üzerinden hesaplanmış bir bilanço kullanılmaktadır. Burada vergilerin de göz önüne alınması gerekebilir. Eğer pazar veya tasfiye değerleri uygulanırsa satış maliyetleri ile diğer giderlerin de göz önüne alınması gerekebilir. Varlık esaslı yaklaşım, aşağıdakilerden birini veya daha fazlasını içeren şirketlerde, kontrol yetkisine sahip hakların değerlendirilmesi sırasında göz önünde bulundurulmalıdır:

- Bir gayrimenkul şirketi veya zirai faaliyette bulunan bir şirket gibi bir yatırım veya holding şirketi
- İşletmenin sürekliliği varsayımı dışında bir başka esasa dayalı olarak değerlendirilmesi yapılan bir şirket

Varlık esaslı yaklaşım, işletmenin sürekliliği varsayımı altında değerlendirilmesi yapılan şirketler için kullanılan tek değerlendirme yaklaşımı olmamalıdır.

---

## Gelir İndirgeme Yaklaşımı

Gelir İndirgeme Yaklaşımı, bir şirketin, şirket mülkiyeti hakkının veya menkul kıymetin değerini, gelecekteki kazançların bugünkü değerini hesaplayarak takdir eder. En sık başvurulan iki gelir indirgeme yöntemi, İndirgenmiş Nakit Akışları ("İNA") analizi ve Temettü yöntemidir.

Gelirin (doğrudan) indirgenmesinde bir temsili gelir seviyesi, geliri değere dönüştürmek amacıyla bir indirgeme oranına bölünür veya bir gelir çarpanıyla çarpılır. Teoride gelir, birçok farklı gelir ve nakit akışı tanımı şeklinde olabilir. Uygulamada ise ölçülen gelir genelde ya vergi öncesi gelirdir ya da vergi sonrası gelirdir. İndirgeme oranı kullanılan gelir tanımı için uygun olmalıdır.

İndirgenmiş Nakit Akışları analizi ve/veya Temettü yönteminde nakit akışları, gelecekteki her bir dönem için ayrı ayrı tahmin edilir. Bu akışlar daha sonra şimdiki değer teknikleri kullanılarak bir iskonto oranının uygulanmasıyla değere dönüştürülür. Birçok nakit akışı tanımı kullanılabilir. Uygulamada genellikle, net nakit akışı (hissedarlara dağıtılabilecek nakit akışı) veya gerçekleşen temettüler (özellikle azınlık konumundaki hissedarların durumunda) kullanılmaktadır. İskonto oranı, kullanılan nakit akışı tanımı için uygun olmalıdır.

İndirgeme oranları ile iskonto oranları, pazardan elde edilen oranlar olup bir fiyat çarpanıyla (halka açık borsa şirketleri veya işlemlerin verilerinden elde edilen) veya bir faiz oranıyla (alternatif yatırım verilerinden elde edilen) ifade edilir.

Beklenen gelir veya kazançlar, kazançların beklenen büyümesini ve zamanlamasını, bu kazançların akışıyla ilgili riskleri ve paranın zaman açısından değerini göz önüne alan hesaplamalar kullanılarak değere dönüştürülür. Beklenen gelir veya kazançlar, şirketin sermaye yapısı ve geçmişteki performansı ile şirketin gelecekte beklenen görünümü ve sektörel ve ekonomik faktörler göz önünde bulundurularak tahmin edilmelidir.

Gelir yaklaşımı, geliri belli bir değere dönüştürmek amacıyla indirgerken bir indirgeme oranının, nakit akışını indirgerken de bir iskonto oranının kullanılmasını zorunlu kılmaktadır. Uygun olan oran tahmin edilirken değerlendirme uzmanının, faiz oranlarının seviyesini, yatırımcıların benzer nitelikteki yatırımlardan beklediği getiri oranlarını ve beklenen kazanç akışlarında bulunan riski göz önüne alması gerekir.

---

## DEĞERLEME ANALİZLERİ

---

Biteks'in değerleme çalışmasında Pazar Yaklaşımı kapsamında Karşılaştırılabilir Şirketler arpan Analizi ve Benzer İşlemler arpan Analizi, Varlık Esaslı Şirket Değerlemesi Yaklaşımı kapsamında Net Aktif Varlık Değeri Yöntemi ve Gelir İndirgeme Yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi kullanılmıştır.

### Pazar Yaklaşımı

#### Karşılaştırılabilir Şirketler arpan Analizi:

Karşılaştırılabilir Şirketler arpan Analizi yönteminde, değerlemeye konu olan Şirket ile benzer faaliyetlerde bulunan Şirketler belirlenerek, bu Şirketlerin piyasa verileri üzerinden piyasa arpanları hesaplanır. Bulunan piyasa çarpanlarının değer tespiti yapılan Şirketin finansal performansına göre düzeltilmesi ile Şirket değeri bulunmaktadır.

Türkiye'de, hisseleri Borsa İstanbul'da ("BİST") işlem görmeyen Şirketlerin faaliyet raporlarına ve mali verilerine ulaşmak genelde mümkün olmamaktadır. Bu duruma bağlı olarak, analiz çalışmasına baz olacak Şirketler BİST'e kote Şirketler arasından seçilmiştir. Ayrıca, dünya genelinde değişik ölkelerin borsalarında Şirket ile aynı/benzer faaliyet alanında yer alan Şirketler de çalışmaya dahil edilmiştir. Dolayısıyla, karşılaştırılabilir Şirket değerinin tespitinde Şirket ile aynı/benzer ürünleri üreterek benzer faaliyetlerde bulunan Türk ve yabancı firmaların piyasa verileri dikkate alınmıştır:

**Tablo 5 - Karşılaştırılabilir Yabancı ve Türk Şirketler** <sup>(1) (2)</sup>

Şirket Adı	Ürün	Ülke	Hisse Değeri <sup>(1)</sup> (Mn ABD\$)	Şirket Değeri <sup>(1)</sup> (Mn ABD\$)	ŞD/Net Satış (Son 12 Ay) <sup>(2)</sup>	ŞD/FAVÖK (Son 12 Ay) <sup>(2)</sup>	ŞD/FVÖK (Son 12 Ay) <sup>(2)</sup>	Fiyat/Kazanç
Billion Industrial Holdings	İplik (Polyester)	Çin	1.140,2	1.334,0	1,3	8,9	11,3	11,5
Zhejiang Unifull Industrial	İplik (Polyester)	Çin	233,1	371,0	1,6	27,9	103,9	NM
PT Asia Pacific Fibers	İplik (Polyester)	Endonezya	19,2	1.057,8	1,9	142,6	g.d.	1,9
Huvis Corporation	İplik (Polyester)	Güney Kore	327,5	335,6	0,2	5,0	8,3	9,5
Seong An Co., Ltd	İplik (Polyester)	Güney Kore	33,2	137,2	0,6	7,5	50,6	9,4
Ganesha Ecosphere Ltd	İplik (Polyester)	Hindistan	8,3	37,3	0,5	4,7	6,1	2,4
GSL Nova Petrochemicals	İplik (Polyester)	Hindistan	0,3	5,1	4,6	g.d.	g.d.	g.d.
Indo Rama Synthetics India	İplik (Polyester)	Hindistan	34,3	140,8	0,3	21,8	g.d.	5,3
JBF Industries Limited	İplik (Polyester)	Hindistan	84,2	867,9	0,7	7,7	11,3	g.d.
Kiran Syntex Ltd	İplik (Polyester)	Hindistan	0,4	0,4	0,2	8,4	9,2	-
Nakoda Limited	İplik (Polyester)	Hindistan	48,1	333,2	0,8	12,5	16,1	3,5
Raj Rayon Industries	İplik (Polyester)	Hindistan	1,6	62,0	0,5	g.d.	g.d.	g.d.
Reliance Chemotex	İplik (Polyester)	Hindistan	1,9	10,7	0,3	3,3	4,4	2,8
Suryaamba Spinning Mills	İplik (Polyester)	Hindistan	1,1	6,1	0,3	4,0	5,6	7,5
Wisher Industrial Co., Ltd.	İplik (Polyester)	Tayvan	46,7	54,2	0,6	9,6	15,8	15,1
Yi Jinn Industrial Co. Ltd.	İplik (Polyester)	Tayvan	65,1	174,5	1,2	40,3	g.d.	29,1
Arsan Tekstil	İplik, Kumaş	Türkiye	50,1	78,2	1,2	21,4	g.d.	8,7
Birko	İplik	Türkiye	11,7	50,1	0,7	5,2	6,9	g.d.
Birlik Mensucat	İplik, Kumaş, Havlu	Türkiye	4,6	9,0	1,5	g.d.	g.d.	g.d.
Bossa	Entegre	Türkiye	74,9	148,5	0,8	11,7	43,7	4,9
Hateks Hatay Tekstil	İplik, Konfeksiyon	Türkiye	25,7	35,6	0,7	37,6	g.d.	g.d.
Karsu Tekstil	İplik, Kumaş	Türkiye	11,0	36,7	0,6	18,7	175,5	g.d.
Menderes Tekstil	İplik, Kumaş, Konfeksiyon	Türkiye	44,2	128,6	0,5	5,3	6,9	6,9
Mensa	Entegre	Türkiye	11,5	47,1	13,2	g.d.	g.d.	g.d.
Sonmez Pamuklu	İplik	Türkiye	54,0	44,0	3,4	19,2	30,5	18,4
Yunsa	İplik, Kumaş	Türkiye	58,6	110,3	0,8	8,2	12,7	9,1
<b>Ortalama (Seçilmiş Veriler)</b>					<b>1,230</b>	<b>7,887</b>	<b>8,279</b>	<b>8,796</b>

**Kaynak:** Capital IQ, BIST, Kamuyu Aydınlatma Platformu

<sup>(1)</sup> 3 Şubat 2014 tarihi itibarıyla

<sup>(2)</sup> Mukayese edilen şirketlerin Net Satış, FVÖK (Faiz, Vergi Öncesi Kar) ve FAVÖK (Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar) verileri, 30 Eylül 2012 - 30 Eylül 2013 arasındaki 12 aylık dönemi kapsamaktadır. Şirket'in faaliyet alanı tekstil sektöründe polyester ve viskon iplik üretimidir. Karşılaştırılabilir şirketlerin seçiminde özellikle bu üretim dalında faaliyet gösteren şirketlere öncelik verilmiştir.

**Not:** "m.d." kısaltması, "mevcut değil" demektir ve hesaplama yapmak için yeterli verinin olmadığı anlamına gelmektedir.

**Not:** "g.d." kısaltması, "geçerli değil" demektir ve yapılan hesaplamaların sonucunun eksi (-) olması sebebiyle değer bulmada kullanılamayacağı anlamına gelmektedir.

**Not:** Üstü çizili rakamsal değerler, ihtiyatlılık ilkesi gereğince çarpan analizine dahil edilmemiş olan uç değerlerdir.

Karşılaştırma için seçilen şirketlerin tamamı halka açık olduğundan hesaplanan çarpanlar satılabilirlik primi içermektedir. Bunun sonucunda Biteks gibi Türkiye'de halka açık olmayan bir şirketin değerlendirilmesinde belirli bir iskonto oranı kullanılarak, Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi ile hesaplanan teorik hisse değerinden bu prim miktarını elimine etmek gerekmektedir.

Bu iskonto miktarı aynı zamanda aşağıdakileri de içermektedir:

- Bir hissedarın sahip olduğu halka açık olmayan bir şirketin hisselerini, halka açık bir şirketin hisselerinden daha zor satabilme olanağı;
- Yatırımcının, yatırımının karlılığını ölçebilmesi için gereken bilgilere halka açık olmayan bir şirkette, halka açık bir şirketten daha zor ulaşabilmesi.

Çeşitli araştırma ve istatistikler, sınırlı likiditeye sahip hisseler için kullanılan likidite iskontosu oranının %10 ila %30 arasında değiştiğini göstermektedir. Biteks'in hisse değerinin hesaplanmasında kullanılacak uygun likidite iskontosu oranını %15 olarak belirlemiş bulunmaktayız.

Bunun yanı sıra, değerlendirme çalışmasında kullanılan çarpanlar çoğunluk hissesine sahip olmanın sağladığı ek faydayı içermediğinden %20 oranında çoğunluk hissesi primi hesaplanarak Biteks'in hisse değerlerine eklenmiştir.

