



*cutting through complexity™*

## Çelik İplik Sanayi ve Ticaret A.Ş.

### Değerleme Raporu

Özel ve Gizlidir

KPMG Türkiye | Kurumsal Finansman

07 Ocak 2014





**KPMG Akis Bağımsız Denetim  
ve SMMM A.Ş.**  
Kavacık Rüzgarlı Bahçe  
Mah.Kavak Sok. No:29 Beykoz 34805  
İstanbul  
Türkiye

**Telefon +90 (216) 681 90 00**  
**Telefaks +90 (216) 681 90 90**

CLK Holding A.Ş. Yönetim Kurulu'na,

CLK Holding A.Ş. ("Müşteri" veya "CLK Holding") tarafından, Çelik İplik Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin ("Çelik İplik" veya "Şirket") 30 Eylül 2013 tarihi itibarıyla ("Değerleme Tarihi") şirket değerlemesinde görevlendirilmiş bulunmaktayız. Bu değerlendirme raporu ("Rapor") CLK Holding Yönetimi'nin bize temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve halka açık bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır.

Çalışmanın bulguları ve varılan sonuçlar bu raporun ilerleyen sayfalarında detaylı olarak yer almaktadır. Çalışma sırasında, Çelik İplik'e ait geçmiş dönem finansal tabloları ile Müşteri ve Şirket Yönetimlerinde hazırlanan tahmini dönem projeksiyonları esas alınmış, çalışma kapsamında tarafımıza sağlanan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler tarafımızca ayrıca denetime tabi tutulmamıştır. Dolayısıyla, tarafımıza sunulan geçmiş ve gelecek döneme ait mali tablolar üzerinde herhangi bir fikir ya da teminat beyan etmemekteyiz.

Rapor'da sunulan tahmini döneme ait finansal veriler, tarafımıza Müşteri ve Şirket Yönetimleri tarafından temin edilmiş olup bu verilerin ya da hazırlanışında baz alınan varsayımların uygunluğu tarafımızca denetlenmemiştir. Tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş, halka açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir finansal inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir. Genellikle şartlar ve olaylar beklenildiği gibi gelişmeyebildiğinden, Şirket tarafından tahmin edilen ve gerçekleşen finansal sonuçlar arasında farklılıkların doğabileceğine ve bu farklılıkların varılan sonuçlarda önemli değişikliklere neden olabileceğine dikkatinizi çekmek isteriz. Geleceğe yönelik tahmini finansal tabloların ve bunların bağlı olduğu varsayımların uygulama ve gerçekleştirme sorumluluğu sadece Şirket ve Müşteri'ye aittir.

Bu Rapor ve içinde yer alan veriler sadece bilgi amacıyla hazırlanmış olup bütün bir görüş oluşturulması açısından ilerleyen sayfa ile birlikte Rapor'un tamamının incelenmesi önerilmektedir. Bu Rapor, 30 Eylül 2013 tarihi itibarıyla Çelik İplik'in değerinin belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Değerleme raporumuz Şirket'in değerinin belirlenmesi dışında hiç bir amaca yönelik olmayıp Şirket'in dahili kullanımı ile sınırlıdır. Mevzuat ile düzenlenen, ya da yetkili bir otorite (Sermaye Piyasası Kurulu ve Borsa İstanbul) tarafından talep edilen durumlar hariç olmak üzere, bizim yazılı izniniz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez ve kamuya açıklanamaz.

Bulgularımızın, Çelik İplik için üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır. Değerleme analizleri sonucunda ortaya çıkan değeri potansiyel alıcılara teklif etme kararları tamamıyla Şirket tarafından verilecektir. Bu raporun muhatabı CLK Holding olacaktır.

İstanbul, 07 Ocak 2014

Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.

Hande Şenova

Kurumsal Finansman Bölüm Başkanı, Ortak

<b>A.Ş</b>	Anonim Şirketi	<b>Müşteri / CLK Holding</b>	CLK Holding A.Ş.
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri	<b>M2</b>	Metrekare
<b>AOSM</b>	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	<b>ÖD</b>	Özsermaye Değeri
<b>BANİS</b>	Borçtan Arındırılmış Net İşletme Sermayesi	<b>Rapor</b>	Değerleme Raporu
<b>Borsa İstanbul</b>	Borsa İstanbul A.Ş.	<b>S&amp;P</b>	Satış ve Pazarlama Giderleri
<b>Çelik İplik / Şirket</b>	Çelik İplik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	<b>ŞD</b>	Şirket Değeri
<b>Değerleme</b>	Çelik İplik Değerlemesi	<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>Değerleme Tarihi</b>	30 Eylül 2013	<b>TL</b>	Türk Lirası
<b>EIU</b>	Economist Intelligence Unit	<b>VAFÖK</b>	Vergi, Amortisman, Faiz Öncesi Kâr
<b>FED</b>	ABD Merkez Bankası	<b>VFÖK</b>	Vergi, Faiz Öncesi Kâr
<b>G&amp;Y</b>	Genel Yönetim Giderleri	<b>Yönetim</b>	CLK Holding Yönetimi
<b>İNA</b>	İndirgenmiş Nakit Akımları		
<b>KAP</b>	Kamuyu Aydınlatma Platformu		
<b>KPMG</b>	KPMG Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş.		
<b>Ltd. Şti</b>	Limited Şirketi		

## Projeden sorumlu KPMG tarafındaki ilgili kişilerin iletişim bilgileri:

### Hande Şenova

Kurumsal Finansman  
Ortak, KPMG Türkiye

Tel: +90 216 681 90 00  
Dahili: 9015  
Fax: +90 216 681 90 90  
[hsenova@kpmg.com](mailto:hsenova@kpmg.com)

### Burak Şahin

Kurumsal Finansman  
Kıdemli Danışman, KPMG Türkiye

Tel: +90 216 681 90 00  
Dahili: 9478  
Fax: +90 216 681 90 90  
[bsahin@kpmg.com](mailto:bsahin@kpmg.com)

### Mesut Uysal

Kurumsal Finansman  
Kıdemli Danışman, KPMG Türkiye

Tel: +90 216 681 90 00  
Dahili: 9468  
Fax: +90 216 681 90 90  
[muysal@kpmg.com](mailto:muysal@kpmg.com)

- Giriş
- Değerleme analizi yaklaşımları
- Değerleme Analizi
  - İndirgenmiş Nakit Akımı
  - Benzer Şirketler Metodolojisi
  - Benzer İşlemler Metodolojisi
- Sonuç
- Ekler

### Hazırlanış temeli

KPMG Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. (“KPMG” veya “biz”) CLK Holding tarafından, Çelik İplik’in 30 Eylül 2013 tarihi itibarıyla (“Değerleme Tarihi”) değerinin tespitinde görevlendirilmiştir.

Bu değerlendirme raporu Şirket Yönetimi’nin KPMG’ye temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve halka açık bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır. Geleceğe yönelik finansal tahminler, Şirket Yönetimi tarafından, firmanın gelecek mali performansını en iyi şekilde yansıtabilecek tahminler ve kararlar baz alınarak hazırlandığı varsayılmıştır. Temin edilen tüm finansal ve diğer bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiştir. Belirlenen değer tek figürden oluşmayıp fiyat aralığı olarak sunulmaktadır.

### Sözleşme şartları

Bu rapor (“Rapor”) KPMG ile CLK Holding arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 30 Aralık 2013 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup KPMG’nin değerlendirme ile ilgili bulgularını beyan etmektedir ve bu sözleşmenin getirdiği tüm şartlara bağımlı ve uygundur. Bulgularımızın, Şirket’e üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır.

Değerleme raporumuz Şirket’in değerinin belirlenmesi dışında hiç bir amaca yönelik olmayıp Şirket’in dahili kullanımı ile sınırlıdır. Mevzuat ile düzenlenen, ya da yetkili bir otorite (Sermaye Piyasası Kurulu) tarafından talep edilen durumlar hariç olmak üzere, bizim yazılı iznimiz olmadan, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz veya içerdiği bilgilere referans verilemez ve kamuya açıklanamaz. Bu raporun muhatabı CLK Holding olacaktır.

### Kullanılan Kaynaklar

Bu raporun içeriğini oluşturan bilgiler için kullanılan kaynaklar:

- KPMG Veri Tabanı
- Capital IQ
- Economist Intelligence Unit (“EIU”)

### Şirket profili

1979 yılında 40 m<sup>2</sup> alanda iplik büküm işiyle faaliyetlerine başlayan Çelik İplik, daha sonra faaliyetlerine dikiş ipliği ve halı-kilim ipliği çeşitlerini de ekleyerek büyümeye başlamıştır.

Şirket, 1980'lerde açılan halı fabrikası ile nihai üretim faaliyetlerine de başlamış ancak 1995'te halı üretim faaliyetlerini durdurarak iplik faaliyetlerine odaklanmıştır. Değerleme Tarihi itibariyle Şirket'in herhangi bir üretimi olmayıp yurtiçi ve yurtdışındaki iplik üreticilerinden temin ettiği iplik çeşitlerini yurtiçi piyasalardaki kumaş üreticilerine satmaktadır.

Çelik İplik resmi olarak Çelik İplik Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti olarak 2001 yılında kurulmuştur.

2009 yılında Şirket genel merkezi İstanbul'a taşınmış ve 2012 yıl sonunda Şirket unvanı Çelik İplik Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiştir. 2011 Mayıs ayında açılan Kadıköy şubesi, yönetim kurulu kararı ile Kasım, 2013 tarihinde kapatılmıştır.

Şirket'in çalışan sayısı Değerleme Tarihi itibariyle 18 kişidir.

### Sermaye yapısı

30 Eylül tarihli denetim raporunda belirtildiği gibi 31 Aralık 2012 itibariyle her biri 25 TL değerindeki 400 bin adet hissese ayrılmış olan 10 milyon TL'lik Şirket sermayesi 6 Nisan 2013 tarihinde 5 milyon TL artırılarak 15 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Şirket nevi değişikliği ile birlikte, Şirket sermayesi her biri bir TL değerinde 10 milyonu B tertipi 5 milyonu A tertipi olacak şekilde 15 milyon TL'ye dönüştürülmüştür.

### Çelik İplik Ortaklık Yapısı

('000 TL)	Pay tutarı	Yüzde (%)
CLK Holding	8,250	55.0%
Ossis Sınai Yatırımlar Holding A.Ş.	6,750	45.0%
<b>Toplam</b>	<b>15,000</b>	<b>100.0%</b>

Kaynak: 30.09.2013 tarihli denetim raporu

### Güncel gelişmeler

CLK Holding, 26 Mart 2013 tarihinde Çelik İplik'in 8,250 bin TL'lik 330 adet hissesini 25.2 milyon TL'ye bedelle Murat Çelik'ten satın alarak, Şirket'in %55 ortağı haline gelmiştir.