Değerleme çarpanlarının Şirket'in 30 Eylül 2013 tarihli finansal verilerinden yola çıkarak hesaplanan 1 Ekim 2012 - 30 Eylül 2013 dönemi verilerine uygulanmasıyla tespit edilen Hisse Değeri aşağıda sunulmuştur:

**Tablo 6 – Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi Sonuçları**

Çarpan Türü	Çarpan (x)	Şirket Değeri <sup>(1)</sup> (TL)	Hisse Değeri <sup>(1)</sup> (TL)	Ağırlık (%)	Ağırlık Oranlı Şirket Değeri (TL)	Ağırlık Oranlı Hisse Değeri (TL)
ŞD / Net Satış	1,230	44.638.746	25.119.578	33,3%	14.879.582	8.373.193
ŞD / FAVÖK	7,887	62.700.880	43.181.712	33,3%	20.900.293	14.393.904
Fiyat / Kazanç	8,796	50.453.717	30.934.549	33,3%	16.817.906	10.311.516
<b>Değer</b>				<b>100,0%</b>	<b>52.597.781</b>	<b>33.078.613</b>
Likidite İskontosu	-15%					
Çoğunluk Hissesi Primi	20%					
<b>Karşılaştırılabilir Değer</b>						<b>34.732.544</b>

<sup>(1)</sup> İşbu raporun hazırlandığı tarih itibarı ile Şirket'in 30 Eylül 2013 finansal tabloları kullanılmıştır. Bu tarih itibarıyla son 12 aylık Net Satış, FAVÖK, Net Kar miktarları sırasıyla 36.301.162 TL, 7.950.135 TL ve 3.516.885 TL'dir. 30 Eylül 2013 itibarı ile Biteks'in Net Borç miktarı ise 19.519.168 TL'dir.

Biteks'in 30 Eylül 2013 tarihli finansal tablolarından yola çıkılarak hesaplanan **Hisse Değeri 34.732.544 TL** seviyesindedir.

#### **Benzer İşlemler Çarpan Analizi:**

Benzer İşlemler Çarpan Analizi yönteminde, değerlemeye konu olan şirketin faaliyet alanında daha önce gerçekleşen alım satım işlemleri belirlenerek, işlemlere konu olan şirketlerin kamuya açıklanan finansal verileri üzerinden piyasa çarpanları hesaplanır. Bulunan piyasa çarpanlarının değer tespiti yapılan şirketin finansal performansına göre düzeltilmesi ile şirket değeri bulunmaktadır.

Daha önce Türkiye'de Şirket'in faaliyet alanında benzer bir satış işlemi yaşanmamıştır. Bu bağlamda çalışmada kullanılacak olan işlemler, faaliyet alanı aynı olmak kaydıyla diğer ülkelerden seçilmiştir.

**Tablo 7 – Benzer İşlemler**

İşlemin Açıklanma Tarihi	Hedef Şirket <sup>(1)</sup>	Ülke	Yatırımcı	Alınan Hisse Oranı	İşlem Değeri (Mn ABD \$)	ŞD/Net Satış	ŞD/FAVÖK	ŞD/FVÖK
5.8.2013	Gadoon Textile Mills Ltd.	Pakistan	Y.B. Pakistan Limited	25%	9,63	0,5	4,1	5,4
14.2.2013	Vyapar Industries Ltd.	Hindistan	H. Raasi ve A. Raasi	26%	1,26	0,4	m.d.	m.d.
16.10.2012	Unifi Inc.	ABD	Kenneth Langone	8%	19,27	0,5	6,1	11,2
15.7.2012	Billion Industrial Holdings Limited	Çin	CECIC Chongqing Industry Co., Ltd.	29%	377,43	0,9	4,7	5,4
13.4.2012	Eurotex Industries and Exports Ltd.	Hindistan	PBM Polytex Limited	5%	0,21	0,4	12,5	m.d.
27.3.2012	Eurotex Industries and Exports Ltd.	Hindistan	PBM Polytex Limited	5%	0,2	0,4	8,5	m.d.
9.3.2012	STI India Ltd.	Hindistan	Bombay Rayon Fashion Limited	20%	2,72	1,2	13,7	61,2
7.2.2011	Trevira Holding GmbH	Almanya	Sinterama S.p.A., Indorama Ventures	100%	56,13	0,2	m.d.	m.d.
2.11.2010	STI India Ltd.	Hindistan	Bombay Rayon Fashion Limited	20%	0,43	1,0	10,4	22,0
11.2.2010	Shanghai Worldbest Industry Development Co.,Ltd.	Çin	Wang Guopu	5%	21,4	6,4	m.d.	m.d.
<b>Ortalama (Seçilmiş Veriler)</b>						<b>0,820</b>	<b>9,317</b>	<b>7,333</b>

**Kaynak:** Capital IQ

<sup>(1)</sup> Şirket'in faaliyet alanı tekstil sektöründe polyester ve viskon iplik üretimidir. Karşılaştırılabilir şirketlerin seçiminde özellikle bu üretim dalında faaliyet gösteren şirketlere öncelik verilmiştir.

**Not:** "m.d." kısaltması, "mevcut değil" demektir ve hesaplama yapmak için yeterli verinin olmadığı anlamına gelmektedir.

**Not:** Üstü çizili rakamsal değerler, ihtiyatlılık ilkesi gereğince çarpan analizine dahil edilmemiş olan uç değerlerdir.

Değerleme çalışmasında kullanılan çarpanlar çoğunluk hissesine sahip olmanın sağladığı ek getiriyi içermediğinden %20 oranında çoğunluk hissesi primi hesaplanarak Biteks'in hisse değerlerine eklenmiştir.

Elde edilen ortalama değerleme çarpanlarının Şirket'in 30 Eylül 2013 tarihli finansal verilerinden yola çıkarak hesaplanan 1 Ekim 2012 - 30 Eylül 2013 dönemi oniki aylık verilerine uygulanmasıyla tespit edilen Şirket Değeri aşağıda sunulmuştur:

**Tablo 8 – Benzer İşlemler Çarpan Analizi Sonuçları**

Çarpan Türü	Çarpan (x)	Şirket Değeri <sup>(1)</sup> (TL)	Hisse Değeri <sup>(1)</sup>	Ağırlık (%)	Ağırlık Oranlı Şirket Değeri (TL)	Ağırlık Oranlı Hisse Değeri (TL)
ŞD / Net Satış	0,820	29.766.953	10.247.785	33,3%	9.922.318	3.415.928
ŞD / FAVÖK	9,317	74.068.759	54.549.591	33,3%	24.689.586	18.183.197
ŞD / FVÖK	7,333	45.263.754	25.744.586	33,3%	15.087.918	8.581.529
<b>Değer</b>				<b>100,0%</b>	<b>49.699.822</b>	<b>30.180.654</b>
Çoğunluk Hissesi Primi	20%					
<b>Karşılaştırılabilir Değer</b>						<b>36.216.785</b>

<sup>(1)</sup> İşbu raporun hazırlandığı tarih itibarı ile Şirket'in 30 Eylül 2013 finansal tabloları kullanılmıştır. Bu tarih itibarıyla son 12 aylık Net Satış, FVÖK, Net Kar miktarları sırasıyla 36.301.162 TL, 7.950.135 TL ve 3.516.885 TL'dir. 30 Eylül 2013 itibarı ile Biteks'in Net Borç miktarı ise 19.519.168 TL'dir.

Biteks'in 30 Eylül 2013 tarihli finansal tablolardan yola çıkılarak Benzer İşlemler Çarpan Analizi yöntemine göre hesaplanan **Hisse Değeri 36.216.785 TL**'dir.

## Varlık Esaslı Şirket Değerlemesi Yaklaşımı

### Net Aktif (Özkaynak) Varlık Değeri Yöntemi:

Net Aktif Varlık Değeri, sermaye ve dağıtılmamış karların toplamıdır. Diğer bir deyişle, bilançodaki varlıklardan borçların düşülmesi ile kalan tutardır. İki nedenden ötürü şirketin piyasa değerini tam anlamıyla ifade etmemektedir:

- 1- Gerek varlık, gerekse borçların bilgi kalitesi ancak ülkede kullanılan muhasebe standartlarının kalitesi kadar anlamlıdır.
- 2- Şirketin bilançoda yer almayan, müşteri yapısı, markası, yönetim kadrosunun bilgi ve tecrübesi, sektöründe yarattığı olumlu imaj gibi değerleri, kısaca şirket peştemaliesini kapsamamasıdır.

Bunun yanısıra, bilançolara ulaşılabilirlik kolaylığı nedeniyle, Net Aktif Varlık Değeri (Defter Değeri veya Özkaynak Değeri de denir) uygulamada sıkça sözü edilen bir kavramdır.

İşbu raporun hazırlandığı tarih itibari ile Biteks'in en güncel mali tabloları 30 Eylül 2013 taslak bağımsız denetim raporunda yer alan mali tablolardır. Net Aktif Varlık Değeri yönteminde bu mali tablolar kullanılmıştır:

**Tablo 9 - Net Aktif Varlık (Özkaynak) Değeri**

Bağımsız Denetimden Geçmiş Ara Dönem Verileri	30.9.2013 (TL)
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>15.174.543</b>
<b>Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar</b>	<b>15.174.543</b>
Ödenmiş Sermaye	5.500.000
Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(16.418)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	94.687
Geçmiş Yıllar Kar / Zararları	6.763.565
Net Dönem Karı / Zararı	2.832.709
<b>Kontrol Gücü Olmayan Paylar</b>	<b>-</b>

Net Aktif Varlık Değeri yöntemiyle, Biteks'in 30 Eylül 2013 tarihli taslak finansal tablolarından yola çıkılarak hesaplanan **Hisse Değeri 15.174.543 TL**'dir.

## Gelir İndirgeme Yaklaşımı

### İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Analizi Yöntemi:

İNA yöntemi, uluslararası finans kuruluşları ve şirketlerce kabul gören ve kurumsal finansman işlemlerinde en çok kullanılan değerlendirme yöntemlerinden biridir. Bu yöntem, şirketin geçmiş performansı, gelecek büyüme planları ve piyasa koşulları göz önüne alınarak gelecekte şirketin yaratacağı net nakit akışlarının tahmin edilmesi ve bu nakit akışlarının belirli bir indirgeme oranı ile bugünkü değere indirgenmesini kapsar. İndirgeme (iskonto) oranı olarak da firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin kullanılması gerekmektedir.

Faaliyetlerden sağlanan nakit akışları firmanın bir bütün olarak değerini ifade edeceğinden, bu değerden firmanın tüm borçlarının değeri düşülerek firmanın ortaklarına ait olan özsermayenin (veya onu temsil eden hisse senetlerinin) değerine ulaşmak mümkündür. Bu yöntem, işleyiş mekanizmasından da anlaşılacağı gibi, sermaye yapıları birbirinden farklı firmaların değer karşılaştırmasında çok kullanışlı bir model olarak öne çıkmaktadır.

Şirketin İNA yöntemine göre değeri tespit edilirken kullanılan varsayımlar ve hesaplamalar şu şekildedir:

#### Projeksiyon Dönemi

Değerleme çalışmalarında kullanılan finansal projeksiyonlar, 1 Ekim 2013 ila 31 Aralık 2020 tarihleri arasındaki üç ay ve yedi yıllık dönem için hazırlanmıştır. Şirketin 2020 yılı sonrasında yaratacağı nakit akışları devam eden değer olarak hesaplamalara dahil edilmiştir.

#### İskonto Oranı

Değerleme çalışmasında iskonto oranı olarak, Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM) kapsamında %13,87 olarak hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC) kullanılmıştır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında

$$k_e = r_f + (r_p \times \beta)$$

$r_f$  = Risksiz faiz oranı

$r_p$  = Pazar risk primi

$k_e$  = Özsermaye maliyeti

$\beta$  = Pazar korelasyonu (Beta)

formülünden hareketle %17,25 olarak hesaplanan öz sermaye maliyeti temel alınmıştır. Formülde kullanılan risksiz faiz oranı olarak, piyasalarda gösterge tahvil olarak kabul gören TRT270923T11 ISIN kodlu, 27 Eylül 2023 vade tarihli, 10 yıl vadeli devlet tahvilinin 3 Şubat 2014 itibarı ile birleşik getiri oranı olan %10,24 kullanılmıştır. Bu oran, ülke risk primini de içermektedir.

Şirket'in nakit akışlarına uygulanacak iskonto oranının belirlenmesi için kullanılan pazar risk primi %5'tir. Bu oran, işbu raporu düzenleyen Ata Yatırım'ın Araştırma Bölümü tarafından borsaya açık firmaların nakit akışlarının indirgenmesi için kullanılan risk primi oranıdır. Bu risk primine ek olarak, %2'lik bir şirket riski de eklenmiştir. Bunun sebebi, Şirket'in 2014-2020 yılları arasında yeni bir ürün üretimi için yatırım yapacak olması ve geçmiş performansı

olmayan bu faaliyetle ilgili nakit akışlarının isabetli bir şekilde öngörülebilmesi ile alakalı olan risktir. Bu risk ayrıca, Şirket'in sermaye piyasaları ortamında henüz kendini kanıtlamamış olması ile de bağlantılıdır.