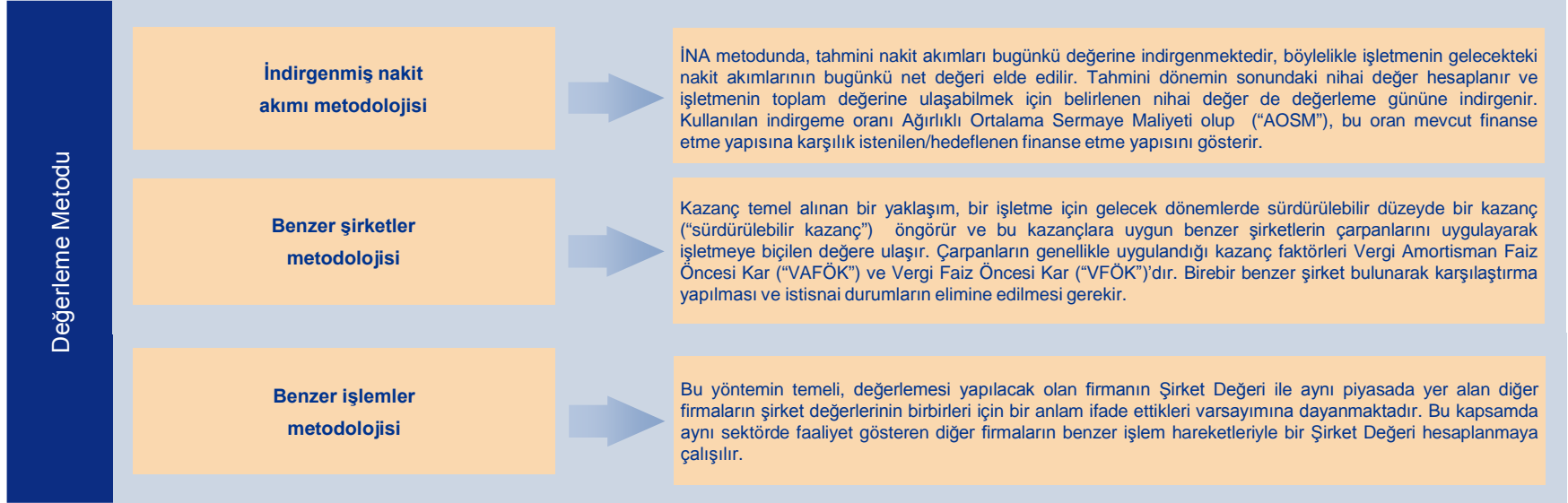
25.2 milyon TL'lik Özkaynak Değeri iki farklı SPK lisanslı değerlendirme kuruluşu tarafından gerçekleştirilen değerlendirme sonuçlarının aritmetik ortalamasının %10 iskonto edilmesiyle hesaplanmıştır. Buna göre Şirket Özkaynak Değeri'nin %100'ü 50.9 milyon TL olarak hesaplanmaktadır.

10 Ekim 2013 tarihinde KAP'da açıklandığı gibi Murat Çelik tarafından sahip olunan Çelik İplik'in %45'lik hissesi 27 milyon TL karşılığında Ossis Sınai Yatırımlar Holding A.Ş.'ye devredilmiştir. Bu işleme göre toplam Özkaynak Değeri 60 milyon TL olarak hesaplanmaktadır.

9 Aralık 2013 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ("KAP") yapılan açıklamaya göre CLK Holding %55'i oranında ortağı olduğu Çelik İplik'in geriye kalan %45'lik hissesini iktisap etmeye, bu doğrultuda çalışmaların başlatılmasına ve ödenecek miktarın belirlenmesi amacıyla SPK tarafından belirlenmiş iki farklı kuruluşa değerlendirme yaptırılmasına karar verilmiştir.

Çelik İplik'e ait güncel ortaklık yapısı yukarıda tabloda gösterilmiştir.

- Giriş
- Değerleme analizi yaklaşımları
- Değerleme Analizi
  - İndirgenmiş Nakit Akımı
  - Benzer Şirketler Metodolojisi
  - Benzer İşlemler Metodolojisi
- Sonuç
- Ekler



### Uygulanan Metotlar

KPMG Kurumsal Finansman tarafından Şirket Değeri ("ŞD") aralığının belirlenmesi için İndirgenmiş Nakit akımı ("İNA") ve Piyasa Çarpanları Metodolojileri dikkate alınmıştır. Şirket Değeri'nin genellikle kabul edilen tanımı, bir işletmenin (varlığın), istekli alıcı ve satıcı arasında, iki tarafın da almak ya da satmak için etki altında kalmadan ve Değerleme Tarihi itibarıyla makul düzeyde gerekli bilgiye sahip olarak, el değiştirileceği fiyattır. Yukarıda tanımlanan metodolojilerin her biri işletmenin değerinin belirlenmesinde kullanılabilir; ancak, bu metotların uygunluğu değerlendirme yapılan şirketin özelliklerine göre değişir. Ürün veya hizmet/servis temin eden şirketler için, genellikle İNA metodolojisi en güvenilir değer göstergesi olarak kabul edilir çünkü bu tarz şirketlerin değeri, üretim/hizmet sürecinde kullanılan varlıkların değerinden daha çok, şirketin kazanç üretme kabiliyetine bağlıdır.

Uygun bir değerlendirme metodunun seçilmesinde aşağıdaki unsurlar etkili olmuştur.

- Şirket'in operasyonlarının içeriği,
- Geçmiş ve tahmini mali bilgilerin hazır bulunması
- Gelecek beklentilerinin değere etkisini yansıtan en etkin analizin İNA olması
- İNA analizinin tahmini dönem için Şirket'in kendine özgü karakteristik özelliklerini yansıtması
- İNA analizinin operasyonel ve finansal riskleri göz önüne alması

Piyasa çarpanları analizi, İNA analizi sonuçlarının halka açık benzer şirketlerin finansal performansı ile karşılaştırılmasında ve Şirket'in karşılaştırılmalı değer analizinin yapılmasında kullanılmıştır.

Değer gelecek döneme yöneliktir ve değerlendirme için teorik olarak izlenmesi gereken metot gelecekteki potansiyel kazançların dikkate alınmasıdır.

İNA metodunda, tahmini nakit akımları bugünkü değerine indirgenmektedir; böylelikle işletmenin gelecekteki nakit akımlarının bugünkü net değeri elde edilir. Tahmini dönemin sonundaki nihai değer hesaplanır ve işletmenin toplam değerini vermesi için belirlenen nihai değer de değerlendirme gününe indirgenir.

İNA analizinde, tahmini dönem işletmenin istikrarlı kazanç seviyesine ulaşmasına imkan tanıyacak uzunlukta olmalıdır ya da konjonktürel endüstrilerde komple işletme dönemini yansıtacak şekilde olmalıdır. Genellikle beş yıllık bir tahmini dönem gerekir, ancak bu endüstri ve sektöre göre değişkenlik gösterebilir.

Gelecek yıllardaki nakit akımının indirgendiği oran (“İndirgeme Oranı”) nakit akımlarının zaman değerini gösterdiği gibi işletmenin gelecek operasyon risklerini de yansıtmalıdır. İNA'nın mantıklı bir değerlendirme figürü üretebilmesi için, söz konusu nakit akımı tahminlerinin kalitesi çok önemlidir.

Genellikle kullanılan indirgeme oranı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti olup (“AOSM”), bu oran mevcut finanse etme yapısına karşılık istenilen/hedeflenen finanse etme yapısını gösterir. Bu indirgeme oranı borçtan arındırılmış nakit akımına uygulanır ve işletmenin değeri bulunur.

Nihai değeri hesaplarken, şirketin tahmini dönem sonrasındaki büyüme potansiyeline dikkat etmek gerekir. Nihai değer hesaplanma yöntemlerinden biri olan sabit büyüme modelinde, tahmini dönemin en son yılında beklenen nakit akımına daha sonraki yıllar için sabit büyüme seviyesi uygulanarak bu büyüme oranının nihai olarak devam ettiği farz edilir.

- Giriş
- Değerleme analizi yaklaşımları
- **Değerleme Analizi**
  - İndirgenmiş Nakit Akımı
  - Benzer Şirketler Metodolojisi
  - Benzer İşlemler Metodolojisi
- Sonuç
- Ekler

### Genel Varsayımlar

Bu Rapor, 30 Eylül 2013 tarihi itibarıyla Çelik İplik'in Şirket Değer aralığını hesaplamak için hazırlanmıştır.

Çelik İplik'in geçmiş dönem (2011 – 30.09.2013) finansal tabloları ve 01 Ekim 2013 – 31 Aralık 2018 tarihleri arası projeksiyonları Şirket Yönetimi'nce tarafımıza temin edilmiştir.

Geleceğe yönelik finansal tahminler, Şirket Yönetimi tarafından oluşturulmuş olup bu tahminler tarafımızca geçmiş yıllarla karşılaştırılmış, halka açık veriler doğrultusunda gözden geçirilmiş ve analiz edilmiştir.

### Benzer Şirketler ve Benzer İşlemler Metotları – Varsayımlar

Benzer Şirketler ve Benzer İşlemler Analizlerinde Şirket Değeri/Satışlar ve Şirket Değeri/VAFÖK çarpanları dikkate alınmıştır ancak Şirket Değeri hesaplamasına dahil edilmemiştir.

### İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi (“İNA”) – Varsayımlar

#### Genel Varsayımlar

Çelik İplik için İNA analizine baz olan tahmini dönem 01 Ekim 2013 – 31 Aralık 2018 tarihleri arasını kapsamaktadır. Tahmini dönemin sonunda, Şirket tarafından üretilen nakit akımlarının nihai olarak devam edeceği varsayılmıştır.

2018 yılından itibaren Çelik İplik'in mevcut operasyonlarının sabit bir nihai dönem büyüme oranı ile büyümesi beklenmektedir. Bu büyüme oranı tarafımızca, Şirket'in faaliyette bulunduğu sektör, tahmini dönemdeki beklentisi ve büyüme potansiyeli göz önünde bulundurularak, %4.1 olarak uygulanmıştır.

“Vergi gideri” tahmini dönemde vergi öncesi karın %20'si (“Kurumlar Vergisi”) olarak hesaplanmıştır.

İNA analizinde Şirket'in gelecek dönem planları arasında fiziksel olarak büyüme amacı bulunmadığı için İNA analizinde yeni yatırım dahil edilmemiş, fakat yatırım harcamalarının amortismanına eşit olacağı kabul edilmiştir.

### Senaryolar

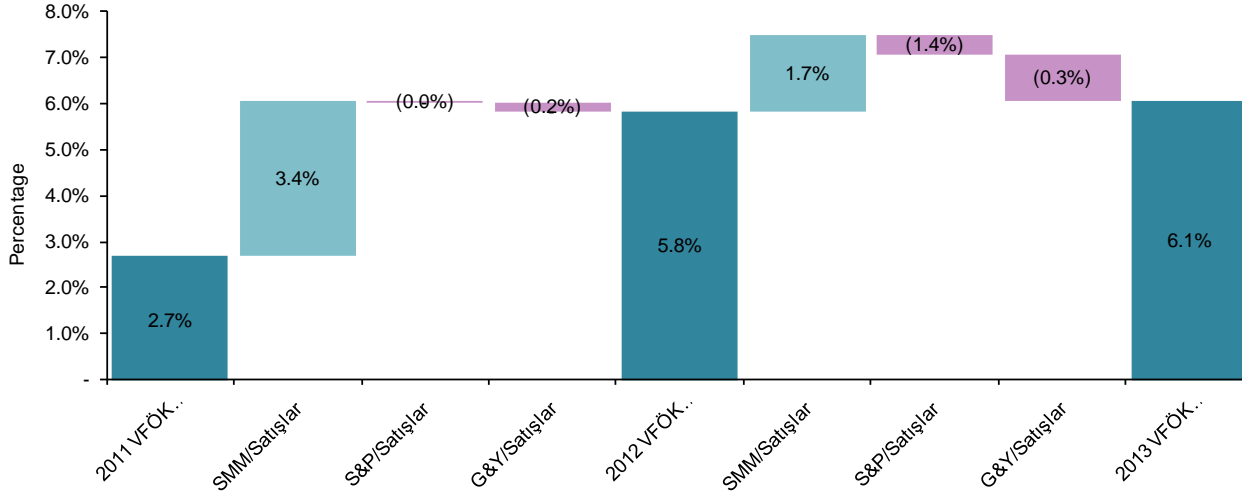
Geleceğe ait tahminlerin karlılık oranlarına oldukça duyarlı olması nedeniyle iki senaryo uygulanmıştır.