Beta katsayısının belirlenmesi amacıyla Türkiye'de tekstil sektöründe faaliyet gösteren halka açık şirketlerden özellikle iplik üretiminde bulunan firmalar seçilmiştir. Bu seçim yapılırken, şirketlerin tekstil sektöründen başka bir sektörde faaliyetlerinin olmamasına özen gösterilmiştir.

#### Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti,

$$k_w = (D/L_t \times k_d) + (E/L_t \times k_e)$$

$k_e$  = Özsermaye maliyeti

$k_d$  = Borçlanma maliyeti

$k_w$  = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti

$D$  = Finansal yükümlülükler

$E$  = Özsermaye

$L_t$  = Toplam yükümlülükler (Pasifler)

formülü kullanılarak borç maliyeti ve özsermaye maliyetinin, Şirket'in finansmanında hedeflenen borç/sermaye yüzdesiyle ağırlıklandırılmasıyla hesaplanmıştır. Bu varsayımlar altında Şirket'in projeksiyon dönemindeki ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine ilişkin hesaplama parametreleri şu şekilde özetlenmiştir:

**Tablo 10 - Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplama Parametreleri**

Sermaye Maliyeti		Borç Maliyeti	
Sermaye Oranı	60,00%	Borç (Kaldıraç) Oranı	40,00%
Risksiz Faiz Oranı <sup>(1)</sup>	10,24%	Şirketin Borç Alabildiği Faiz Oranı	11,00%
Pazar Risk Primi	5,00%	Vergi	20,00%
Şirkete Özgü Risk Primi	2,00%		
Borçsuz Beta	0,65		
Borçlu Beta	1,00		
<b>Sermaye Maliyeti</b>	<b>17,25%</b>	<b>Borçlanma Maliyeti (Vergi Sonrası)</b>	<b>8,80%</b>
<b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM")</b>	<b>13,87%</b>		
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	1,50%		

<sup>(1)</sup> 3 Şubat 2014 itibarı ile 27 Eylül 2023 vadeli TRT270923T11 ISIN Kodlu Devlet Tahvilii Bileşik Faiz Oranı

#### Enflasyon Beklentisi

TÜİK'in 3 Ocak 2014'te açıkladığı verilere göre TÜFE, 2013 yılı Aralık ayında bir önceki yılın Aralık ayına göre %7,40 artmıştır. Çalışmamızda dikkate alınan enflasyon oranları aşağıda sunulmuştur.

**Tablo 11 - Enflasyon Oranları**

Enflasyon (%)	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Türkiye - Enflasyon (TÜFE) <sup>(1)</sup>	7,4%	8,0%	7,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
ABD - Enflasyon (TÜFE) <sup>(2)</sup>	1,4%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%

<sup>(1)</sup> Kaynak: Merkez Bankası, Ata Yatırım

<sup>(2)</sup> Kaynak: Amerikan Merkez Bankası

### Kur Beklentisi

TCMB verilerine göre 2013 yıl sonunda US\$/TL: 2,13 ve EUR/TL: 2,94 olarak gerçekleşmiştir. Çalışmamızda dikkate alınan tahmini döviz kurları aşağıda sunulmuştur.

Tablo 12 - Kur Oranları

TL/ABD\$ <sup>(1)</sup>	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Yıl Ortalaması	1,90	2,19	2,28	2,33	2,38	2,43	2,48	2,53
Yıl Sonu	2,13	2,25	2,30	2,35	2,40	2,45	2,50	2,55

<sup>(1)</sup> Kaynak: TCMB, Ata Yatırım

TL/Euro <sup>(1)</sup>	2013	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Yıl Ortalaması	2,53	2,99	3,08	3,13	3,18	3,23	3,28	3,33
Yıl Sonu	2,94	3,05	3,10	3,15	3,20	3,25	3,30	3,35

<sup>(1)</sup> Kaynak: TCMB, Ata Yatırım

### Satış Gelirleri

Biteks'in mevcut operasyonlarından satış gelirleri, tek kat iplik, çift kat iplik, fason tek kat iplik, fason çift kat iplik, ticari mal, hammadde satışları ve diğer gelirlerden oluşmaktadır.

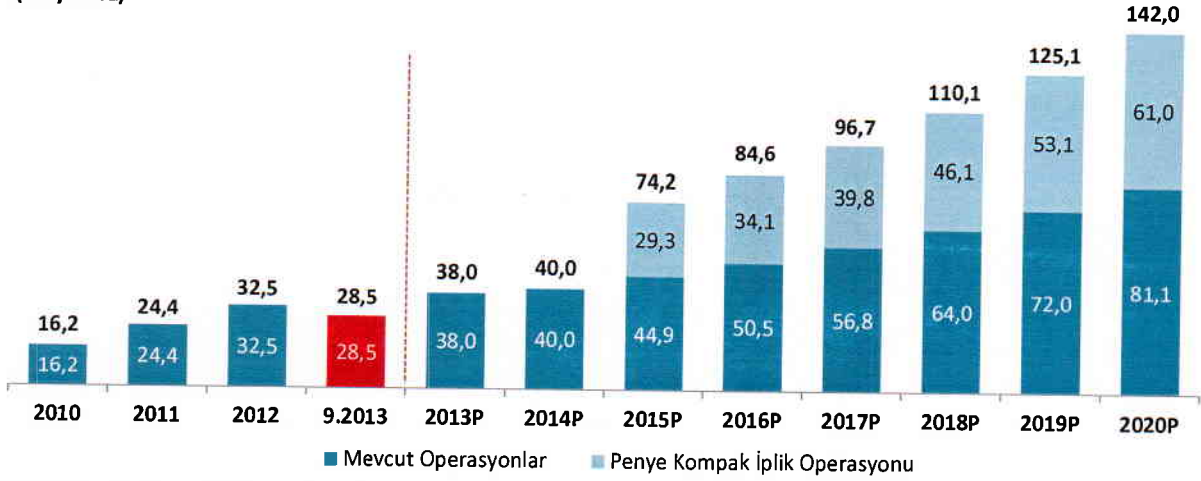
Şirket'in Net Satışları 2011 yılında 24.414.025 TL seviyesinde iken 2012 yılında, bir önceki yıla göre %33,3 artışla, 32.548.747 TL seviyesine ulaşmıştır. 30 Eylül 2013 itibarıyla ise Şirket'in Net Satışları 28.504.078 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Mevcut operasyonların satış gelirlerinin 2020 yılında 81.077.636 TL'ye ulaşması öngörülmektedir.

Şirket'in mevcut operasyonlarının yanında projeksiyon dönemi boyunca satış gelirlerinin artışını etkileyecek önemli bir yatırım planı bulunmaktadır. Değerleme raporu kapsamında 19.584 iğ kapasiteli bir yatırım öngörülmüştür. Bu yatırım sonrasında Biteks, penye kompakt iplik satışları ve diğer gelirler başlığı altında penye kompakt iplik üretimi sırasında ortaya çıkan telef maddeleri olan penye telefi, ve tarak ve promofil telefi satışları gerçekleştirebilecektir. Yatırım planının detayları, işbu raporun ilerleyen sayfalarında "Yatırımlar" bölümünde detaylı bir şekilde anlatılmaktadır.

Penye kompakt iplik operasyonundan kaynaklanan satışların devreye girmesi ile birlikte Biteks'in satışlarının 2015-2020 yılları arasında önemli ölçüde artış göstermesi öngörülmektedir.

Grafik 7 - Net Satışlar [2010 - 2020P]

(Milyon TL)



Not: Sayıların en yakın ondalığa yuvarlanmaları sebebiyle Mevcut Operasyonlar ve Penye Kompak İplik Operasyonu verilerinin ayrı ayrı toplamı toplam rakama göre farklılık gösterebilmektedir.

Satış öngörülerini kapsamında mevcut operasyonlardan ve penye kompakt iplik operasyonundan kaynaklanacak satışların projeksiyon dönemi için ürün bazında brüt satış miktarları (Kg) ve satış fiyatları (TL/Kg) tahmin edilmiştir. Bu verilerin çarpımları ile yıllar itibarıyla brüt TL satış tutarlarına ulaşılmıştır. 2013 yılı satış öngörülerini düzenlenirken 30 Eylül 2013 ara dönem satış miktarlarının interpolasyonu yöntemiyle yıl sonu satış miktarları öngörülmüş, 30 Eylül 2013 itibarıyla oluşan ürün bazında TL/Kg fiyatlarıyla çarpılmıştır. Miktar (Kg) bazında satışların herhangi bir dönem Şirket'in o ürünü üretme kapasitesini aştığı durumlarda Şirket'in bahsi geçen ürünü üçüncü taraflara fason olarak ürettireceği varsayılmış ve bu şekilde gerçekleştirilen fason operasyonun gelir ve giderlerinin Şirket'in iç operasyonları ile aynı seviyelerde olacağı öngörülmüştür.

Projeksiyon dönemi boyunca sabit bırakılan tek gelir mevcut operasyonlardan kaynaklanan Diğer Gelirler kalemidir. Mevcut operasyonlardan kaynaklanan Diğer Gelirler kalemi, 2013 yılında 30 Eylül 2013 ara dönemi taslak bağımsız denetim raporunda yer alan verilerin interpolasyonu kullanılarak öngörülmüş, projeksiyon dönemi boyunca ise yıllık 200.000 TL miktarı ile sabit bırakılmıştır.

2013 yılında Satışlardan İndirimler kalemi, 30 Eylül 2013 ara dönemi taslak bağımsız denetim raporunda yer alan verinin interpolasyonu kullanılarak 84.964 TL olarak öngörülmüştür. Projeksiyon dönemi boyunca, 2010, 2011, 2012 dönemleri ve 30 Eylül 2013 ara döneminde Satışlardan İndirimler'in Brüt Satışlar'a oranlarının ortalaması olan %0,29 oranı kılavuz olarak kullanılmıştır. Her senenin hem mevcut operasyonlardan hem de hayata geçirilecek olan penye kompakt iplik operasyonundan elde edilecek toplam Brüt Satışlarının %0,29'una denk gelen TL miktarı Satışlardan İndirimler olarak kabul edilmiştir.

2013 ile 2020 yılları arasında yurtiçi ve yurtdışı satış, ve ürün bazında satış açısından varsayımlar ve projeksiyon sonuçları şu şekildedir:

**Tablo 13 - Brüt Satış Gelirleri [2013P - 2020P]**

(TL)	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
<b>Brüt Satışlar</b>	<b>38.090.401</b>	<b>40.073.564</b>	<b>74.421.157</b>	<b>84.863.274</b>	<b>96.969.392</b>	<b>110.396.973</b>	<b>125.489.780</b>	<b>142.445.326</b>
Yurtiçi Satışlar	21.934.996	23.924.138	54.425.151	62.472.305	71.523.290	81.695.242	93.118.639	105.938.820
Mevcut Ürünler	21.934.996	23.924.138	26.911.617	30.281.471	34.082.874	38.371.331	43.209.494	48.668.077
Penye Kompak İplik	-	-	27.513.533	32.190.834	37.440.416	43.323.910	49.909.145	57.270.743
Yurtdışı Satışlar	16.046.027	15.949.426	17.941.078	20.187.647	22.721.916	25.580.888	28.806.329	32.445.384
Diğer Gelirler	109.379	200.000	2.054.928	2.203.322	2.724.186	3.120.844	3.564.812	4.061.122
(TL)	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
<b>Brüt Satışlar</b>	<b>38.090.401</b>	<b>40.073.564</b>	<b>74.421.157</b>	<b>84.863.274</b>	<b>96.969.392</b>	<b>110.396.973</b>	<b>125.489.780</b>	<b>142.445.326</b>
Tek Kat İplik	12.810.664	14.460.037	16.321.767	18.423.194	20.795.180	23.472.560	26.494.652	29.905.839
Çift Kat İplik	15.723.256	17.747.625	20.032.632	22.611.833	25.523.107	28.809.207	32.518.392	36.705.135
Fason Tek Kat İplik	5.240.223	5.914.901	6.676.445	7.536.037	8.506.302	9.601.488	10.837.680	12.233.031
Fason Çift Kat İplik	238.525	269.235	303.900	343.027	387.191	437.042	493.311	556.825
Ticari Mal Satışları	3.744.679	1.253.336	1.284.669	1.316.786	1.349.706	1.383.448	1.418.034	1.453.485
Hammadde Satışları	223.676	228.429	233.283	238.241	243.303	248.473	253.753	259.146
Penye Kompak İplik	-	-	27.513.533	32.190.834	37.440.416	43.323.910	49.909.145	57.270.743
Diğer Gelirler	109.379	200.000	2.054.928	2.203.322	2.724.186	3.120.844	3.564.812	4.061.122
(Kg)	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
<b>Brüt Satışlar</b>	<b>5.227.259</b>	<b>4.836.246</b>	<b>8.508.483</b>	<b>9.039.968</b>	<b>9.583.877</b>	<b>10.140.821</b>	<b>10.711.444</b>	<b>11.296.421</b>
Tek Kat İplik	1.566.493	1.644.818	1.727.059	1.813.412	1.904.082	1.999.287	2.099.251	2.204.213
Çift Kat İplik	1.377.249	1.446.111	1.518.417	1.594.338	1.674.054	1.757.757	1.845.645	1.937.927
Fason Tek Kat İplik	1.422.368	1.493.487	1.568.161	1.646.569	1.728.897	1.815.342	1.906.109	2.001.415
Fason Çift Kat İplik	108.725	114.161	119.869	125.862	132.156	138.763	145.701	152.987
Ticari Mal Satışları <sup>(1)</sup>	712.772	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Hammadde Satışları	39.652	37.669	35.786	33.997	32.297	30.682	29.148	27.690
Penye Kompak İplik	-	-	3.439.192	3.725.791	4.012.390	4.298.990	4.585.589	4.872.188
Diğer Gelirler	-	-	967.789	967.789	1.129.087	1.209.736	1.290.385	1.371.034
(TL/Kg)	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
<b>Brüt Satışlar</b>								
Tek Kat İplik	8,2	8,8	9,5	10,2	10,9	11,7	12,6	13,6
Çift Kat İplik	11,4	12,3	13,2	14,2	15,2	16,4	17,6	18,9
Fason Tek Kat İplik	3,7	4,0	4,3	4,6	4,9	5,3	5,7	6,1
Fason Çift Kat İplik	2,2	2,4	2,5	2,7	2,9	3,1	3,4	3,6
Ticari Mal Satışları <sup>(1)</sup>	5,3	12,5	12,8	13,2	13,5	13,8	14,2	14,5
Hammadde Satışları	5,6	6,1	6,5	7,0	7,5	8,1	8,7	9,4
Penye Kompak İplik	-	-	8,0	8,6	9,3	10,1	10,9	11,8
Diğer Gelirler								