İki senaryoda da satışların aynı şekilde tahmin edilmiştir. Ancak 2014 ve sonrası için ortalama %45--%55 düzeylerinde seyreden yurtiçi ve yurtdışı ticari mal alımlarında, daha çok yurtiçi alımlara yöneleceği ve bu şekilde maliyetlerin azaltılabileceği stratejisi varsayılmıştır. Bu yüzden Senaryo 2'de brüt kar marjı Senaryo 1'e göre daha yüksek varsayılmıştır.

2014 sonrası maliyetlerdeki iyileşme dışında bütün varsayımların aynı olacağı öngörülmüştür.

Senaryolarda aynı indirgeme oranı kullanılacak olup, aynı stok, alacak ve borç devir hız günlerini gerçekleştireceği öngörülmüştür.

### VFÖK marjı değişimi



Kaynak: Şirket Yönetimi, KPMG Analizi

### Faaliyet giderleri

Faaliyet giderlerinin 2013 yılı ilk 9 aylık döneminin 2011 ve 2012 dönemleriyle karşılaştırıldığı zaman arttığı gözlemlenmektedir. Şirket'in Yönetimi'nin yaptığı açıklamaya göre bu artışın ana sebepleri 2013 yılında üretici firmaların zamanında teslimat yapamaması, nakliye aşamasında gecikmeler olması ve bundan dolayı kesilen reklamasyon faturalarındaki artıştır.

İki ayrı senaryo çalışmasında da satışların değişmeyeceği öngörüldüğü için genel yönetim giderlerinin de aynı şekilde devam etmesi öngörülmüştür.

### VFÖK marjı

VFÖK marjının 2011 ve 2013 yılları arasında %2.7'den %6.1'e yükselmesindeki etkenler yukarıdaki grafikte gösterilmiştir. 2012 yılı VFÖK marjı, brüt kar marjındaki %3.4'lük artıştan dolayı yükselmiş ancak faaliyet giderlerindeki artış bu oranı aşağı çekmiştir ve 2012 yılı VFÖK marjı %5.8 olarak gerçekleşmiştir. Yine aynı şekilde 2013 yılında brüt kar marjı %1.7 oranında artmasına rağmen, faaliyet giderlerindeki artıştan dolayı VFÖK marjı %6.1 olarak gerçekleşmiştir.

### Brüt kar marjı

2011 - 2013 yılları arasında satışların azalmasına rağmen, brüt kar marjında iyileşme gözlenmektedir. 2011 yılında %3.5, 2012 yılında %6.9 olarak gerçekleşen brüt kar marjının 2013 yılında kesin olmayan Yönetim Raporlarına göre %8.6'lara ulaşması beklenmektedir. 30 Eylül 2013 itibarıyla hazırlanan Şirket Yönetimi raporuna göre brüt kar marjı 9 aylık süreçte %9 olarak gerçekleşmiştir.

Bu iyileşmenin temel sebebi, yurtiçi ve yurtdışı iplik piyasasının dikkatli bir şekilde izlenmesi ve daha ucuz maliyetlere tedarik yapılmasıdır. Ayrıca, daha önce belirtildiği gibi, müşteri seçiminde daha muhafazakar bir şekilde yaklaşılması bu iyileşmeye katkı sağlamıştır.

İkinci senaryoda, yukarıda bahsedilen maliyet politikasının devam ettirilip yurtiçi iplik alımının geliştirilmesi durumunda oluşacak projeksiyonlar uygulanıp test edilmiştir. Şirket Yönetimi'nden yapılan açıklamaya göre brüt kar marjının tahmini dönemde %10'lara kadar artması beklenmektedir.

İndirgeme oranını belirlemek için, aşağıda gösterilen Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") metodu kullanılmıştır:

$$AOSM = Ke * (E/(D+E)) + Kd * (1-T) * (D/D+E)$$

Ke=özsermaye maliyeti; E=özsermayenin piyasa değeri; Kd=finansal borç maliyeti;  
D=finansal borcun piyasa değeri; T=kurumlar vergisi oranı

### Özsermaye Maliyeti

Özsermaye maliyeti, Sabit Kıymetler Fiyatlandırma Modeli kullanılarak, aşağıdaki gibi elde edilir:

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf) + \alpha$$

- Rf = risksiz getiri oranı
- Rm = beklenen ortalama piyasa getirisi
- (Rm - Rf) = bir piyasa aktif portföyünün kazandığı, risksiz faiz oranı üzerindeki ortalama risk primi - Özsermaye Piyasa Risk Primi
- $\beta$  = bir aktifin, tamamı riskli aktifler portföyüne kıyasla, sistematik riskinin ölçümü olan beta çarpanı
- $\alpha$  = şirkete özgü risk primi

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM")'nin belirlenebilmesi için aşağıdaki varsayımlar kullanılmıştır.

Risksiz getiri oranı hesaplanırken, ABD Merkez Bankası ("FED") 2013 yılı Eylül ayı 30 yıllık borçlanma senetlerine ait getiri oranı referans olarak alınmıştır. Değerleme analizinde kullanılan risksiz faiz oranı, Değerleme Tarihi itibarıyla %3.69'dur.

Türkiye'ye özgü risk priminin %2.8 olarak belirlenmesinde, KPMG global ofislerin kurumsal finansman araştırmaları ve analizleri kullanılmıştır.

Özsermaye piyasa risk priminin Türk yatırım ortamı için %5.0 olarak belirlenmesinde, sektör ve değerlendirme tecrübeleri baz alınarak KPMG Kurumsal Finansman araştırmaları ve profesyonel tahminleri kullanılmıştır.

AOSM hesaplamasında, Kurumlar Vergisi Kanunu doğrultusunda, %20 vergi oranı uygulanmıştır.

Şirkete özgü risk çarpanı, Ibbotson Associates'in, geçmiş özsermaye risk primi, geleceğe yönelik prim tahminleri ve güncel akademik çalışmaları temel alınarak hesaplanmıştır ve %3.8 şirkete özgü risk çarpanı uygulanmıştır.

Çelik İplik'in TL bazlı borç alma oranı %11.0 olarak hesaplanmıştır.

Beta çarpanını hesaplamak için Borsa İstanbul'da ve yurtdışı borsalarda işlem gören, faaliyetleri açısından Çelik İplik'e benzerlik gösterdiği düşünülen firmalarının aktif beta ortalamaları incelenmiştir. Beta analizinde yer alan beta ortalamaları, piyasada gözlemlenen finansal yapıyı yansıtmaktadır.

Benzer şirketlerin betalarının ortalamaları göz önüne alınarak hesaplanan aktif beta 0.40'dır. Şirket için özsermaye maliyeti hesaplanırken, Çelik İplik'e benzerlik gösterdiği düşünülen şirketlerin toplam finansmandaki borç oranlarının ortalaması olan %37 kullanılmıştır.

Yukarıda sıralanan varsayımlara dayanarak, serbest nakit akımları %12.7'lik AOSM indirgeme oranı ile indirgenmiştir.

# Çelik İplik - Değerleme Analizi

## Beta Analizi ve Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM")

Çelik İplik - Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM")			
Risken Arındırılmış Oran	3.7%	Borç Alma Oranı	11.0%
Ülke risk primi	2.8%		
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5.0%	Beklenen Gelir Vergisi Oranı	20.0%
Enflasyon farkı	1.8%		
Şirkete Özgü Risk Çarpanları	3.8%		
İşlem görmemiş aktif beta	0.40		
Borç/ öz kaynak piyasa değeri- benzer şirketler	59%		
İşlem görmüş aktif beta	0.58		
<b>Özsermaye Maliyeti</b>	<b>15.0%</b>	<b>Vergi Sonrası Borç Maliyeti</b>	<b>8.8%</b>
Toplam finansmandaki özsermaye oranı	63%	Toplam finansmandaki borç oranı	37%
<b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)</b>	<b>12.7%</b>		

Kaynak: KPMG Analizi & Capital IQ

Beta Hesaplaması								
TL Milyon								
Şirket Adı	Ülke	İşlem Görmüş Beta	Özkaynak		Borç/ (Borç + Özkaynak)	2013 Gelir Vergisi Oranı	İşlem Görmemiş Beta	
			Toplam Borç	Piyasa Değeri				
Akin Tekstil AS	Türkiye	1.27	2	155	1%	1%	20.0%	1.26
AKSA Akrilik Kimya Sanayii AS	Türkiye	0.60	357	1,580	23%	18%	20.0%	0.51
Arsan Tekstil Ticaret Ve Sanayi As	Türkiye	0.87	74	144	51%	34%	20.0%	0.61
Birko Birlesik Koyunlulular Mensucat Ticaret Ve Sanayi A S	Türkiye	0.55	89	28	317%	76%	20.0%	0.16
Birlik Mensucat Ticaret ve Sanayi Isletmeleri AS	Türkiye	0.86	10	13	82%	45%	20.0%	0.52
Bisas Tekstil Sanayi ve Ticaret Anonim Sirketi	Türkiye	0.29	1	16	6%	5%	20.0%	0.28
Gimsan Gediz İplik ve Mensucat Sanayii AS	Türkiye	0.85	0	12	0%	0%	20.0%	0.85
Karsu Tekstil Sanayii ve Ticaret A.S.	Türkiye	0.81	62	31	202%	67%	20.0%	0.31
Kervansaray Yatirim Holding A.S.	Türkiye	1.39	357	41	863%	90%	20.0%	0.18
Lüks Kadife Ticaret ve Sanayi A.S.	Türkiye	0.22	27	26	102%	50%	20.0%	0.12
Menderes Tekstil Sanayi ve Ticaret Anonim Sirketi	Türkiye	1.04	226	118	192%	66%	20.0%	0.41
Sanko Pazarlama İthalat İhracat Anonim Sirketi	Türkiye	0.72	0	135	0%	0%	20.0%	0.72
Soktas Pamuk Ve Tarım Ürünlerini Değerlendirme Tic. ve San. A.S.	Türkiye	0.88	267	107	250%	71%	20.0%	0.29
Sonmez Filament Sentetik İplik ve Elyaf Sanayi AS	Türkiye	0.72	0	202	0%	0%	20.0%	0.72
Sonmez Pamuklu Sanayii AS	Türkiye	0.38	0	166	0%	0%	20.0%	0.38
Yunsa Yunlu Sanayi ve Ticaret a.s.	Türkiye	0.58	107	155	69%	41%	20.0%	0.37
<b>Ortalama</b>		<b>0.75</b>			<b>135%</b>	<b>35%</b>		<b>0.48</b>
<b>Medyan</b>		<b>0.77</b>			<b>60%</b>	<b>37%</b>		<b>0.40</b>

Kaynak: KPMG Analizi , Capital IQ

- Giriş
- Değerleme analizi yaklaşımları
- Değerleme Analizi
  - İndirgenmiş Nakit Akımı
  - Benzer Şirketler Metodolojisi
  - Benzer İşlemler Metodolojisi
- Sonuç
- Ekler