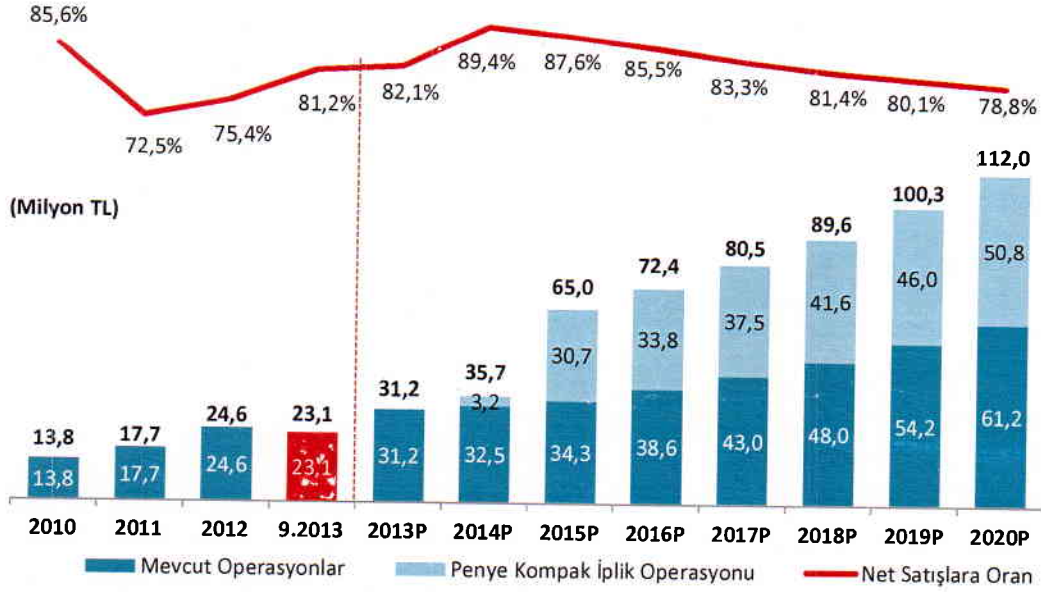
<sup>(1)</sup> Ticari mal satışları, 2013 yılında, 2010, 2011 ve 2012 yıllarından farklı olarak pamuk satışı da içermektedir. Birim fiyatı düşük olan bu ticari mal, 2013 yılında ortalama fiyatı da düşürmekte ve geçmiş seneler ile kıyaslanamayacak anlamsız bir içeriğe sahip olmasına neden olmaktadır.

### **Satışların Maliyeti**

Şirket'in Satışlarının Maliyeti 2012 yılında 24.555.503 TL olarak gerçekleşmiş olup 2011 yılına göre %38,8 artış göstermiştir. 30 Eylül 2013 itibarıyla ise Şirket'in Satışlarının Maliyeti 23.140.017 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Satışların Maliyetinin Net Satışlara oranı da 2012 yılında, 2011 yılındaki %72,5 seviyesinden %75,4 seviyesine yükselmiştir. 30 Eylül 2013 ara dönemi itibarıyla Satışların Maliyetinin Net Satışlara oranı %81,2 olmuştur.

Satışların Maliyeti öngörülürken Şirket'in mevcut operasyonlarına ilişkin maliyet kalemleriyle yeni kurulacak olan penye kompakt iplik tesisinin operasyonuna ilişkin maliyet kalemleri ayrı ayrı değerlendirilerek projekte edilmiştir.

Grafik 8 - Satışların Maliyeti ve Net Satışlara Oranı [2013P-2020P]



Not: Sayıların en yakın ondalığa yuvarlanmaları sebebiyle Mevcut Operasyonlar ve Penye Kompak İplik Operasyonu verilerinin ayrı ayrı toplamı toplam rakama göre farklılık gösterebilmektedir.

Mevcut operasyonlara ilişkin projeksiyonlarda 2010, 2011, 2012 dönemleri bağımsız denetim raporlarında ve 30 Eylül 2013 ara dönemi taslak bağımsız denetim raporunda yer alan mali tablolardan yararlanılmıştır. Satışların Maliyeti içinde yer alan alt kalemler şu şekildedir:

- Satılan Ticari Mal Maliyeti

2013 yılının Satılan Ticari Mal Maliyetinin öngörülmesi için 30 Eylül 2013 taslak bağımsız denetim raporu verilerinden yararlanılmış, interpolasyon yöntemi ile yıl sonu tahmini yapılmıştır. 2014 - 2020 projeksiyon dönemi için ise her sene için Brüt Satışların içinde yer alan Ticari Mal Satışları öngörülmesi temel alınarak Satılan Ticari Mal Maliyetinin Ticari Mal Satışlarına oranlanması yöntemi kullanılmıştır. Oran olarak da 2010, 2011, 2012 dönemleri bağımsız denetim raporlarında ve 30 Eylül 2013 ara dönemi taslak bağımsız denetim raporunda yer alan Satılan Ticari Mal Maliyetinin Ticari Mal Satışlarına oranlarının ortalaması olan %92 oranı kullanılmıştır.

- Satılan Mamül Maliyeti

- İlk Madde ve Malzeme Giderleri

2010, 2011, 2012 dönemleri bağımsız denetim raporlarında ve 30 Eylül 2013 ara dönemi taslak bağımsız denetim raporunda yer alan mali tablolarda İlk Madde ve Malzeme Giderlerinin Tek ve Çift Kat İplik Satışlarına oranının zaman içinde dalgalandığı gözlemlenmiştir. 2010 yılında %43,8 seviyesinde olan bu oran, 2011 yılında %54,7, 2012 yılında %52,5, 30 Eylül 2013 itibarıyla ise %52,1 seviyesindedir. 2013 yılı için, yılın ilk 9 ayında geçerli oranın korunacağı varsayılmıştır. 2014 - 2020 yılları arasında 2010, 2011, 2012 ve 30 Eylül 2013 dönemlerinin ortalaması olan %50,8 baz alınarak her yılın brüt Tek ve Çift Kat İplik Satışlarından İlk Madde ve Malzeme Giderleri miktarları öngörülmüştür.

- *Direkt İşçilik Giderleri*

2010 ve 2011 yıllarında Biteks'in Direkt İşçilik Giderleri bulunmamaktadır. 2012 yılında Direkt İşçilik Giderleri Tek ve Çift Kat İplik Satışlarının %1,5'i seviyesinde gerçekleşmiştir. 30 Eylül 2013 itibariyle ise bu oran %1,8 seviyesinde olmuştur. 2013 yılı için, yılın ilk 9 ayında geçerli oranın korunacağı varsayılmıştır. 2014 - 2020 yılları arasında 2012 dönemi ve 30 Eylül 2013 ara döneminin ortalaması olan %1,7 baz alınarak her yılın brüt Tek ve Çift Kat İplik Satışlarından Direkt İşçilik Giderleri miktarları öngörülmüştür.
- *Genel Üretim Giderleri*

2010, 2011, 2012 bağımsız denetim raporlarında ve 30 Eylül 2013 taslak bağımsız denetim raporunda TFRS'ye göre hazırlanmış mali tablolarda Amortisman Gideri hariç Genel Üretim Giderlerinin dönemler boyunca Tek ve Çift Kat İplik Satışlarına oranının dalgalandığı gözlemlenmektedir. 2010 yılında %20,8 seviyesinde olan bu oran, 2011 yılında %16,7, 2012 yılında %22,1, 30 Eylül 2013 ara döneminde ise %31,9 seviyesine yükselmiştir. 2013 yılı için, yılın ilk 9 ayında geçerli oranın korunacağı varsayılmıştır. 2014 - 2020 yılları arasında 2010, 2011, 2012 dönemlerinin ve 30 Eylül 2013 ara döneminin ortalaması olan %22,9 baz alınarak her yılın brüt Tek ve Çift Kat İplik Satışlarından Genel Üretim Giderleri miktarları öngörülmüştür.
- *Amortisman Gideri*

Amortisman Giderinin hesaplanması için Şirket'in 30 Eylül 2013 itibariyle amortismanına tabi maddi ve maddi olmayan duran varlıklarının listesi kullanılmış, ayrıca 2013 yılının geriye kalan dönemi boyunca yapılmış olan yatırımlar ve 2014 - 2020 projeksiyon dönemi boyunca yapılması planlanan yatırımlar listelenerek Amortisman Gideri hesaplanmıştır.
- *Mamul Stoklarında Değişim (+) / (-)*

Mamul Stoklarındaki Değişimin öngörülmesi için 2010, 2011, 2012 bağımsız denetim raporlarında ve 30 Eylül 2013 taslak bağımsız denetim raporunda yer alan mali tablolardan faydalanılmıştır. 2010 yılında herhangi bir değişim olmamışken, 2011, 2012 dönemlerinde ve 30 Eylül 2013 ara döneminde sırasıyla 1.286.616 TL, 1.682.129 TL ve 2.200.994 TL Mamul Stoklarında Değişim olmuştur. 2013 yılı Mamul Stoklarında Değişimin hesaplanması için 30 Eylül 2013 verisine interpolasyon yöntemi uygulanmış ve 2.934.659 TL Mamul Stoklarında Değişim öngörülmüştür. Satış verileri de dikkate alınarak 2011 ve 2012 yılları ile mukayese edildiğinde 2013 yılında ciddi bir Mamul Stoklarında Değişim artışı yaşanacağı öngörüsünün oluşturduğu kanaat ile 2014 yılında Mamul Stoklarında Değişim olmayacağı öngörülmüş, 2015 - 2020 projeksiyon döneminde ise Mamul Stoklarında Değişim 2012 yılı seviyesinde projekte edilmiştir.
- *Satılan Hizmet Maliyeti*

Satılan Hizmet Maliyetinin öngörülmesi için 2010, 2011, 2012 bağımsız denetim raporlarında ve 30 Eylül 2013 taslak bağımsız denetim raporunda yer alan mali tablolardaki Satılan Hizmet Maliyeti verilerinden yararlanılmıştır. Satılan Hizmet Maliyeti, 2010, 2011, 2012 dönemlerinde ve 30 Eylül 2013 ara döneminde Fason Tek ve Çift Kat İplik Satışlarına oran olarak sırasıyla %106,3, %76,9, %75,3 ve %71,1 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Bir başka deyişle, Satılan Hizmet Maliyeti dönemler içinde Fason Tek ve Çift Kat İplik Satışlarına oran olarak bir azalış içine girmiştir. 2013 yılı için, yılın ilk 9 ayında geçerli oranın korunacağı varsayılmıştır. 2014 - 2020 yılları arasında 2010, 2011, 2012 dönemleri ve 30 Eylül 2013 ara dönemi

---

ortalaması olan %82,4 baz alınarak her yılın brüt Fason Tek ve Çift Kat İplik Satışlarından Satılan Hizmet Maliyeti miktarları öngörülmüştür.