# **İNA Analizi – Senaryo 1**

Çelik İplik - Gelir Tablosu										
('000 TL)	2011G	2012G	9A-2013G	3A-2013T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T
Net Satışlar	136,676	101,861	78,844	16,916	95,760	144,203	154,874	164,941	174,013	182,887
<i>Büyüme oranı %</i>	<i>na</i>	<i>(25.5%)</i>	<i>na</i>	<i>na</i>	<i>(6.0%)</i>	<i>50.6%</i>	<i>7.4%</i>	<i>6.5%</i>	<i>5.5%</i>	<i>5.1%</i>
Satışların Maliyeti	(131,845)	(94,818)	(71,785)	(15,774)	(87,559)	(132,142)	(142,230)	(151,805)	(160,502)	(169,054)
<b>Brüt Satış Karı / (Zararı)</b>	<b>4,831</b>	<b>7,042</b>	<b>7,059</b>	<b>1,142</b>	<b>8,201</b>	<b>12,061</b>	<b>12,644</b>	<b>13,136</b>	<b>13,511</b>	<b>13,834</b>
<i>Brüt kar marjı %</i>	<i>3.5%</i>	<i>6.9%</i>	<i>9.0%</i>	<i>6.7%</i>	<i>8.6%</i>	<i>8.4%</i>	<i>8.2%</i>	<i>8.0%</i>	<i>7.8%</i>	<i>7.6%</i>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	(541)	(427)	(612)	(183)	(796)	(1,198)	(1,287)	(1,371)	(1,446)	(1,520)
<i>Satışlara oranı %</i>	<i>0.4%</i>	<i>0.4%</i>	<i>0.8%</i>	<i>1.1%</i>	<i>0.8%</i>	<i>0.8%</i>	<i>0.8%</i>	<i>0.8%</i>	<i>0.8%</i>	<i>0.8%</i>
Genel Yönetim Giderleri	(618)	(659)	(1,235)	(370)	(1,605)	(1,875)	(2,013)	(2,144)	(2,262)	(2,378)
<i>Satışlara oranı %</i>	<i>0.5%</i>	<i>0.6%</i>	<i>1.6%</i>	<i>2.2%</i>	<i>1.6%</i>	<i>1.3%</i>	<i>1.3%</i>	<i>1.3%</i>	<i>1.3%</i>	<i>1.3%</i>
<b>Toplam Faaliyet Giderleri</b>	<b>(1,159)</b>	<b>(1,086)</b>	<b>(1,847)</b>	<b>(554)</b>	<b>(2,401)</b>	<b>(3,073)</b>	<b>(3,301)</b>	<b>(3,515)</b>	<b>(3,708)</b>	<b>(3,898)</b>
<i>Satışlara oranı %</i>	<i>0.8%</i>	<i>1.1%</i>	<i>2.3%</i>	<i>3.3%</i>	<i>2.5%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>
<b>Faaliyet Karı/Zararı ("VFÖK")</b>	<b>3,672</b>	<b>5,957</b>	<b>5,212</b>	<b>588</b>	<b>5,800</b>	<b>8,988</b>	<b>9,344</b>	<b>9,621</b>	<b>9,802</b>	<b>9,936</b>
<i>VFÖK Marjı %</i>	<i>2.7%</i>	<i>5.8%</i>	<i>6.6%</i>	<i>3.5%</i>	<i>6.1%</i>	<i>6.2%</i>	<i>6.0%</i>	<i>5.8%</i>	<i>5.6%</i>	<i>5.4%</i>
İtfa ve Amortisman giderleri	139	180	176	59	234	353	379	403	425	447
<b>VAFÖK</b>	<b>3,811</b>	<b>6,136</b>	<b>5,387</b>	<b>647</b>	<b>6,034</b>	<b>9,341</b>	<b>9,722</b>	<b>10,024</b>	<b>10,228</b>	<b>10,383</b>
<i>VAFÖK Marjı %</i>	<i>2.8%</i>	<i>6.0%</i>	<i>6.8%</i>	<i>3.8%</i>	<i>6.3%</i>	<i>6.5%</i>	<i>6.3%</i>	<i>6.1%</i>	<i>5.9%</i>	<i>5.7%</i>

Kaynak: Şirket Yönetimi, Çelik İplik Bağımsız Denetim Raporları

Yukarıdaki tablo Çelik İplik'in denetimden geçmiş 01.01.2011 – 31.12.2012 tarihlerinde gerçekleşmiş gelir tablolarını, 30.09.2013 tarihli gerçekleşmiş Yönetim Raporu gelir tablolarını ve 01.10.2013 – 31.12.2018 arası tahmini gelir tablolarını göstermektedir.

### Satışlar

2012 yılı satışlarının 2011 yılı satışları ile karşılaştırıldığı zaman %26 oranında azaldığı gözlemlenmektedir. Aynı şekilde yılsonu kesinleşmemiş yönetim tahminlerine göre 2013 satışlarının 2012 satışlarına göre %6 oranında azalması beklenmektedir. Şirket tarafından yapılan açıklamaya göre satışlardaki bu azalış trendi, Şirket'in müşteri seçimindeki muhafazakar yaklaşımı ve pazardaki değişikliklerle ilişkilendirilmiştir.

Şirket Yönetimi tarafından hazırlanan 2014 bütçesine göre, satışların 2013 yılı satışlarına göre %50.6 oranında artarak tekrar yükselişe geçmesi ve tahmini dönemde bu şekilde devam etmesi beklenmektedir. 2014 yılından sonra Şirket'in reel bazda büyümeyeceği ve satışların enflasyon beklentileri doğrultusunda artacağı öngörülmüştür.

2013 yılında %8.6 olarak gerçekleşmesi beklenen brüt kar marjının bu seviyelerde devam etmeyeceği ve 2018 yılına kadar %7.6'ya gerilemesi beklenmektedir. Nihai dönem brüt kar marjının 2018 yılı gibi devam edeceği varsayılmıştır.

2014 yılı içerisinde viskon ve viskon türü ürünlerde anti dumping beklendiği için fiyatların artması beklenmektedir. Bu artışlar projeksiyonlara yansıtılmıştır.

Çelik İplik - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi ("İNA")							
('000 TL)	3A - 2013	2014	2015	2016	2017	2018	Nihai dönem değeri
Net Satışlar	16,916	144,203	154,874	164,941	174,013	182,887	190,386
Net Satışlar Büyüme Oranı (%)	NA	50.6%	7.4%	6.5%	5.5%	5.1%	4.1%
VAFÖK	647	9,341	9,722	10,024	10,228	10,383	10,809
VAFÖK Marjı (%)	3.8%	6.5%	6.3%	6.1%	5.9%	5.7%	5.7%
Nihai dönem büyüme oranı %							4.1%
Amortisman (-)	(59)	(353)	(379)	(403)	(425)	(447)	(436)
VFÖK	588	8,988	9,344	9,621	9,802	9,936	10,373
VFÖK Marjı (%)	3.5%	6.2%	6.0%	5.8%	5.6%	5.4%	5.4%
Vergi gideri	(118)	(1,798)	(1,869)	(1,924)	(1,960)	(1,987)	(2,075)
Faiz öncesi kar ("FÖK")	471	7,191	7,475	7,697	7,842	7,949	8,298
Artı: Amortisman	59	353	379	403	425	447	436
Artı/(Eksi): Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi değişimi	78	(6,193)	(2,250)	(2,113)	(1,892)	(1,843)	(1,608)
Eksi: Yatırım harcaması	(59)	(353)	(379)	(403)	(425)	(447)	(436)
<b>Dağıtım hazır borçtan arındırılmış nakit akımı</b>	<b>548</b>	<b>998</b>	<b>5,225</b>	<b>5,584</b>	<b>5,950</b>	<b>6,106</b>	<b>6,690</b>
<b>AOSM</b>	<b>12.7%</b>						
Bugünkü değer katsayısı	0.99	0.91	0.81	0.72	0.64	0.57	0.57
<b>Bugünkü değer--borçtan arındırılmış nakit akımı</b>	<b>540</b>	<b>912</b>	<b>4,239</b>	<b>4,020</b>	<b>3,800</b>	<b>3,461</b>	<b>44,102</b>
Bugünkü değer -- borçtan arındırılmış nakit akımı	16,971						
Bugünkü değer -- nihai dönem	44,102						
<b>Şirket değeri</b>	<b>61,073</b>						
Artı: Nakit fazlası (30 Eylül 2013 itibari ile)	48						
Eksi: Faize tabi borç (30 Eylül 2013 itibari ile)	(22,076)						
<b>Özsermaye değeri</b>	<b>39,046</b>						

Kaynak: KPMG Analizi

Duyarlılık analizi sonucunda hesaplanan Şirket Değeri 58.3 milyon TL ile 64.6 milyon TL aralığında ve Özsermaye Değeri ise 36.3 milyon TL ile 42.5 milyon TL aralığındadır.

Senaryo 1 İNA hesaplamasında kullanılan gelir tabloları, Şirket Yönetimi projeksiyonlarına dayanmaktadır. Çelik İplik'in değerlendirme tarihi itibarıyla Şirket ve Özsermaye Değerleri yandaki İNA analizi tablosundaki gibi hesaplanmıştır.

İNA metodolojisine göre Çelik İplik'in faaliyetlerinin %100'ü için hesaplanan Şirket Değeri 61.1 milyon TL'dir. Şirket'in 30 Eylül 2013 itibarıyla kısa ve uzun vadeli finansal borcu ve nakit fazlası dikkate alınarak hesaplanan Özsermaye Değeri 39.0 milyon TL'dir.

İNA modelinde kullanılan indirgeme oranının ve 2018 yılı sonrasında öngörülen %4.1'lik nihai dönem büyüme oranının belirli oranlarda sapsması durumunda ortaya çıkacak olan Şirket Değeri ve Özsermaye Değeri aşağıdaki duyarlılık analizi tablolarında sunulmuştur.

Çelik İplik - Duyarlılık Analizi				
('000 TL)		Nihai Büyüme Oranı		
Şirket Değeri		3.1%	4.1%	5.1%
	11.7%	65,559	69,488	74,609
AOSM	12.7%	58,304	61,073	64,571
	13.7%	52,432	54,421	56,872

Kaynak: KPMG Analizi

Çelik İplik - Duyarlılık Analizi				
('000 TL)		Nihai Büyüme Oranı		
Özsermaye Değeri		3.1%	4.1%	5.1%
	11.7%	43,532	47,461	52,581
AOSM	12.7%	36,277	39,046	42,543
	13.7%	30,404	32,393	34,844