Yeni kurulacak olan penye kompak iplik tesisinin operasyonlarına ilişkin maliyetlerin projeksiyonunda Biteks yönetiminin piyasa koşullarını dikkate alarak yaptığı öngörülerden ve yorumlardan faydalanılmıştır. Bu bağlamda, penye kompak iplik operasyonundan kaynaklanacak olan Satışların Maliyetinin alt kalemleri şu şekilde projekte edilmiştir:

- Satılan Mamül Maliyeti

- *İlk Madde ve Malzeme Giderleri*

Penye kompak iplik üretiminde kullanılacak olan pamuk miktarı, üretim artışı varsayımımızla ve belli bir dönüşüm oranıyla (1 kg iplik için 1,34 kg pamuk ihtiyacı) hesaplanmıştır. Diğer yandan pamuğun toptan fiyatı da hem ABD doları bazındaki fiyatının dolar enflasyon oranıyla artışı hem de yıllar itibariyle değişen TL/ABD\$ kuru dikkate alınarak hesap edilmiştir. İlk Madde ve Malzeme Gideri kullanılacak pamuk miktarına ve toptan pamuk fiyatına bağlı olarak projekte edilmiştir.

- *Genel Üretim Giderleri*

Genel Üretim Giderleri, yıllar itibariyle enflasyon oranında artacak şekilde aylık tahmini bir tutar üzerinden hesaplanmıştır. Bununla birlikte, Şirket kompak iplik tesisinde işgücü ihtiyacını taşeron firmalardan hizmet alımı yoluyla karşılamayı planlamaktadır. İşgücü maliyeti, pozisyonlara göre istihdam sayısı ve yıllık %10 ücret artışıyla hesap edilmiş ve Genel Üretim Giderlerine eklenmiştir.

- *Amortisman Gideri*

Amortisman Giderinin hesaplanması için Şirket'in 2014 - 2020 projeksiyon dönemi boyunca yapmayı planladığı yatırımlar listelenerek tahmini amortisman gideri hesaplanmıştır.

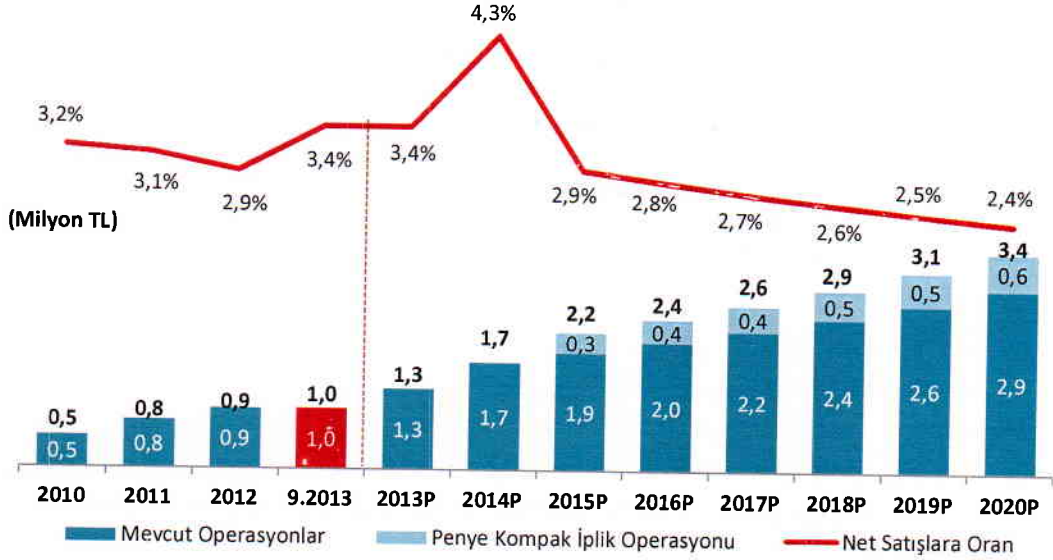
Tablo 14 - Satışların Maliyeti [2013P-2020P]

Mevcut Operasyonlar (TL)	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
<b>Satışların Maliyeti (-)</b>	<b>(31.197.683)</b>	<b>(32.479.565)</b>	<b>(34.339.499)</b>	<b>(38.565.654)</b>	<b>(43.043.506)</b>	<b>(48.013.438)</b>	<b>(54.226.718)</b>	<b>(61.196.363)</b>
Satılan Ticari Mal Maliyeti (-)	(3.676.129)	(1.152.624)	(1.181.440)	(1.210.976)	(1.241.250)	(1.272.282)	(1.304.089)	(1.336.691)
Satılan Mamül Maliyeti (-)	(23.623.572)	(26.229.081)	(27.403.850)	(30.859.614)	(34.470.953)	(38.465.949)	(43.581.989)	(49.316.424)
İlk Madde ve Malzeme Giderleri (-)	(14.876.493)	(16.357.968)	(18.464.057)	(20.841.304)	(23.524.622)	(26.553.417)	(29.972.169)	(33.831.086)
Direkt İşçilik Giderleri (-)	(515.688)	(531.516)	(599.948)	(677.192)	(764.380)	(862.794)	(973.879)	(1.099.266)
Genel Üretim Giderleri (-)	(9.107.421)	(7.367.454)	(8.316.014)	(9.386.701)	(10.595.239)	(11.959.376)	(13.499.146)	(15.237.160)
Amortisman Gideri (-)	(2.058.628)	(1.972.143)	(1.705.960)	(1.636.546)	(1.268.841)	(772.491)	(818.924)	(831.040)
Mamul Stoklarındaki Değişim (+) / (-)	2.934.659	-	1.682.129	1.682.129	1.682.129	1.682.129	1.682.129	1.682.129
Satılan Hizmet Maliyeti (-)	(3.897.981)	(5.097.860)	(5.754.209)	(6.495.063)	(7.331.303)	(8.275.208)	(9.340.641)	(10.543.249)
<b>Brüt Kar</b>	<b>6.807.754</b>	<b>7.477.778</b>	<b>10.582.535</b>	<b>11.956.514</b>	<b>13.795.958</b>	<b>15.952.727</b>	<b>17.779.665</b>	<b>19.881.273</b>
<b>Penye Kompak İplik Operasyonu (TL)</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
<b>Satışların Maliyeti (-)</b>	<b>-</b>	<b>(3.232.980)</b>	<b>(30.681.732)</b>	<b>(33.790.676)</b>	<b>(37.468.807)</b>	<b>(41.601.046)</b>	<b>(46.031.106)</b>	<b>(50.776.198)</b>
Satılan Ticari Mal Maliyeti (-)	-	-	-	-	-	-	-	-
Satılan Mamül Maliyeti (-)	-	(3.232.980)	(30.681.732)	(33.790.676)	(37.468.807)	(41.601.046)	(46.031.106)	(50.776.198)
İlk Madde ve Malzeme Giderleri (-)	-	-	(20.968.752)	(23.656.496)	(26.518.561)	(29.562.114)	(32.794.563)	(36.223.562)
Genel Üretim Giderleri (-)	-	-	(6.480.000)	(6.901.200)	(7.717.267)	(8.805.953)	(10.003.562)	(11.319.656)
Amortisman Gideri (-)	-	(3.232.980)	(3.232.980)	(3.232.980)	(3.232.980)	(3.232.980)	(3.232.980)	(3.232.980)
<b>Brüt Kar</b>	<b>-</b>	<b>(3.232.980)</b>	<b>(1.398.444)</b>	<b>304.310</b>	<b>2.379.890</b>	<b>4.509.589</b>	<b>7.088.346</b>	<b>10.178.373</b>
<b>TOPLAM (TL)</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
<b>Satışların Maliyeti (-)</b>	<b>(31.197.683)</b>	<b>(35.712.545)</b>	<b>(65.021.231)</b>	<b>(72.356.330)</b>	<b>(80.512.314)</b>	<b>(89.614.485)</b>	<b>(100.257.824)</b>	<b>(111.972.561)</b>
Satılan Ticari Mal Maliyeti (-)	(3.676.129)	(1.152.624)	(1.181.440)	(1.210.976)	(1.241.250)	(1.272.282)	(1.304.089)	(1.336.691)
Satılan Mamül Maliyeti (-)	(23.623.572)	(29.462.061)	(58.085.582)	(64.650.290)	(71.939.761)	(80.066.995)	(89.613.094)	(100.092.622)
İlk Madde ve Malzeme Giderleri (-)	(14.876.493)	(16.357.968)	(39.432.808)	(44.497.800)	(50.043.182)	(56.115.531)	(62.766.732)	(70.054.648)
Direkt İşçilik Giderleri (-)	(515.688)	(531.516)	(599.948)	(677.192)	(764.380)	(862.794)	(973.879)	(1.099.266)
Genel Üretim Giderleri (-)	(9.107.421)	(7.367.454)	(14.796.014)	(16.287.901)	(18.312.506)	(20.765.329)	(23.502.708)	(26.556.817)
Amortisman Gideri (-)	(2.058.628)	(5.205.123)	(4.938.940)	(4.869.526)	(4.501.821)	(4.005.471)	(4.051.904)	(4.064.020)
Mamul Stoklarındaki Değişim (+) / (-)	2.934.659	-	1.682.129	1.682.129	1.682.129	1.682.129	1.682.129	1.682.129
Satılan Hizmet Maliyeti (-)	(3.897.981)	(5.097.860)	(5.754.209)	(6.495.063)	(7.331.303)	(8.275.208)	(9.340.641)	(10.543.249)
<b>Brüt Kar</b>	<b>6.807.754</b>	<b>4.244.798</b>	<b>9.184.090</b>	<b>12.260.824</b>	<b>16.175.848</b>	<b>20.462.315</b>	<b>24.868.011</b>	<b>30.059.646</b>

## Faaliyet Giderleri

Şirket'in Faaliyet Giderleri, 2012 yılında 2011 yılına göre %25,9 oranında artarak 754.111 TL'den 949.351 TL'ye ulaşmıştır. 30 Eylül 2013 ara dönemi itibariyle Faaliyet Giderleri 956.399 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Projeksiyon döneminde daha önce açıklanan yaklaşıma paralel olarak mevcut operasyonlara ait faaliyet giderleriyle yeni kurulacak penye kompak iplik operasyonuna ait faaliyet giderleri ayrı ayrı projekte edilmiştir.

Grafik 9 - Faaliyet Giderleri ve Net Satışlara Oranı [2013P-2020P]



Not: Sayıların en yakın ondalığa yuvarlanmaları sebebiyle Mevcut Operasyonlar ve Penye Kompak İplik Operasyonu verilerinin ayrı ayrı toplamı toplam rakama göre farklılık gösterebilmektedir.

Mevcut operasyonlara ilişkin projeksiyonlarda 2010, 2011, 2012 dönemleri bağımsız denetim raporlarından ve 30 Eylül 2013 ara dönemi taslak bağımsız denetim raporundan yararlanılmıştır. 2013 yılı için, 30 Eylül 2013 verileri interpolasyon yöntemi ile yıl sonuna uyarlanmıştır. Mevcut operasyonlardan kaynaklanan Faaliyet Giderleri 2014 - 2020 projeksiyon dönemi için şu şekilde öngörülmüştür:

- Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri

- Reklamasyon Giderleri

Reklamasyon Giderlerinin 2012 ve 30 Eylül 2013 itibariyle Net Satışlara oranlarının ortalaması olan %0,3 oranı kullanılarak her yılın Net Satışları ile çarpılmış ve böylece Reklamasyon Giderleri projekte edilmiştir.

- İhracat Giderleri

Sözkonusu giderlerin Yurtdışı Satışlara oranının, 2010, 2011, 2012 dönemlerinde ve 30 Eylül 2013 ara döneminde hesaplanan oranların ortalaması - %2,7 - ile aynı kalacağı varsayılmıştır. Elde edilen oran ile her yılın Yurtdışı Satışları ayrı ayrı çarpılarak İhracat Giderleri öngörülmüştür.

- *Nakliye Giderleri*

Nakliye Giderlerinin 2011, 2012 dönemleri ve 30 Eylül 2013 ara dönemi itibariyle Net Satışlara oranlarının ortalaması olan %0,01 oranı kullanılarak her yılın Net Satışları ile çarpılmış ve böylece Nakliye Giderleri projekte edilmiştir.
- *Müşavirlik ve Denetim Giderleri, Seyahat Giderleri, Sigortalama Giderleri, Vergi Resim Harç, Diğer Giderler*

Bu giderlerin her biri için 2014 yılı kapsamında ayrı ayrı sabit bir TL değeri öngörülmüş ve yıllar içinde enflasyon oranında artacakları varsayılmıştır.
- Genel Yönetim Giderleri
  - *Personel Giderleri*

Personel Giderlerinin her yıl %10 oranında artacağı varsayılmıştır.
  - *Müşavirlik ve Denetim Giderleri, Sigorta Giderleri*

Bu giderler, 2013 yılı öngörü değerlerinin her sene enflasyon oranında büyüyeceği varsayımı ile projekte edilmiştir.
  - *Amortisman ve Tükenme Payları, Kanunen Kabul Edilmeyen Giderler*

2013 yılı için öngörülen değerlerin 2020 yılına kadar aynı seviyede kalacağı varsayımı ile öngörülmüştür.
  - *Reklam Giderleri, Seyahat Giderleri, Tamir Bakım Giderleri, Temsil ve Ağırılama Giderleri, Büro Kira Gideri, Haberleşme Giderleri, Araç ve Oto Yakıt Gideri, Kıdem Taminatı, Vergi Resim Harç Giderleri, Diğer Giderler*

Bu giderlerin her biri için 2014 yılı kapsamında ayrı ayrı sabit bir TL değeri öngörülmüş ve yıllar içinde enflasyon oranında artacakları varsayılmıştır.

Yeni kurulacak olan penye kompak iplik tesisinin operasyonlarına ilişkin maliyetlerin projeksiyonunda Biteks yönetiminin piyasa koşullarını dikkate alarak yaptığı öngörülerden ve yorumlardan faydalanılmıştır. Bu bağlamda, penye kompak iplik operasyonundan kaynaklanacak olan Faaliyet Giderleri alt kalemleri şu şekilde öngörülmüştür:

- Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri
  - *Reklamasyon Giderleri*

Mevcut operasyonların Reklamasyon Giderlerinin 2012 ve 30 Eylül 2013 itibariyle Net Satışlara oranlarının ortalaması olan %0,3 oranı emsal alınmış, bu oran kullanılarak her yılın penye kompak iplik operasyonundan kaynaklanacak Net Satışlar ile çarpılmış ve böylece Reklamasyon Giderleri projekte edilmiştir.
  - *Nakliye Giderleri*

Mevcut operasyonların Nakliye Giderlerinin 2011, 2012 ve 30 Eylül 2013 itibariyle Net Satışlara oranlarının ortalaması olan %0,01 oranı emsal alınmış, bu oran kullanılarak her yılın penye kompak iplik operasyonundan kaynaklanacak Net Satışlar ile çarpılmış ve böylece Nakliye Giderleri projekte edilmiştir.
- Genel Yönetim Giderleri
  - *Personel Giderleri*

Yeni tesise ilişkin olarak 2015 yılında 227.850 TL tutarında ilave maliyet oluşacağı öngörülmüş, projeksiyon dönemi boyunca her yıl %10 oranında artacağı varsayılmıştır.

Biteks'in projeksiyon dönemi boyunca toplam faaliyet giderleri bir sonraki tabloda gösterilmiştir:

Tablo 15 - Faaliyet Giderleri [2013P-2020P]

Mevcut Operasyonlar (TL)	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
<b>Faaliyet Giderleri (-)</b>	<b>(1.275.199)</b>	<b>(1.701.000)</b>	<b>(1.855.424)</b>	<b>(2.022.221)</b>	<b>(2.206.278)</b>	<b>(2.409.506)</b>	<b>(2.634.037)</b>	<b>(2.882.249)</b>
<b>Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)</b>	<b>(451.669)</b>	<b>(690.122)</b>	<b>(769.305)</b>	<b>(857.437)</b>	<b>(956.304)</b>	<b>(1.067.248)</b>	<b>(1.191.785)</b>	<b>(1.331.624)</b>
Reklamasyon Giderleri	(105.075)	(124.341)	(139.790)	(157.217)	(176.876)	(199.053)	(224.073)	(252.301)
İhracat Giderleri	(216.457)	(435.253)	(489.604)	(550.912)	(620.071)	(698.091)	(786.112)	(885.420)
Nakliye Giderleri	(2.488)	(4.528)	(5.090)	(5.725)	(6.441)	(7.248)	(8.159)	(9.187)
Müşavirlik ve Denetim Giderleri	-	(10.000)	(10.700)	(11.396)	(12.136)	(12.925)	(13.765)	(14.660)
Seyahat Giderleri	-	(2.000)	(2.140)	(2.279)	(2.427)	(2.585)	(2.753)	(2.932)
Sigortalama Giderleri	(7.308)	(6.000)	(6.420)	(6.837)	(7.282)	(7.755)	(8.259)	(8.796)
Vergi Resim Harç	(110.496)	(100.000)	(107.000)	(113.955)	(121.362)	(129.251)	(137.652)	(146.599)
Diğer Giderler	(9.845)	(8.000)	(8.560)	(9.116)	(9.709)	(10.340)	(11.012)	(11.728)
<b>Genel Yönetim Giderleri (-)</b>	<b>(823.529)</b>	<b>(1.010.878)</b>	<b>(1.086.119)</b>	<b>(1.164.783)</b>	<b>(1.249.975)</b>	<b>(1.342.258)</b>	<b>(1.442.251)</b>	<b>(1.550.625)</b>
Personel Giderleri <sup>(1)</sup>	(333.805)	(367.186)	(403.904)	(444.295)	(488.724)	(537.597)	(591.357)	(650.492)
Reklam Giderleri	(2.667)	(3.000)	(3.210)	(3.419)	(3.641)	(3.878)	(4.130)	(4.398)
Seyahat Giderleri	(3.399)	(4.000)	(4.280)	(4.558)	(4.854)	(5.170)	(5.506)	(5.864)
Tamir Bakım Giderleri	(22.256)	(25.000)	(26.750)	(28.489)	(30.341)	(32.313)	(34.413)	(36.650)
Temsil ve Ağırılama Giderleri	(46.368)	(50.000)	(53.500)	(56.978)	(60.681)	(64.625)	(68.826)	(73.300)
Haberleşme Giderleri	(4.675)	(4.000)	(4.280)	(4.558)	(4.854)	(5.170)	(5.506)	(5.864)
Araç ve Oto Yakıt Gideri	(99.167)	(175.000)	(187.250)	(199.421)	(212.384)	(226.189)	(240.891)	(256.549)
Kıdem Tazminatı	(19.851)	(15.000)	(15.000)	(15.000)	(15.000)	(15.000)	(15.000)	(15.000)
Vergi Resim Harç Giderleri	(38.000)	(50.000)	(53.500)	(56.978)	(60.681)	(64.625)	(68.826)	(73.300)
Amortisman Ve Tükenme Payları	(41.587)	(41.587)	(41.587)	(41.587)	(41.587)	(41.587)	(41.587)	(41.587)
Müşavirlik ve Denetim Giderleri	(118.916)	(128.429)	(137.419)	(146.352)	(155.864)	(165.996)	(176.785)	(188.276)
Sigorta Giderleri	(10.075)	(10.881)	(11.642)	(12.399)	(13.205)	(14.063)	(14.977)	(15.951)
Kanunen Kabul Edilmeyen Giderler	(36.796)	(36.796)	(36.796)	(36.796)	(36.796)	(36.796)	(36.796)	(36.796)
Diğer Giderler	(45.969)	(100.000)	(107.000)	(113.955)	(121.362)	(129.251)	(137.652)	(146.599)
<b>Penye Kompak İplik Operasyonu (TL)</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
<b>Faaliyet Giderleri (-)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>(322.293)</b>	<b>(360.597)</b>	<b>(404.217)</b>	<b>(451.983)</b>	<b>(504.914)</b>	<b>(563.543)</b>
<b>Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>(94.443)</b>	<b>(109.962)</b>	<b>(128.518)</b>	<b>(148.714)</b>	<b>(171.319)</b>	<b>(196.588)</b>
Reklamasyon Giderleri	-	-	(91.125)	(106.098)	(124.003)	(143.489)	(165.300)	(189.681)
Nakliye Giderleri	-	-	(3.318)	(3.863)	(4.515)	(5.225)	(6.019)	(6.907)
<b>Genel Yönetim Giderleri (-)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>(227.850)</b>	<b>(250.635)</b>	<b>(275.699)</b>	<b>(303.268)</b>	<b>(333.595)</b>	<b>(366.955)</b>
Personel Giderleri <sup>(1)</sup>	-	-	(227.850)	(250.635)	(275.699)	(303.268)	(333.595)	(366.955)
<b>TOPLAM (TL)</b>	<b>2013P</b>	<b>2014P</b>	<b>2015P</b>	<b>2016P</b>	<b>2017P</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>
<b>Faaliyet Giderleri (-)</b>	<b>(1.275.199)</b>	<b>(1.701.000)</b>	<b>(2.177.717)</b>	<b>(2.382.817)</b>	<b>(2.610.495)</b>	<b>(2.861.489)</b>	<b>(3.138.951)</b>	<b>(3.445.792)</b>
<b>Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)</b>	<b>(451.669)</b>	<b>(690.122)</b>	<b>(863.748)</b>	<b>(967.399)</b>	<b>(1.084.822)</b>	<b>(1.215.962)</b>	<b>(1.363.104)</b>	<b>(1.528.212)</b>
Reklamasyon Giderleri	(105.075)	(124.341)	(139.916)	(157.217)	(176.876)	(199.053)	(224.073)	(252.301)
İhracat Giderleri	(216.457)	(435.253)	(489.604)	(550.912)	(620.071)	(698.091)	(786.112)	(885.420)
Nakliye Giderleri	(2.488)	(4.528)	(8.408)	(9.588)	(10.956)	(12.473)	(14.178)	(16.094)
Müşavirlik ve Denetim Giderleri	-	(10.000)	(10.700)	(11.396)	(12.136)	(12.925)	(13.765)	(14.660)
Seyahat Giderleri	-	(2.000)	(2.140)	(2.279)	(2.427)	(2.585)	(2.753)	(2.932)
Sigortalama Giderleri	(7.308)	(6.000)	(6.420)	(6.837)	(7.282)	(7.755)	(8.259)	(8.796)
Vergi Resim Harç	(110.496)	(100.000)	(107.000)	(113.955)	(121.362)	(129.251)	(137.652)	(146.599)
Diğer Giderler	(9.845)	(8.000)	(8.560)	(9.116)	(9.709)	(10.340)	(11.012)	(11.728)
<b>Genel Yönetim Giderleri (-)</b>	<b>(823.529)</b>	<b>(1.010.878)</b>	<b>(1.313.969)</b>	<b>(1.415.418)</b>	<b>(1.525.673)</b>	<b>(1.645.527)</b>	<b>(1.775.846)</b>	<b>(1.917.580)</b>
Personel Giderleri <sup>(1)</sup>	(333.805)	(367.186)	(631.754)	(694.930)	(764.423)	(840.865)	(924.952)	(1.017.447)
Reklam Giderleri	(2.667)	(3.000)	(3.210)	(3.419)	(3.641)	(3.878)	(4.130)	(4.398)
Seyahat Giderleri	(3.399)	(4.000)	(4.280)	(4.558)	(4.854)	(5.170)	(5.506)	(5.864)
Tamir Bakım Giderleri	(22.256)	(25.000)	(26.750)	(28.489)	(30.341)	(32.313)	(34.413)	(36.650)
Temsil ve Ağırılama Giderleri	(46.368)	(50.000)	(53.500)	(56.978)	(60.681)	(64.625)	(68.826)	(73.300)
Haberleşme Giderleri	(4.675)	(4.000)	(4.280)	(4.558)	(4.854)	(5.170)	(5.506)	(5.864)
Araç ve Oto Yakıt Gideri	(99.167)	(175.000)	(187.250)	(199.421)	(212.384)	(226.189)	(240.891)	(256.549)
Kıdem Tazminatı	(19.851)	(15.000)	(15.000)	(15.000)	(15.000)	(15.000)	(15.000)	(15.000)
Vergi Resim Harç Giderleri	(38.000)	(50.000)	(53.500)	(56.978)	(60.681)	(64.625)	(68.826)	(73.300)
Amortisman Ve Tükenme Payları	(41.587)	(41.587)	(41.587)	(41.587)	(41.587)	(41.587)	(41.587)	(41.587)
Müşavirlik ve Denetim Giderleri	(118.916)	(128.429)	(137.419)	(146.352)	(155.864)	(165.996)	(176.785)	(188.276)
Sigorta Giderleri	(10.075)	(10.881)	(11.642)	(12.399)	(13.205)	(14.063)	(14.977)	(15.951)
Kanunen Kabul Edilmeyen Giderler	(36.796)	(36.796)	(36.796)	(36.796)	(36.796)	(36.796)	(36.796)	(36.796)
Diğer Giderler	(45.969)	(100.000)	(107.000)	(113.955)	(121.362)	(129.251)	(137.652)	(146.599)

<sup>(1)</sup> Pazarlama ve Satış Personel Giderleri, Genel Yönetim Giderleri altında yer alan Personel Giderleri içerisinde yer almaktadır.