Kaynak: KPMG Analizi

# **İNA Analizi – Senaryo 2**

Çelik İplik - Gelir Tablosu										
('000 TL)	2011G	2012G	9A-2013G	3A-2013T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T
Net Satışlar	136,676	101,861	78,844	16,916	95,760	144,203	154,874	164,941	174,013	182,887
<i>Büyüme oranı %</i>	<i>na</i>	<i>(25.5%)</i>	<i>na</i>	<i>na</i>	<i>(6.0%)</i>	<i>50.6%</i>	<i>7.4%</i>	<i>6.5%</i>	<i>5.5%</i>	<i>5.1%</i>
Satışların Maliyeti	(131,845)	(94,818)	(71,785)	(15,774)	(87,559)	(130,422)	(140,538)	(150,167)	(158,949)	(167,604)
<b>Brüt Satış Karı / (Zararı)</b>	<b>4,831</b>	<b>7,042</b>	<b>7,059</b>	<b>1,142</b>	<b>8,201</b>	<b>13,781</b>	<b>14,336</b>	<b>14,773</b>	<b>15,064</b>	<b>15,284</b>
<i>Brüt kar marjı %</i>	<i>3.5%</i>	<i>6.9%</i>	<i>9.0%</i>	<i>6.7%</i>	<i>8.6%</i>	<i>9.6%</i>	<i>9.3%</i>	<i>9.0%</i>	<i>8.7%</i>	<i>8.4%</i>
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	(541)	(427)	(612)	(183)	(796)	(1,198)	(1,287)	(1,371)	(1,446)	(1,520)
<i>Satışlara oranı %</i>	<i>0.4%</i>	<i>0.4%</i>	<i>0.8%</i>	<i>1.1%</i>	<i>0.8%</i>	<i>0.8%</i>	<i>0.8%</i>	<i>0.8%</i>	<i>0.8%</i>	<i>0.8%</i>
Genel Yönetim Giderleri	(618)	(659)	(1,235)	(370)	(1,605)	(1,875)	(2,013)	(2,144)	(2,262)	(2,378)
<i>Satışlara oranı %</i>	<i>0.5%</i>	<i>0.6%</i>	<i>1.6%</i>	<i>2.2%</i>	<i>1.6%</i>	<i>1.3%</i>	<i>1.3%</i>	<i>1.3%</i>	<i>1.3%</i>	<i>1.3%</i>
<b>Toplam Faaliyet Giderleri</b>	<b>(1,159)</b>	<b>(1,086)</b>	<b>(1,847)</b>	<b>(554)</b>	<b>(2,401)</b>	<b>(3,073)</b>	<b>(3,301)</b>	<b>(3,515)</b>	<b>(3,708)</b>	<b>(3,898)</b>
<i>Satışlara oranı %</i>	<i>0.8%</i>	<i>1.1%</i>	<i>2.3%</i>	<i>3.3%</i>	<i>2.5%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>	<i>2.1%</i>
<b>Faaliyet Karı/Zararı ("VFÖK")</b>	<b>3,672</b>	<b>5,957</b>	<b>5,212</b>	<b>588</b>	<b>5,800</b>	<b>10,708</b>	<b>11,036</b>	<b>11,258</b>	<b>11,356</b>	<b>11,386</b>
<i>VFÖK Marjı %</i>	<i>2.7%</i>	<i>5.8%</i>	<i>6.6%</i>	<i>3.5%</i>	<i>6.1%</i>	<i>7.4%</i>	<i>7.1%</i>	<i>6.8%</i>	<i>6.5%</i>	<i>6.2%</i>
İtfa ve Amortisman giderleri	139	180	176	59	234	353	379	403	425	447
<b>VAFÖK</b>	<b>3,811</b>	<b>6,136</b>	<b>5,387</b>	<b>647</b>	<b>6,034</b>	<b>11,061</b>	<b>11,415</b>	<b>11,662</b>	<b>11,781</b>	<b>11,833</b>
<i>VAFÖK Marjı %</i>	<i>2.8%</i>	<i>6.0%</i>	<i>6.8%</i>	<i>3.8%</i>	<i>6.3%</i>	<i>7.7%</i>	<i>7.4%</i>	<i>7.1%</i>	<i>6.8%</i>	<i>6.5%</i>

Kaynak: Şirket Yönetimi, Çelik İplik Bağımsız Denetim Raporları

Yukarıdaki tablo Çelik İplik'in denetimden geçmiş 01.01.2011 – 31.12.2012 tarihlerinde gerçekleşmiş gelir tablolarını, 30.09.2013 tarihli gerçekleşmiş Yönetim Raporu gelir tablolarını ve 01.10.2013 – 31.12.2018 arası tahmini gelir tablolarını göstermektedir.

Senaryo 2 gelir tablosu, satışların maliyeti dışında Senaryo 1 ile aynı şekilde oluşturulmuştur. Yurtiçi ticari mal alımları ile birlikte düşürülmesi planlanan maliyetler sayesinde, %8.6 seviyesinde gerçekleşen brüt kar marjının 2014'te %9.6 olarak gerçekleşmesi planlanmaktadır (Senaryo 1'de %8.4). Ancak bu seviyelerin sektör dinamikleri göz önünde bulundurularak uzun dönemde sürdürülebilir bir seviye olmadığı varsayıldığı için 2018'e kadar %8.4'e gerilemesi beklenmektedir. (Senaryo 1'de %7.6)

Çelik İplik - İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi ("İNA")							
('000 TL)	3A - 2013	2014	2015	2016	2017	2018	Nihai dönem değeri
Net Satışlar	16,916	144,203	154,874	164,941	174,013	182,887	190,386
Net Satışlar Büyüme Oranı (%)	NA	50.6%	7.4%	6.5%	5.5%	5.1%	4.1%
VAFÖK	647	11,061	11,415	11,662	11,781	11,833	12,318
VAFÖK Marjı (%)	3.8%	7.7%	7.4%	7.1%	6.8%	6.5%	6.5%
Nihai dönem büyüme oranı %							4.1%
Amortisman (-)	(59)	(353)	(379)	(403)	(425)	(447)	(436)
VFÖK	588	10,708	11,036	11,258	11,356	11,386	11,882
VFÖK Marjı (%)	3.5%	7.4%	7.1%	6.8%	6.5%	6.2%	6.2%
Vergi gideri	(118)	(2,142)	(2,207)	(2,252)	(2,271)	(2,277)	(2,376)
Faiz öncesi kar ("FÖK")	471	8,567	8,829	9,007	9,084	9,109	9,506
Artı: Amortisman	59	353	379	403	425	447	436
Artı/(Eksi): Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi değişimi	78	(6,491)	(2,245)	(2,103)	(1,877)	(1,825)	(1,619)
Eksi: Yatırım harcaması	(59)	(353)	(379)	(403)	(425)	(447)	(436)
<b>Dağıtım hazır borçtan arındırılmış nakit akımı</b>	<b>548</b>	<b>2,075</b>	<b>6,583</b>	<b>6,904</b>	<b>7,207</b>	<b>7,284</b>	<b>7,887</b>
<b>AOSM</b>	<b>12.7%</b>						
Bugünkü değer katsayısı	0.99	0.91	0.81	0.72	0.64	0.57	0.57
<b>Bugünkü değer--borçtan arındırılmış nakit akımı</b>	<b>540</b>	<b>1,897</b>	<b>5,341</b>	<b>4,970</b>	<b>4,604</b>	<b>4,128</b>	<b>51,993</b>
Bugünkü değer -- borçtan-arındırılmış nakit akımı	21,479						
Bugünkü değer -- nihai dönem	51,993						
<b>Şirket değeri</b>	<b>73,472</b>						
Artı: Nakit fazlası (30 Eylül 2013 itibari ile)	48						
Eksi: Faize tabi borç (30 Eylül 2013 itibari ile)	(22,076)						
<b>Özsermaye değeri</b>	<b>51,445</b>						

Kaynak: KPMG Analizi

Duyarlılık analizi sonucunda hesaplanan Şirket Değeri 69.8 milyon TL ile 78.1 milyon TL aralığında ve Özsermaye Değeri ise 47.8 milyon TL ile 56.0 milyon TL aralığındadır.

İNA metodolojisine göre Senaryo 2'de uygulanan farklı brüt kar marjlarıyla Çelik İplik'in faaliyetlerinin %100'ü için hesaplanan Şirket Değeri 73.5 milyon TL'dir. Şirket'in 30 Eylül 2013 itibariyle kısa ve uzun vadeli finansal borcu ve nakit fazlası dikkate alınarak hesaplanan Özsermaye Değeri 51.4 milyon TL'dir.

İNA modelinde kullanılan indirgeme oranının ve 2018 yılı sonrasında öngörülen %4.1'lik nihai dönem büyüme oranının belirli oranlarda saptması durumunda ortaya çıkacak olan Şirket Değeri ve Özsermaye Değeri aşağıdaki duyarlılık analizi tablolarında sunulmuştur.

Çelik İplik - Duyarlılık Analizi			
('000 TL)	Nihai Büyüme Oranı		
Şirket Değeri	3.1%	4.1%	5.1%
11.7%	78,341	83,416	90,030
<b>AOSM</b>	12.7%	<b>69,827</b>	<b>73,472</b>
13.7%	62,932	65,607	68,904

Kaynak: KPMG Analizi

Çelik İplik - Duyarlılık Analizi			
('000 TL)	Nihai Büyüme Oranı		
Özsermaye Değeri	3.1%	4.1%	5.1%
11.7%	56,313	61,388	68,002
<b>AOSM</b>	12.7%	<b>47,800</b>	<b>51,445</b>
13.7%	40,904	43,579	46,876

Kaynak: KPMG Analizi

- Giriş
- Değerleme analizi yaklaşımları
- Değerleme Analizi
  - İndirgenmiş Nakit Akımı
  - Benzer Şirketler Metodolojisi
  - Benzer İşlemler Metodolojisi
- Sonuç
- Ekler

Piyasa Çarpanları - Capital IQ							
Milyon TL	Şirket Değeri	ŞD/Satışlar			ŞD/VAFÖK		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014
<b>Grup 1</b>							
Sonmez Filament Sentetik İplik ve Elyaf Sanayi AS	188	NM	NA	NA	NA	NA	NA
Sonmez Pamuklu Sanayii AS	146	NM	NA	NA	NA	NA	NA
Isıklar Enerji ve Yapı Holding Anonim Şirketi	84	NM	NA	NA	NA	NA	NA
Birlik Mensucat Ticaret ve Sanayi İşletmeleri AS	21	1.6x	NA	NA	NA	NA	NA
Soktas Pamuk Ve Tarım Ürünlerini Değerlendirme Tic. ve San. A.Ş.	338	1.8x	NA	NA	NA	NA	NA
Arsan Tekstil Ticaret Ve Sanayi As	210	2.0x	NA	NA	NA	NA	NA
Altinyıldız Mensucat ve Konfeksiyon Fabrikaları Anonim Şirketi	3,013	5.0x	NA	NA	NM	NA	NA
Birko Birlesik Koyunlulular Mensucat Ticaret Ve Sanayi A S	94	0.7x	NA	NA	NA	NA	NA
Karsu Tekstil Sanayii ve Ticaret A.S.	77	0.6x	NA	NA	NA	NA	NA
Sanko Pazarlama İthalat İhracat Anonim Şirketi	50	0.1x	NA	NA	NA	NA	NA
Akin Tekstil AS	143	1.2x	NA	NA	NA	NA	NA
Yunsa Yunlu Sanayi ve Ticaret a.s.	266	1.0x	NA	NA	NA	NA	NA
<b>Grup 2</b>							
Pegas Nonwovens S.A.	963	2.2x	1.7x	1.4x	10.8x	8.6x	7.2x
Grupo Tavex Sa	928	0.9x	0.8x	0.8x	27.6x	6.6x	6.1x
Sioen Industries NV	631	0.8x	0.7x	0.7x	7.5x	5.5x	5.4x
Pittards plc	58	0.5x	0.5x	0.4x	12.4x	6.2x	4.7x
<b>Ortalama</b>		<b>1.1x</b>	<b>0.9x</b>	<b>0.8x</b>	<b>14.5x</b>	<b>6.7x</b>	<b>5.8x</b>
<b>Medyan</b>		<b>0.9x</b>	<b>0.8x</b>	<b>0.7x</b>	<b>11.6x</b>	<b>6.4x</b>	<b>5.8x</b>
<b>Maksimum</b>		<b>2.2x</b>	<b>1.7x</b>	<b>1.4x</b>	<b>27.6x</b>	<b>8.6x</b>	<b>7.2x</b>
<b>Minimum</b>		<b>0.5x</b>	<b>0.5x</b>	<b>0.4x</b>	<b>7.5x</b>	<b>5.5x</b>	<b>4.7x</b>

Kaynak: CapitalIQ, KPMG Analizi

Tekstil sektöründe işlem gören benzer firmaların öncelikle faaliyet olarak bire bir karşılaştırılabilir olmaması, ayrıca karlılık olarak da benzerlik göstermemesini de göz önüne alarak bu analizin tek başına uygulanamayacağına karar verilmiştir.