## Yatırımlar

Biteks, 2014 yılında gerçekleştirilecek bir penye kompakt iplik üretim tesisi yatırımı hedeflemektedir. Bunun yanında, mevcut operasyonlar ile ilgili her sene makine ve teçhizat yenileme yatırımları da gerçekleştirilecektir. Kurulacak yeni penye kompakt iplik tesisi toplam 19.584 iğlik bir kapasiteye sahip olacaktır. Tesisin bina, makina ve teçhizat yatırımları 2014 yılında sonlandırılacaktır. Penye kompakt iplik tesisi ile ilgili yatırım miktarları Euro para birimi cinsinde öngörülmüş, ilgili yılın öngörülen yıllık ortalama TL/Euro kuru ile Türk Lirasına çevrilmiştir.

Bina, ilerleyen yıllarda ekstra 19.584 iğlik ek kapasiteye de ev sahipliği yapacak şekilde inşa edilecektir. Makina ve teçhizat açısından 19.584 iğlik kapasitede makina ve teçhizat alımı yapılacaktır. Test üretimleri 2014 yılı sonunda yapılacak, penye kompakt iplik satışları 2015 yılı başından itibaren gerçekleştirilecektir.

Tablo 16 - Yatırımlar [2014P-2020P]

(TL)	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Yenileme Makine Alımları <sup>(1)</sup>	1.534.400	568.750	581.250	593.750	606.250	618.750	631.250
39,168 iğlik Penye Tesis Bina Yatırımı	11.974.000	-	-	-	-	-	-
1.Etap 19,584 iğlik Penye Tesis Makine Ve Cihazlar	29.935.000	-	-	-	-	-	-
<b>Toplam</b>	<b>43.443.400</b>	<b>568.750</b>	<b>581.250</b>	<b>593.750</b>	<b>606.250</b>	<b>618.750</b>	<b>631.250</b>

<sup>(1)</sup> 2014 ve 2015 seneleri Yenileme Makine Alımları teşviklidir.

## Amortisman

Şirket'in mevcut Duran Varlıklarının Amortisman Giderleri yasal düzenlemeler çerçevesinde hesaplanıp dikkate alınmıştır.

Bununla birlikte 2014 yılında devreye alınacak olan penye kompakt iplik tesisi yatırımının binası 50 senede, makine ve teçhizatları ise 10 senede amorti edilmiştir. Mevcut operasyonlar ile ilgili her sene gerçekleştirilecek olan makine ve teçhizat yenileme yatırımları 10 senede amorti edilmiştir.

## Vergi

Projeksiyon gelir tablosundaki faaliyet karları üzerinden %20 oranında Kurumlar Vergisi gideri hesaplanmıştır. Vergi hesaplamasında, ihtiyatlılık ilkesi gereği, teşvik kapsamı dışında herhangi bir indirim ve/veya istisna dikkate alınmamıştır.

## Teşvik

Biteks'in 2.8.2012 tarih ve 106300 A sayılı teşvik belgesi bulunmaktadır. Modernizasyon yatırım teşviği olan bu teşviğin başlama tarihi 27 Temmuz 2012, bitiş tarihi ise 25 Temmuz 2015'dir. Teşvik, ithal makine alımları için geçerli olup toplam teşvik kapsam tutarı 7.327.594 ABD\$'dir. Bu değerlendirme raporunun hazırlanma tarihi itibarıyla teşviğin 6.362.936 ABD\$'lık kısmı geçerliliğini sürdürmektedir. 2014 ve 2015 yılları yenileme makine alımları bu teşvik kullanılarak gerçekleştirilecektir. Teşvik, vergi avantajı ve faiz desteği sağlayabilmektedir. Projeksiyon döneminde 2014 ve 2015 yıllarında teşviğin vergi avantajı İNA değerlemesine dahil edilmiştir.

## İşletme Sermayesi

Mevcut operasyonlar için 2010, 2011, 2012 dönemleri bağımsız denetim raporlarında ve 30 Eylül 2013 ara dönemi taslak bağımsız denetim raporunda yer alan kısa vadeli Ticari Alacak bakiyeleri Net Satışlar ile, kısa vadeli Ticari Borç ve Stoklar bakiyeleri ise amortisman hariç Satışların Maliyeti ile orantılı olarak hesaplanmıştır.

Tablo 17 - Nakit Devir Süresi [2010-2012]

Mevcut Operasyonlar (TL)	2010	2011	2012	30 Eylül 2013
<b>Gelir Tablosu Kalemleri</b>				
Net Satışlar	16.170.173	24.414.025	32.548.747	28.504.078
Satışların Maliyeti (-)	(13.839.288)	(17.697.267)	(24.555.503)	(23.140.017)
Amortisman	(1.497.744)	(1.752.205)	(1.794.815)	(1.316.916)
<i>Satılan Malın Maliyeti'nde</i>	<i>(1.444.915)</i>	<i>(1.650.674)</i>	<i>(1.734.691)</i>	<i>(1.285.726)</i>
<b>Bilanço Kalemleri</b>				
KV Ticari Alacaklar	6.555.477	7.456.762	6.608.066	12.473.970
Stoklar	914.579	2.776.315	4.927.847	8.549.004
KV Ticari Borçlar	2.617.494	1.364.265	1.977.504	2.151.781
<b>İşletme Sermayesi</b>	<b>4.852.562</b>	<b>8.868.812</b>	<b>9.558.409</b>	<b>18.871.193</b>
<b>İşletme Sermayesi (+/-)</b>		<b>(4.016.250)</b>	<b>(689.597)</b>	<b>(9.312.784)</b>

<b>Nakit Devir Hızı Hesaplaması (Gün)</b>				
(a) Ticari Alacaklar	148	111	74	118
(b) Ticari Borçlar	77	31	32	27
(c) Stoklar	27	63	79	106
<b>Nakit Devir Hızı [(a)-(b)+(c)]</b>	<b>98</b>	<b>144</b>	<b>121</b>	<b>197</b>

Mevcut Operasyonların İşletme Sermayesi hesaplanırken, Alacak devir süresi için 2010, 2011, 2012 dönemlerinin ve 30 Eylül 2013 ara döneminin ortalaması olan 113 gün, borç devir süresi için 2011, 2012 dönemleri ve 30 Eylül 2013 ara döneminin ortalaması olan 30 gün, stok devir süresi içinse, 30 Eylül 2013 ara dönemi stok devir süresi olan 106 gün baz alınmıştır.

Mevcut Operasyonlar (TL)	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
<b>Gelir Tablosu Kalemleri</b>								
Net Satışlar	38.005.437	39.957.343	44.922.034	50.522.167	56.839.464	63.966.165	72.006.383	81.077.636
Satışların Maliyeti (-)	(31.197.683)	(32.479.565)	(34.339.499)	(38.565.654)	(43.043.506)	(48.013.438)	(54.226.718)	(61.196.363)
Amortisman	(2.100.215)	(2.013.729)	(1.747.547)	(1.678.133)	(1.310.428)	(814.077)	(860.510)	(872.627)
<i>Satılan Malın Maliyeti'nde</i>	<i>(2.058.628)</i>	<i>(1.972.143)</i>	<i>(1.705.960)</i>	<i>(1.636.546)</i>	<i>(1.268.841)</i>	<i>(772.491)</i>	<i>(818.924)</i>	<i>(831.040)</i>
<b>Bilanço Kalemleri</b>								
KV Ticari Alacaklar	11.758.643	12.362.550	13.898.595	15.631.241	17.585.773	19.790.729	22.278.322	25.084.910
Stoklar	8.431.894	8.827.855	9.443.085	10.686.082	12.088.229	13.669.993	15.454.478	17.467.760
KV Ticari Borçlar	2.374.893	2.486.418	2.659.701	3.009.798	3.404.721	3.850.235	4.352.846	4.919.898
<b>İşletme Sermayesi</b>	<b>17.815.644</b>	<b>18.703.988</b>	<b>20.681.978</b>	<b>23.307.524</b>	<b>26.269.280</b>	<b>29.610.487</b>	<b>33.379.954</b>	<b>37.632.772</b>
<b>İşletme Sermayesinde Değişim</b>	<b>(8.257.235)</b>	<b>(888.344)</b>	<b>(1.977.990)</b>	<b>(2.625.546)</b>	<b>(2.961.756)</b>	<b>(3.341.207)</b>	<b>(3.769.467)</b>	<b>(4.252.818)</b>

Penye kompak iplik operasyonu için ise alacak devir süresi, borç devir süresi ve stok devir süresi sırasıyla 80, 30 ve 60 gün olarak öngörülmüştür. Bu öngörülerin yapılmasında Şirket yönetiminin yorum ve görüşlerinden, ve mevcut operasyonların nakit devir hızı hesaplamalarından faydalanılmıştır.

Penye Kompak İplik Operasyonu (TL)	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
<b>Gelir Tablosu Kalemleri</b>								
Net Satışlar	-	-	29.283.287	34.094.987	39.848.697	46.110.635	53.119.452	60.954.571
Satışların Maliyeti (-)	-	(3.232.980)	(30.681.732)	(33.790.676)	(37.468.807)	(41.601.046)	(46.031.106)	(50.776.198)
Amortisman	-	(3.232.980)	(3.232.980)	(3.232.980)	(3.232.980)	(3.232.980)	(3.232.980)	(3.232.980)
<i>Satılan Malın Maliyeti'nde</i>	-	(3.232.980)	(3.232.980)	(3.232.980)	(3.232.980)	(3.232.980)	(3.232.980)	(3.232.980)
<b>Bilanço Kalemleri</b>								
KV Ticari Alacaklar	-	-	6.418.255	7.472.874	8.733.961	10.106.441	11.642.620	13.359.906
Stoklar	-	-	4.512.124	5.023.183	5.627.807	6.307.079	7.035.308	7.815.323
KV Ticari Borçlar	-	-	2.237.130	2.490.515	2.790.291	3.127.077	3.488.136	3.874.870
<b>İşletme Sermayesi</b>	-	-	<b>8.693.248</b>	<b>10.005.541</b>	<b>11.571.478</b>	<b>13.286.443</b>	<b>15.189.792</b>	<b>17.300.359</b>
<b>İşletme Sermayesinde Değişim</b>	-	-	<b>(8.693.248)</b>	<b>(1.312.293)</b>	<b>(1.565.936)</b>	<b>(1.714.966)</b>	<b>(1.903.349)</b>	<b>(2.110.567)</b>

**Tablo 18 - İşletme Sermayesi [2013P-2020P]**

TOPLAM (TL)	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
<b>Gelir Tablosu Kalemleri</b>								
Net Satışlar	38.005.437	39.957.343	74.205.321	84.617.154	96.688.161	110.076.800	125.125.835	142.032.207
Satışların Maliyeti (-)	(31.197.683)	(35.712.545)	(65.021.231)	(72.356.330)	(80.512.314)	(89.614.485)	(100.257.824)	(111.972.561)
Amortisman	(2.100.215)	(5.246.709)	(4.980.527)	(4.911.113)	(4.543.408)	(4.047.057)	(4.093.490)	(4.105.607)
<i>Satılan Malın Maliyeti'nde</i>	(2.058.628)	(5.205.123)	(4.938.940)	(4.869.526)	(4.501.821)	(4.005.471)	(4.051.904)	(4.064.020)
<b>Bilanço Kalemleri</b>								
KV Ticari Alacaklar	11.758.643	12.362.550	20.316.849	23.104.114	26.319.734	29.897.170	33.920.942	38.444.816
Stoklar	8.431.894	8.827.855	13.955.208	15.709.265	17.716.036	19.977.073	22.489.786	25.283.084
KV Ticari Borçlar	2.374.893	2.486.418	4.896.831	5.500.314	6.195.012	6.977.311	7.840.981	8.794.769
<b>İşletme Sermayesi</b>	<b>17.815.644</b>	<b>18.703.988</b>	<b>29.375.227</b>	<b>33.313.066</b>	<b>37.840.758</b>	<b>42.896.931</b>	<b>48.569.747</b>	<b>54.933.131</b>
<b>İşletme Sermayesinde Değişim</b>	<b>(8.257.235)</b>	<b>(888.344)</b>	<b>(10.671.239)</b>	<b>(3.937.839)</b>	<b>(4.527.692)</b>	<b>(5.056.173)</b>	<b>(5.672.816)</b>	<b>(6.363.385)</b>

### Projeksiyon Nakit Akışları

Şirket'in projeksiyon dönemindeki tahmini nakit akışları yukarıdaki yaklaşıma paralel olarak mevcut operasyonlar ve yeni tesis (penye kompakt iplik tesisi) olmak üzere ikiye ayrılarak hazırlanmıştır. Şirket'in en son tarihli mali tablolarının 30 Eylül 2013 tarihli olmasına istinaden, değerlendirme tarihi 30 Eylül 2013 olarak belirlenmiş ve 2013 yılının son çeyreği de değerlendirme nakit akışlarına dahil edilmiştir. Nakit akışlarının tümü 30 Eylül 2013 tarihine indirgenmiştir.