Tabloda gösterilen Şirketlerin çarpanlarından elde edilen ŞD/Satışlar çarpanı 0.8x – 1.0x arasında hesaplanmıştır .

Aynı şekilde benzer şirketlerden elde edilen ŞD/VAFÖK çarpanı ortalama 6.0x – 9.0x arasında hesaplanmıştır.

Piyasa çarpanları analizini uygulayabilmek adına; yurtiçi ve yurt dışı borsalarda işlem gören, faaliyetleri açısından Çelik İplik'e benzerlik gösterdiği düşünülen firmalara ait ŞD/Satışlar ve ŞD/VAFÖK çarpanları analiz edilmiştir. Elde edilen çarpanlar yandaki tabloda ayrıntılı olarak gösterilmiştir.

Ancak yapılan analizler sonucunda bu firmalardan elde edilen çarpanların belli bir trendi izlemediği gözlemlenmiştir. Ayrıca hem ŞD/Satışlar hem de ŞD/VAFÖK marjlarının ileriye dönük olarak 2013 ve 2014 yılları tahminleri hazırlanmamıştır.

Bunda tekstil sektörünün beklentileri ve şirketlerin karlılık seviyelerini yakalayamaması etkilidir.

Borsa İstanbul'da tekstil sektöründe işlem gördüğünü düşündüğümüz 29 tekstil şirketinin, 12 tanesinin faaliyetleri açısından Çelik İplik'e daha benzer olduğu düşünülmüş ve finansalları ayrıntılı olarak incelenmiştir. Buna göre bu şirketlerden 5 tanesinin VAFÖK zararı açıkladığı gözlemlenmiştir. Dolayısıyla sektör çarpanları ve ortalamaları ya mevcut değil ya da farklılıklar göstermektedir

Aynı şekilde yurtdışı borsalarda işlem gören Grup 2 şirketleri aynı zamanda üretim faaliyetlerinde buldukları için, bu şirketlerden elde edilen çarpanların üretim yapmayı ticari faaliyeti benzer olan Çelik İplik'in gerçeğe uygun değerini yansıtmadığı düşünülmüştür.

Piyasa Çarpanları - Garanti Yatırım				
	ŞD/VAFÖK		ŞD/Satışlar	
	2012	LTM	2012	LTM
Bisas Tekstil	NA	14.0x	1.6x	1.5x
Bilici Yatırım	NA	19.7x	1.8x	1.5x
Bossa	18.5x	13.4x	0.8x	0.8x
Birko Birlesik Koyunlular Mensucat	6.0x	5.5x	0.7x	0.7x
Dagi Giyim	13.8x	13.7x	1.0x	NA
Derimod	10.8x	8.2x	0.6x	0.5x
Desa	19.8x	11.9x	0.4x	0.4x
Edip Gayrimenkul Yatirim	5.5x	13.6x	NA	6.7x
Luks Kadife	11.2x	9.5x	NA	2.2x
Vakko Tekstil	13.8x	NA	0.7x	0.7x
Yatas	9.6x	6.7x	0.7x	0.6x
Yunsa	13.0x	11.2x	1.1x	1.1x
<b>Ortalama</b>	<b>12.2x</b>	<b>11.6x</b>	<b>1.0x</b>	<b>1.8x</b>
<b>Medyan</b>	<b>12.1x</b>	<b>11.9x</b>	<b>0.9x</b>	<b>1.1x</b>
<b>Maksimum</b>	<b>19.8x</b>	<b>19.7x</b>	<b>1.9x</b>	<b>6.7x</b>
<b>Minimum</b>	<b>5.5x</b>	<b>5.5x</b>	<b>0.1x</b>	<b>0.1x</b>

Kaynak: Granti Yatırım, KPMG Analizi

Garanti Yatırım'dan ulaştığımız ŞD/VAFÖK ve ŞD/Satışlar çarpanı dikkate alındığında ŞD/VAFÖK çarpan aralığının 11.0x ile 12.0x arasında olduğu, ŞD/Satışlar çarpanının ise 1.0x ile 1.8x aralığında olduğunu gözlemlemekteyiz.

Çelik İplik 2013 yılsonu VAFÖK tahminine göre Şirket Değeri 66 milyon TL ile 72 milyon TL arasında, özsermaye değeri ise 44 ile 50 milyon TL arasında hesaplanmaktadır. Garanti Yatırım'ın 30.09.2013 tarihli ŞD/Satışlar ve ŞD/VAFÖK göstergeleri yandaki tabloda ayrıntılı olarak gösterilmiştir.

- Giriş
- Değerleme analizi yaklaşımları
- Değerleme Analizi
  - İndirgenmiş Nakit Akımı
  - Benzer Şirketler Metodolojisi
  - Benzer İşlemler Metodolojisi
- Sonuç
- Ekler

Karşılaştırılabilir İşlemler Analizi (Milyon TL)										
Kapanış Tarihi	Hedef Şirket	Alıcı Şirket	Ülke	Net İşlem Değeri	Özsermaye Değeri	Şirket Değeri	Şirket Değeri /			
							VFÖK	VAFÖK	Satışlar	
24/10/2013	Shanghai Challenge Textile Co., Ltd.	Shanghai Textile Investment Management Ltd.	Çin	68	402	342	25.1x	12.8x	1.3x	
19/07/2012	STI India Ltd.	Bombay Rayon Fashion Limited	Hindistan	6	30	73	NA	13.7x	1.2x	
20/12/2013	TTL Industries Public Company Limited	Thaisri Insurance Public Company Limited; Sri Brothers Co. Ltd.; Th	Tayland	29	115	52	NM	13.5x	2.0x	
23/08/2011	Mudra Lifestyle Ltd.	E- Land Fashion China Holdings Limited	Hindistan	23	111	111	NM	19.9x	0.7x	
23/11/2011	Bombay Rayon Fashion Limited	AAA United B.V.	Hindistan	295	1,325	2,345	19.1x	13.0x	2.5x	
31/05/2012	Shandong Demian Incorporated Company	Zhejiang Fifth Season Industrial Co., Ltd.; Beijing Dongjing Shengjin	Çin	361	462	591	NM	29.7x	2.8x	
05/08/2013	CECEP COSTIN New Materials Group Limited	CECEP Chongqing Industry Co., Ltd.	Hong Kong	84	629	459	3.6x	3.3x	1.0x	
25/04/2012	COSTIN New Materials Group Limited (nka:CECEF	CECIC Chongqing Industry Co., Ltd.	Hong Kong	192	683	597	6.2x	5.8x	1.5x	
17/09/2012	Billion Industrial Holdings Limited	CECIC Chongqing Industry Co., Ltd.	Çin	684	1,187	1,541	5.4x	4.7x	0.9x	
16/05/2013	Vyapar Industries Ltd.	0	Hindistan	3	10	10	NM	NM	0.4x	
10/12/2013	Co-Prosperity Holdings Limited	0	Hong Kong	9	92	203	NM	NM	1.1x	
06/08/2013	Gadoon Textile Mills Ltd.	Y.B. Pakistan Limited	Pakistan	19	78	179	5.4x	4.1x	0.5x	
31/05/2010	Bhilwara Spinners Ltd.	Ahinsa Infrastructure And Developers Limited	Hindistan	2	4	4	NM	NM	0.8x	
28/06/2013	Seasons Textiles Limited	0	Hindistan	0	3	8	7.0x	4.2x	0.7x	
28/02/2011	Kolon Fashion Material, Inc.	Kolon Industries, Inc.	South Korea	39	282	269	7.3x	5.5x	0.4x	
30/04/2013	Hind Syntex Ltd.	RDM Family Trust	Hindistan	1	3	20	73.5x	13.6x	0.5x	
<b>Ortalama</b>							<b>16.9x</b>	<b>11.1x</b>	<b>1.1x</b>	
<b>Medyan</b>							<b>7.0x</b>	<b>12.8x</b>	<b>0.9x</b>	

Kaynak: Capital IQ, KPMG Analizi

Çelik İplik’le aynı sektördeki, Türkiye’de ve yurtdışında konumlandırılmış firmalar incelenmiş ve satış işlemi hisse miktarları ve işlem değeri dikkate alınmıştır. Ancak tekstil sektöründe, hem Türkiye’de hem de Avrupa’da işlem değeri ve finansal değerleri açıklanan yeterli sayıda satın alma işlemine ulaşılamamıştır. Çelik İplik’e en çok benzediği düşünülen işlemlerin bir listesi yukarıda gösterilmiştir.

Ancak tablodan da görülebileceği gibi bu şirketler daha çok Uzak Doğu’da faaliyet göstermekte olup, bulunduğu coğrafya ve market koşulları olarak oldukça farklıdır. Ayrıca bu şirketler tekstil sektöründe iplik faaliyetleri dışında birçok faaliyette bulunduğu için Çelik İplik ile birebir karşılaştırılabilir olmadıkları düşünülmektedir.

- Giriş
- Değerleme analizi yaklaşımları
- Değerleme Analizi
  - İndirgenmiş Nakit Akımı
  - Benzer Şirketler Metodolojisi
  - Benzer İşlemler Metodolojisi
- Sonuç
- Ekler

Bu değerleme raporu Çelik İplik Yönetimi'nin KPMG'ye temin ettiği bilgiler doğrultusunda ve halka açık bilgiler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır. Geçmiş döneme ait mali tablolar ve geleceğe yönelik finansal tahminler Şirket Yönetimi'nin beklentileri doğrultusunda oluşturulmuştur. Temin edilen tüm finansal ve diğer bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiştir.

Bu değerleme çalışmasında kullanılan yöntemler herhangi bir denetim standardına göre olmayıp tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Değerlemede kullanılan mali tahminlerin, Şirket Yönetimi tarafından, Çelik İplik'in gelecek mali performansını en iyi şekilde yansıtacak tahminler ve kararlar doğrultusunda hazırlandığı varsayılmıştır. Halka açık bilgilere erişim dışında ayrıca detaylı finansal inceleme veya durum tespit çalışması (due-diligence) gerçekleştirilmemiştir. Geleceğe yönelik tahmini finansal tabloların ve bunların bağlı olduğu varsayımların gerçekleşme ve uygulama sorumluluğu Çelik İplik Yönetimi'ne aittir. Bulgularımızın Çelik İplik'e üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek tekliflerin kabulü ya da reddi doğrultusunda, öneri veya tavsiye teşkil etmediği dikkate alınmalıdır.

### Sonuç:

INA Şirket'in geleceğe yönelik stratejilerini değere en iyi yansıtan yöntemdir. Şirket Yönetimi'nden temin edilen projeksiyonların brüt kar marjına oldukça duyarlı olması nedeniyle 2 senaryo uygulanmıştır.

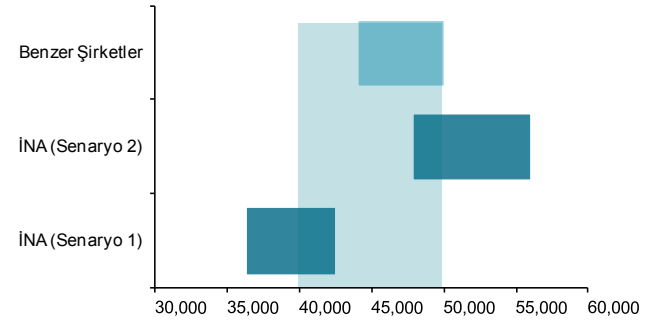
Senaryo 1'e göre Şirket'in %100 Özsermaye Değeri 36.3 milyon TL ile 42.5 milyon TL aralığındadır. Senaryo 2'ye göre Şirket'in %100 Özsermaye Değeri 47.8 milyon TL ile 56.0 milyon TL aralığındadır.

Piyasa Çarpanları Metodolojisi kapsamında kullanılan Benzer Şirketler ve Benzer İşlemler Analizleri'nden elde edilen çarpanların gerçeğe uygun Şirket Değeri'ni yansıtmayacağı düşünülmektedir. Bunda benzer firmaların üretim ve iplik dışı faaliyette bulunması, gelecek yönelik tahminlerinin ve dolayısıyla çarpanlarının farklılıklar göstermesi etkili olmuştur.

Yukarıda belirtilen analizler göz önüne alınarak;

Şirket'in %100'ü için hesaplanan Özsermaye Değeri'nin 40.0 – 50.0 milyon TL aralığında olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Özkaynak Değer Aralığı ('000 TL)



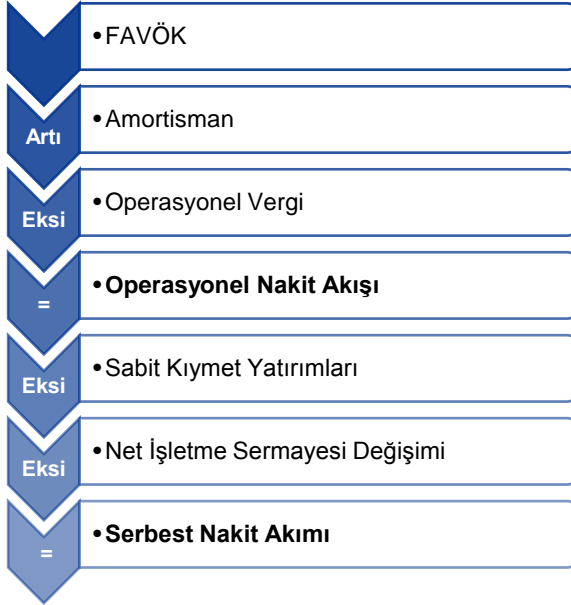
- Giriş
- Değerleme analizi yaklaşımları
- Değerleme Analizi
  - İndirgenmiş Nakit Akımı
  - Benzer Şirketler Metodolojisi
  - Benzer İşlemler Metodolojisi
- Sonuç
- Ekler

Değerleme için teorik olarak izlenmesi gereken metot gelecekteki potansiyel kazançların dikkate alınmasıdır.

İNA analizinde; tahmini dönem işletmenin istikrarlı kazanç seviyesine ulaşmasına imkan tanıyacak uzunlukta olmalıdır ya da konjonktürel endüstrilerde komple işletme dönemini yansıtacak şekilde olmalıdır. Genellikle beş yıllık bir tahmini dönem gerekir, ancak endüstri ve sektöre göre değişkenlik gösterebilir.

Gelecek yıllardaki nakit akımının indirgendiği oran (“İndirgeme Oranı”) nakit akımlarının zaman değerini gösterdiği gibi işletmenin gelecek operasyon risklerini de yansıtmalıdır. İNA'nın mantıklı bir değerlendirme figürü üretebilmesi için, söz konusu nakit akımı tahminlerinin kalitesi çok önemlidir.

Tahmini dönem için borçtan arındırılmış nakit akımı hesaplaması için kullanılan basamaklar aşağıda gösterilmektedir:



Nihai değeri hesaplarken, şirketin tahmini dönem sonrasındaki büyüme potansiyeline dikkat etmek gerekir.

Tahmini dönemin sonunda, Şirket tarafından üretilen net karların ve buna ilişkin nakit akımlarının nihai olarak devam edeceği varsayılır.

Nihai değer hesaplanmasında en yaygın yaklaşım, aşağıdaki formül kullanılarak, sabit büyüme modelinin uygulanmasıdır:

- Nihai değer piyasa değeri = [Son döneme ait serbest nakit akımı \* (1 + büyüme oranı)] / (indirgeme oranı - büyüme oranı)

- Nihai değer bugünkü değeri = Nihai değer adil piyasa değeri / ((1+ indirgeme oranı)<sup>indirgeme dönemi</sup>)

Çelik İplik - Devir Hızları (gün sayısı)								
#	2011G	2012G	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T
Ticari Alacaklar	52	141	151	135	135	135	135	135
Stoklar	8	1	7	7	7	7	7	7
Ticari Borçlar (-)	6	57	70	70	70	70	70	70

Çelik İplik - İşletme Sermayesi Analizi								
(‘000 TL)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ticari alacaklar	19,894	40,036	40,143	54,076	58,078	61,853	65,255	68,583
Stoklar	3,012	343	1,787	2,697	2,903	3,098	3,276	3,450
Ticari borçlar (-)	(2,079)	(15,128)	(16,989)	(25,640)	(27,597)	(29,455)	(31,143)	(32,802)
<b>Net işletme sermayesi</b>	<b>20,827</b>	<b>25,251</b>	<b>24,940</b>	<b>31,133</b>	<b>33,383</b>	<b>35,496</b>	<b>37,388</b>	<b>39,231</b>
Net Satışlar	136,676	101,861	95,760	144,203	154,874	164,941	174,013	182,887
Satılan Malın Maliyeti (-)	(131,845)	(94,818)	(87,559)	(132,142)	(142,230)	(151,805)	(160,502)	(169,054)
<i>Net işletme sermayesinin gelire %'si</i>	<i>15.2%</i>	<i>24.8%</i>	<i>26.0%</i>	<i>21.6%</i>	<i>21.6%</i>	<i>21.5%</i>	<i>21.5%</i>	<i>21.5%</i>
<b>Net işletme sermayesi değişimi</b>	<b>NA</b>	<b>4,424</b>	<b>(310)</b>	<b>6,193</b>	<b>2,250</b>	<b>2,113</b>	<b>1,892</b>	<b>1,843</b>

Kaynak: Şirket Yönetimi & KPMG analizi

Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi (“BANİS”) hesaplamasında kullanılan veriler, Çelik İplik Yönetimi’nin tarafımıza temin etmiş olduğu geçmiş ve tahmini dönem finansallara dayanmaktadır.

Geçmiş dönemlerde gerçekleşmiş olan ticari alacaklar, stoklar ve ticari borçlar ile geçmiş ve tahmini dönem net satışlar ve satılan malın maliyeti kalemleri işletme sermayesi ihtiyacı hesaplamasına baz oluşturmuştur. Çelik İplik Yönetimi, ticari alacakların 2013 yılında 151 günde tahsil edileceğini belirtmiş olup, tahmini dönemde (2014 - 2018) ortalama 135 günde sabitleneceğini varsayılmıştır.

Sipariş usulü çalışan Şirket’in stok devir hızı gün sayısının ortalama 7 gün olacağı tahmin edilmiştir.

Sırasıyla 2011 ve 2012 yıllarında 6 ve 57 gün olarak gerçekleşen borç devir hızı gün sayısının ise 2013 ve sonrasında 70 gün gün olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.

Bu varsayımlar ışığında hesaplanan Çelik İplik işletme sermayesinin tahmini dönemde satışların %21.5’ine eşit olacağı varsayılmıştır. Tahmini dönem alacak, borç ve stoklar tahmini satış ve satışların maliyeti üzerinden hesaplandığı için iki senaryo arasında farklılık ortaya çıkmaktadır.

%4.1 nihai büyüme oranı göz önüne alınarak hesaplanan nihai dönem net işletme sermayesi değişimi 1.6 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Nihai Dönem Net İşletme Sermayesi Hesaplaması	
('000 TL)	
2018 yılı satışları	182,887
Satışlar, bir yıl sonra	190,386
Satışlardaki değişiklikler	7,498
Net İşletme Sermayesinin Gelirlere Oranı, 2018	21.5%
<b>Nihai Dönemde Net İşletme Sermayesi Değişikliği</b>	<b>1,608</b>

Kaynak: Şirket Yönetimi & KPMG analizi

Çelik İplik - Devir Hızları (gün sayısı)								
#	2011G	2012G	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T
Ticari Alacaklar	52	141	151	135	135	135	135	135
Stoklar	8	1	7	7	7	7	7	7
Ticari Borçlar (-)	6	57	70	70	70	70	70	70

Çelik İplik - İşletme Sermayesi Analizi								
(‘000 TL)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ticari alacaklar	19,894	40,036	40,143	54,076	58,078	61,853	65,255	68,583
Stoklar	3,012	343	1,787	2,662	2,868	3,065	3,244	3,421
Ticari borçlar (-)	(2,079)	(15,128)	(16,989)	(25,306)	(27,269)	(29,138)	(30,841)	(32,521)
<b>Net işletme sermayesi</b>	<b>20,827</b>	<b>25,251</b>	<b>24,940</b>	<b>31,432</b>	<b>33,677</b>	<b>35,780</b>	<b>37,657</b>	<b>39,483</b>
Net Satışlar	136,676	101,861	95,760	144,203	154,874	164,941	174,013	182,887
Satılan Malın Maliyeti (-)	(131,845)	(94,818)	(87,559)	(130,422)	(140,538)	(150,167)	(158,949)	(167,604)
<i>Net işletme sermayesinin gelire %'si</i>	<i>15.2%</i>	<i>24.8%</i>	<i>26.0%</i>	<i>21.8%</i>	<i>21.7%</i>	<i>21.7%</i>	<i>21.6%</i>	<i>21.6%</i>
<b>Net işletme sermayesi değişimi</b>	<b>NA</b>	<b>4,424</b>	<b>(310)</b>	<b>6,491</b>	<b>2,245</b>	<b>2,103</b>	<b>1,877</b>	<b>1,825</b>

Kaynak: Şirket Yönetimi & KPMG analizi

Borçtan arındırılmış net işletme sermayesi (“BANİS”) hesaplamasında kullanılan veriler, Çelik İplik Yönetimi’nin tarafımıza temin etmiş olduğu geçmiş ve tahmini dönem finansallara dayanmaktadır.

Tahmini dönem alacak, borç ve stoklar tahmini satış ve satışların maliyeti üzerinden hesaplandığı için iki senaryo arasında farklılık ortaya çıkmaktadır.

Nihai Dönem Net İşletme Sermayesi Hesaplaması	
('000 TL)	
2018 yılı satışları	182,887
Satışlar, bir yıl sonra	190,386
Satışlardaki değişiklikler	7,498
Net İşletme Sermayesinin Gelirlere Oranı, 2018	21.6%
<b>Nihai Dönemde Net İşletme Sermayesi Değişikliği</b>	<b>1,619</b>

Kaynak: Şirket Yönetimi & KPMG analizi

#### Akin Tekstil AS

Akin Tekstil AS manufactures and markets yarns, fabrics, and clothing for protective work wear and military end-uses. It offers cotton, cotton/lycra, and cotton/metal; polyester/cotton and lycra; polyester/viscose and lycra; cotton/nylon and lycra; tadel, tencel, and linen; woolen mixes; coolmax; and PU coated, nanocare, antibacterial, stain, and water resistant fabrics; confections; and technical textiles, such as flame retardant yarns, flame retardant clothing, marine fabrics, aircraft fabrics, contract fabrics, and flame retardant work wears. The company also provides yarn dyed and fiber dyed fabrics for ladies`, men`s, and children`s apparel in fabrics and trousers, shorts, bermudas, skirts, etc. It serves customers in Turkey and internationally. The company was founded in 1956 and is based in Istanbul, Turkey.