Serbest nakit akışlarının yanısıra, Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli (CAPM) kapsamında, Şirket'in faaliyetlerinin teorik olarak sonsuza dek süreceği varsayımıyla, sonsuz değer hesaplaması yapılmıştır. Sonsuz değer, projeksiyon dönemi sonrası dönemde Şirket'in yaratacağı nakit akışlarını ifade etmektedir. Sonsuz değer hesaplanmasında,

$$V_t = [CF_{n+1} \times (1 + g_t) / (k_w - g_t)]$$

$k_w$  = ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (iskonto oranı)

$V_t$  = limit değer

$CF_{n+1}$  = son yıldan bir sonraki yıl için hesaplanan indirgenmiş serbest nakit akışı

$g_t$  = uzun vadeli büyüme oranı

formülünden faydalanılmıştır.

Şirket'in mevcut operasyonlarına ve yeni kurulacak olan penye kompakt iplik tesisinin operasyonuna ilişkin nakit akış projeksiyonları sonrasında ortaya çıkan Şirket nakit akışları takip eden tabloda gösterilmektedir:

Tablo 19 - İNA Analizi

İNA Analizi (TL)	4.Ç. 2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2020P+
Net Satışlar	9.501.359	39.957.343	74.205.321	84.617.154	96.688.161	110.076.800	125.125.835	142.032.207	142.032.207
Satış Maliyetleri (-)	(8.057.666)	(35.712.545)	(65.021.231)	(72.356.330)	(80.512.314)	(89.614.485)	(100.257.824)	(111.972.561)	(111.972.561)
Brüt Kar	1.443.693	4.244.798	9.184.090	12.260.824	16.175.848	20.462.315	24.868.011	30.059.646	30.059.646
Faaliyet Giderleri (-)	(318.800)	(1.701.000)	(2.177.717)	(2.382.817)	(2.610.495)	(2.861.489)	(3.138.951)	(3.445.792)	(3.445.792)
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(112.917)	(690.122)	(863.748)	(967.399)	(1.084.822)	(1.215.962)	(1.363.104)	(1.528.212)	(1.528.212)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(205.882)	(1.010.878)	(1.313.969)	(1.415.418)	(1.525.673)	(1.645.527)	(1.775.846)	(1.917.580)	(1.917.580)
Net Faaliyet Kan	1.124.894	2.543.798	7.006.373	9.878.007	13.565.353	17.600.826	21.729.061	26.613.854	26.613.854
Vergi (-)	(224.979)	(496.049)	(1.354.265)	(1.975.601)	(2.713.071)	(3.520.165)	(4.345.812)	(5.322.771)	(5.322.771)
Amortisman Giderleri (+)	(783.299)	(5.246.709)	(4.980.527)	(4.911.113)	(4.543.408)	(4.047.057)	(4.093.490)	(4.105.607)	(4.105.607)
İşletme Sermayesinde Değişim (+/-)	1.055.549	(888.344)	(10.671.239)	(3.937.839)	(4.527.692)	(5.056.173)	(5.672.816)	(6.363.385)	(6.363.385)
Yatırım Harcamaları (-)	(415.702)	(43.443.400)	(568.750)	(581.250)	(593.750)	(606.250)	(618.750)	(631.250)	(631.250)
Serbest Nakit Akışları	2.323.061	(37.037.286)	(607.353)	8.294.429	10.274.248	12.465.295	15.185.173	18.402.056	24.765.440
Uzun Vadeli Büyüme Oranı	1,50%								
İskonto Oranı	13,87%								
İskonto Faktörü	1,03	1,18	1,34	1,53	1,74	1,98	2,25	2,56	2,92
İndirgenmiş Nakit Akışları	2.248.831	(31.486.234)	(453.428)	5.437.992	5.915.444	6.302.679	6.742.603	7.175.620	8.480.558

Bu bağlamda, açıklanan varsayımlar ışığında, 30 Eylül 2013 tarihi itibarıyla İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi yöntemine göre, Şirket Değeri ve Hisse Değeri aşağıdaki tabloda sunulmuştur:

Tablo 20 - İNA Analizi

(TL)	30 Eylül 2013
2013-2020 Dönemi İndirgenmiş Nakit Akışları Bugünkü Değeri	1.883.507
2020 Sonrası İndirgenmiş Nakit Akışlarının Bugünkü Değeri	69.577.820
Şirket'in Değeri	71.461.327
Net Borç veya Nakit (+/-)	(19.519.168)
Hisse Değeri	51.942.159

## SONUÇ

Değerleme çalışmalarında en verimli ve en iyi kullanım esasını temel alındığından, nihai değerin belirlenmesinde yaygın uygulama, kullanılan değerlendirme yöntemleri arasında, değerlemeye konu Şirket'in faaliyet yapısına en uygun olan yöntemin seçilmesi veya elde edilen sonuçların, güvenilirlik düzeyi dikkate alınarak ağırlıklandırılması yönündedir.

Varlık Esaslı Şirket Değerlemesi yaklaşımını temsilen seçilen Net Aktif Varlık Değeri yöntemi, genelde tasfiye halindeki şirketlerin değerlendirilmesinde kullanıldığı için tercih edilmemiştir. Bu yöntem aynı zamanda Şirket'in mevcut mali tablolarına dayalı olarak yapıldığından ve ileriye dönük nakit akışları yansıtmadığından piyasa değerini ortaya koymakta yetersiz kalmaktadır. Pazar yaklaşımı kapsamında tercih edilen Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi ve Benzer İşlemler Çarpan Analizi yöntemleri de Şirket'in büyüme ve yatırım planlarını değere yansıtmaya olanağından yoksun olduğundan dolayı adil pazar değerini net olarak ifade etmemektedir.

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi, Şirket'in orta ve uzun vadeli planlarını dikkate alan, tahmini gelir ve maliyetleri detaylı olarak analiz eden ve gelecek dönemlerde yaratılacak nakit akışlarını değere yansıtan bir yöntem olarak Şirket'in değerinin tespitinde daha sağlıklı sonuçlara ulaşmayı sağlamaktadır. Öte yandan, değerlendirme yapılan Şirket'in yeni bir işletme operasyonunu hayata geçirmek gibi Şirket'in geçmiş verilerle kanıtlanmış performanslarından bağımsız ve dolayısıyla daha riskli olan yatırımlar planlaması, değerini İNA yöntemi ile düzgün bir şekilde belirlenebilmesini etkileyecektir.

Yukarıda belirttiğimiz görüşler ışığında Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi ve Benzer İşlemler Çarpan Analizi yöntemlerine %10'ar, İndirgenmiş Nakit Akışları yöntemine ise %80 ağırlık vererek Biteks'in **Hisse Değerini 30 Eylül 2013 tarihi itibarıyla 48.045.047 TL** olarak hesaplamaktayız.

Tablo 21 - Değerleme Sonuç Tablosu (TL)

Değerleme Yöntemi	Hisse Değeri (TL)	Ağırlık (Hisse Değeri) (%)	Ağırlıklı Oranlı Hisse Değeri (TL)
Pazar Yaklaşımı: Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi	34.732.544	10%	3.473.254
Pazar Yaklaşımı: Benzer İşlemler Çarpan Analizi	30.180.654	10%	3.018.065
Varlık Yaklaşımı: Net Aktif Varlık (Özkaynak) Değeri	15.174.543	0%	-
Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) Analizi	51.942.159	80%	41.553.727
<b>Toplam</b>		<b>100%</b>	<b>48.045.047</b>

Şirket'in esas sözleşmesine göre (A) grubu hisselerin (B) grubu hisselerine nazaran bazı imtiyazları bulunmaktadır. Şirket'in Yönetim Kurulu 5 üyeden oluşursa 2'si; 6 veya 7 üyeden oluşursa 3'ü; 8 veya 9 üyeden oluşursa 4'ü (A) grubu hisse sahiplerinin gösterdiği adaylar arasından Genel Kurul'ca seçilmektedir. TTK'nın 479'uncu maddesinde yer alan istisnalar saklı olmak üzere, Şirket'in yapılacak olağan ve olağanüstü Genel Kurul toplantılarında (A)

---

grubu hisse sahipleri her bir pay için 15 (onbeş), (B) grubu pay sahipleri her bir hisse için 1 (bir) oy hakkına sahiptirler.

Bu imtiyazlar göz önüne alındığında, (A) grubu hisselerin (B) grubu hisselerine göre bir kontrol primi içermesi gerektiği aşıkardır. Çeşitli araştırma ve istatistikler, imtiyaz sahibi hisselerin beher hisse değerinin ortalama hisse değerine göre %30 civarında bir kontrol primi içerebileceğine işaret etmektedirler. Bu bağlamda, Biteks'in (A) grubu hisselerinin beher hisse değerinin Biteks'in ortalama hisse değerine göre %30 kontrol primi içerdiğine kanaat getirmiş bulunmaktayız.

Sonuç olarak, 1.050.000 adet (A) grubu hisselerin toplam değeri 11.923.907 TL, beher hisse değeri 11,356 TL; 4.450.000 adet (B) grubu hisselerin toplam değeri 36.121.140 TL, beher hisse değeri 8,117 TL olarak hesap edilmiştir.

## EKLER

### PROJEKTE EDİLMİŞ FAVÖK TABLOLARI

BİTEKS (TL)	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
<b>Brüt Satışlar</b>	<b>38.090.401</b>	<b>40.073.564</b>	<b>74.421.157</b>	<b>84.863.274</b>	<b>96.969.392</b>	<b>110.396.973</b>	<b>125.489.780</b>	<b>142.445.326</b>
Yurtiçi Satışlar	21.934.996	23.924.138	54.425.151	62.472.305	71.523.290	81.695.242	93.118.639	105.938.820
Yurtdışı Satışlar	16.046.027	15.949.426	17.941.078	20.187.647	22.721.916	25.580.888	28.806.329	32.445.384
Diğer Gelirler	109.379	200.000	2.054.928	2.203.322	2.724.186	3.120.844	3.564.812	4.061.122
<b>Satışlardan İndirimler (-)</b>	<b>(84.964)</b>	<b>(116.221)</b>	<b>(215.896)</b>	<b>(246.120)</b>	<b>(281.230)</b>	<b>(320.173)</b>	<b>(363.945)</b>	<b>(413.119)</b>
<b>Net Satışlar</b>	<b>38.005.437</b>	<b>39.957.343</b>	<b>74.205.321</b>	<b>84.617.154</b>	<b>96.688.161</b>	<b>110.076.800</b>	<b>125.125.835</b>	<b>142.032.207</b>
<b>Satışların Maliyeti (-)</b>	<b>(31.197.683)</b>	<b>(35.712.545)</b>	<b>(65.021.231)</b>	<b>(72.356.330)</b>	<b>(80.512.314)</b>	<b>(89.614.485)</b>	<b>(100.257.824)</b>	<b>(111.972.561)</b>
Satılan Ticari Mal Maliyeti (-)	(3.676.129)	(1.152.624)	(1.181.440)	(1.210.976)	(1.241.250)	(1.272.282)	(1.304.089)	(1.336.691)
Satılan Mamül Maliyeti (-)	(23.623.572)	(29.462.061)	(58.085.582)	(64.650.290)	(71.939.761)	(80.066.995)	(89.613.094)	(100.092.622)
<b>Brüt Kar</b>	<b>6.807.754</b>	<b>4.244.798</b>	<b>9.184.090</b>	<b>12.260.824</b>	<b>16.175.848</b>	<b>20.462.315</b>	<b>24.868.011</b>	<b>30.059.646</b>
<b>Faaliyet Giderleri</b>	<b>(1.275.199)</b>	<b>(1.701.000)</b>	<b>(2.177.717)</b>	<b>(2.382.817)</b>	<b>(2.610.495)</b>	<b>(2.861.489)</b>	<b>(3.138.951)</b>	<b>(3.445.792)</b>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Gid. (-)	(451.669)	(690.122)	(863.748)	(967.399)	(1.084.822)	(1.215.962)	(1.363.104)	(1.528.212)
Genel Yönetim Giderleri (-)	(823.529)	(1.010.878)	(1.313.969)	(1.415.418)	(1.525.673)	(1.645.527)	(1.775.846)	(1.917.580)
<b>FAALİYET KARI</b>	<b>5.532.556</b>	<b>2.543.798</b>	<b>7.006.373</b>	<b>9.878.007</b>	<b>13.565.353</b>	<b>17.600.826</b>	<b>21.729.061</b>	<b>26.613.854</b>
Amortisman Gideri (-)	(2.100.215)	(5.246.709)	(4.980.527)	(4.911.113)	(4.543.408)	(4.047.057)	(4.093.490)	(4.105.607)
<b>FAVÖK</b>	<b>7.632.771</b>	<b>7.790.507</b>	<b>11.986.900</b>	<b>14.789.120</b>	<b>18.108.760</b>	<b>21.647.884</b>	<b>25.822.551</b>	<b>30.719.461</b>