#### AKSA Akrilik Kimya Sanayii AS

Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş., together with its subsidiaries, engages in the production and sale of acrylic fiber in Turkey. The company offers textile fibre products, such as micro, count, shrinkage, trilobal, pillout, A care, tenacity, cut and bright, open end, and dyed fibre products; and technical fiber products, including outdoor, homopolymer acrylic, and flock tow fiber products. It also engages in the generation of electricity and steam with a capacity of 142.5 MWe. The company was founded in 1968 and is headquartered in Istanbul, Turkey.

#### Arsan Tekstil Ticaret Ve Sanayi As

Arsan has been established as spinners of cotton yarn in 1986, since then has expanded its production line to be one of the largest finished knitted fabrics followed by woven fabrics and shirtings in Turkey.Feng Tay Enterprises Co., Ltd.

#### Berdan Tekstil Sanayi ve Ticaret AS

Since its establishment in 1951 as a spinning and weaving mill Berdan is a premium manufacturer of woven fabrics in cotton, linen and poly/viscose blends. Berdan has a annual capacity of 16 million meters and a gross sales of 50 million Euros.

#### Birko Birlesik Koyunlular Mensucat Ticaret Ve Sanayi A S

Birko Birlesik Koyunlular Mensucat Ticaret Ve Sanayi A S produces cotton yarn. The company was founded in 1972 and is based in Nigde, Turkey.

#### Birlik Mensucat Ticaret ve Sanayi Isletmeleri AS

Birlik Mensucat Ticaret ve Sanayi Isletmeleri AS manufactures cotton terry towels, bathrobes, home textile products, curtain, mattresses, bed bases under the brand name of SOLEY. It produces fabrics and denim. It offers yarn-dyeds, corduroys, gabardines, and fashion flats. The company also involves in the spinning and weaving of cotton; dyeing and finishing; and research and development. Birlik Mensucat Ticaret ve Sanayi Isletmeleri AS was founded in 1953 and is based in Kayseri, Turkey.

#### Bisas Tekstil Sanayi ve Ticaret Anonim Sirketi

Bisas textile company is headquartered in Istanbul. The Factory in İnegöl Organized Industry is established on an area of 40,000 square land, and covered area of 20,000 m<sup>2</sup>. Began its activities in 1990 with the production of textile fabrics. Bisas continued in 1997 with the production of paint and finishing. Unfortunately, due to a bottleneck at the beginning of 2008, the production of textile industry has been suspended. Dyeing and finishing operations at production continues to outsource the day with a capacity of 60,000 m

#### **Gimsan Gediz İplik ve Mensucat Sanayii AS**

Gimsan Gediz İplik ve Mensucat Sanayii AS manufactures cotton yarn and fabrics. The company is based in Istanbul, Turkey.

#### **Karsu Tekstil Sanayii ve Ticaret A.S.**

Karsu Tekstil Sanayii ve Ticaret A.S. engages in the research, development, production, and sale of yarns and fabrics in Turkey. The company offers classic and fashion yarns, technical yarns, functional yarns, and knitted fabrics. Its yarn collection includes ring, compact, open-end, air jet, colored, twisted, core spun, and siro spun yarns. Karsu Tekstil Sanayii ve Ticaret A.S. was founded in 1973 and is based in Kayseri, Turkey.

#### **Kervansaray Yatirim Holding A.S.**

Kervansaray Yatirim Holding A.S. was formerly known as Ceylan Yatirim Holding AS and changed its name to Kervansaray Yatirim Holding A.S. in February 2013. The company is based in Istanbul, Turkey.

#### **Lüks Kadife Ticaret ve Sanayi A.S.**

Lüks Kadife Ticaret ve Sanayi A.S. manufactures velvets for clothing and home textiles. It offers ready made clothing, home textiles, flooring, and curtains. The company also exports its products as rolls and hung in carton boxes to Europe and the United States. The company was founded in 1972 and is based in Kayseri, Turkey. Lüks Kadife Ticaret ve Sanayi A.S. formerly operated as a subsidiary of Birlik Mensucat Ticaret ve Sanayi İşletmeleri AS. As of June 5, 2008, Lüks Kadife Ticaret ve Sanayi A.S. operates as a subsidiary of Küçükçalık Mefrusat San Ve Tic A.S.

#### **Menderes Tekstil Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi**

Menderes Tekstil Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi operates as a textile company that produces home linens and furnishing fabrics worldwide. It provides bed sheets and linens, cotton woven and knitted fabrics, collar linens, upholstery cloths, curtain fabrics, pillow and duvet covers, and synthetic and cotton fabrics, as well as specialized home textile products, such as rugged sunshade and other synthetic mixed fabrics. The company also offers yarns, valances, dust ruffles, ruffled and tailored shams, comforter shells, and printed towels and linens; baby sets, table cloths, curtain fabrics, and other printed fabrics; interlinings, collar linens, and cuff materials; and slip covers. In addition, it is involved in the agriculture production activities. The company provides its products under the La Notte and SNT brands. It also exports its products. The company was founded in 1958 and is based in İzmir, Turkey.

#### **Sanko Pazarlama İthalat İhracat Anonim Şirketi**

Sanko Pazarlama İthalat İhracat Anonim Şirketi engages in the importation, exportation, marketing, purchase, and sale of various kinds of artificial and synthetic (man made) fiber, dyed and untreated yarn, pure cotton fabric, knitted products, and other garment items, as well as various kinds of textile products within and outside of Turkey. In addition, the company establishes tourist facilities and engages in distributorship and agency activities for various types of vehicles with or without engines. The company was formerly known as Temko Pazarlama Sanayi ve Ticaret A.S. and changed its name to Sanko Sanko Pazarlama İthalat İhracat Anonim Şirketi in 1998. Sanko Pazarlama İthalat İhracat Anonim Şirketi was founded in 1992 and is based in Gaziantep, Turkey.

#### **Soktas Pamuk Ve Tarım Ürünlerini Değerlendirme Ticaret Ve Sanayi AS**

Soktas Pamuk Ve Tarım Ürünlerini Değerlendirme Ticaret Ve Sanayi AS operates in the textile industry in Turkey. It produces yarn and piece dyed, shirting and blouse fabrics. The company is based in Aydın, Turkey.

#### **Sonmez Filament Sentetik İplik ve Elyaf Sanayi AS**

The Company is established with 15 partners in 1972, aiming to produce all kinds of high-tech polymer Polyester Yarn and Fiber products.

#### **Sonmez Pamuklu Sanayii AS**

Sonmez Pamuklu Sanayii AS manufactures cotton and artificial fiber. The company was founded in 1981 and is headquartered in Bursa, Turkey.

#### **Yünsa Yünlü Sanayi ve Ticaret A.Ş**

Yünsa Yünlü Sanayi ve Ticaret A.Ş. produces and markets woolly textile products in Turkey. The company operates in Textile and Ready-to-Wear Clothing segments. It provides menswear woolen and worsted fabrics, including suitings, pants, and jackets; ladieswear fabrics; home and office furniture fabrics; and corporatewear fabrics. The company also exports its products to the European Union, North America, and the Far Eastern countries. Yünsa Yünlü Sanayi ve Ticaret A.Ş. was founded in 1973 and is headquartered in İstanbul, Turkey. Yünsa Yünlü Sanayi ve Ticaret A.Ş. is a subsidiary of Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.

Çelik İplik - Bilanço			
('000 TL)	31/12/2011	31/12/2012	30/09/2013
<b>Dönen Varlıklar</b>			
Nakit ve Nakit Benzerleri	22	112	48
Ticari Alacaklar	19,894	40,036	44,069
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	-	9,084	1,119
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	19,894	30,952	42,949
Diğer Alacaklar	11	10	-
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	11	10	-
Stoklar	3,012	343	1,954
Diğer Dönen Varlıklar	398	5,796	7,413
	<b>23,336</b>	<b>46,298</b>	<b>53,482</b>
<b>Duran Varlıklar</b>			
Maddi Duran Varlıklar	2,235	3,426	6,418
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1	16	30
<i>Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	-	16	30
Diğer Duran Varlıklar	744	4,731	2
Ertelenmiş Vergi Varlığı	29	466	3
	<b>3,008</b>	<b>8,640</b>	<b>6,453</b>
<b>Aktif (Varlıklar) Toplamı</b>	<b>26,344</b>	<b>54,937</b>	<b>59,936</b>

Kaynak: Şirket Yönetimi, Yeşil Kundura Bağımsız Denetim Raporları

Çelik İplik - Bilanço			
('000 TL)	31/12/2011	31/12/2012	30/09/2013
<b>Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar</b>			
Finansal Borçlar	13,535	22,674	21,954
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	-	245	121
Ticari Borçlar	2,079	15,128	18,572
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	-	823	5,000
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	2,079	14,305	13,571
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	-	8	26
Diğer Borçlar	59	434	31
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	59	434	31
Ertelenmiş Gelirler	-	902	511
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	282	45
	<b>15,673</b>	<b>39,674</b>	<b>41,260</b>
<b>Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar</b>			
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	73	-
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	0	3	6
	<b>0</b>	<b>75</b>	<b>6</b>
<b>Özkaynaklar</b>			
Ödenmiş Sermaye	10,000	15,000	15,000
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç / Kayıpları	80	(1)	(2)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	34	34	34
Geçmiş Yıllar Kar/(Zararları)	14	(113)	155
Net Dönem Karı/(Zararı)	543	268	3,483
	<b>10,671</b>	<b>15,188</b>	<b>18,670</b>
<b>Pasif (Kaynaklar) Toplamı</b>	<b>26,344</b>	<b>54,937</b>	<b>59,936</b>

Kaynak: Şirket Yönetimi, Yeşil Kundura Bağımsız Denetim Raporları

Bu rapor, KPMG Akis Bağımsız Denetim ve SMMM A.Ş. (“KPMG” veya “biz”) tarafından CLK Holding A.Ş.’nin (“Şirket”, “Müşteri” veya “CLK Holding”) isteği üzerine Çelik İplik Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin 30 Eylül 2013 tarihi itibarıyla (“Değerleme Tarihi”) İşletme Değerinin tespit edilmesine yönelik hazırlanmıştır. Raporumuz bu amaç dışında CLK Holding’in kullanımı haricinde başka kişi ve kuruluşlara yazılı iznimiz olmadan verilemez.

KPMG 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.

Genel olarak çalışmamız, hisse değerlerine temel teşkil eden varsayımların ve değerlemelerin dayanağı hususlarında güvence vermeye yönelik değildir. Genellikle olayların ve şartların umulduğu gibi gerçekleşmemesinden dolayı, öngörülen veya tahmin edilen sonuçlar ile fiili sonuçlar arasında farklılıklar çıkabilmekte ve bu farklılıklar, eğer varsa, önemli olabilmektedir.

Şirket hissedarlarının sorumluluk içinde hareket ettiği ve Şirket Yönetimi’nin ise konusunda uzman kişilerden olduğu varsayılmıştır.



*cutting through complexity™*

© KPMG Akis Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş., bir İsviçre kuruluşu olan KPMG International üyesi bir Türk şirkettir. KPMG International, KPMG firmalarının üyesi bulunduğu bir İsviçre kuruluşu olup, müşterilere herhangi bir hizmet sunmamaktadır. Her üye şirket ayrı ve bağımsız bir tüzel kişiliktir ve her biri kendini bu şekilde tanımlamaktadır.

KPMG adı, Logosu ve “cutting through complexity” sloganı KPMG International'ın tescilli ticari markasıdır.