

Değerleme Hizmetleri

CLK Holding A.Ş.

30 Eylül 2013 tarihi itibariyle Çelik İplik'in Hisse Değeri Tahminine İlişkin Değerleme Raporu

Gizli ve Özel

23 Ocak 2014



pwc



Serkan Tarmur
Ortak
T: +90 (212) 376 53 04
Serkan.Tarmur@tr.pwc.com

Serkan Aslan
Direktör
T: +90 (212) 376 53 30
Serkan.Aslan@tr.pwc.com

Çağdaş Kayahan
Müdür
T: +90 (212) 355 23 05
Cagdas.Kayahan@tr.pwc.com

PricewaterhouseCoopers Danışmanlık Hizmetleri Ltd. Şti.
Büyükdere Caddesi, Maya Akar Center,
No:100-102 B Blok K:8
Esentepe, 34394, İstanbul-Türkiye
T: +90 (212) 355 5858
F: + 90 (212) 355 5850

CLK Holding A.Ş.

Oruç Reis Mahallesi Tekstil Kent Caddesi
Koza Plaza B Blok Kat: 13 Daire No: 46-47
Esenler, İstanbul – Türkiye

23 Ocak 2014

Sayın Yetkili,

PricewaterhouseCoopers Danışmanlık Hizmetleri Ltd.Şti. (“PwC”) tarafından Çelik İplik San. Tic. A.Ş.(“Çelik İplik” veya “Şirket”)'nin değerlendirme çalışması ile ilgili olarak hazırlanmış rapor

CLK Holding A.Ş.(“CLK Holding”) ile PwC arasında 03.01.2014 tarihinde imzalanmış olan finansal danışmanlık hizmetleri sözleşmesi (bkz. Ek 1) kapsamında; Çelik İplik San. Tic. A.Ş.’nin (“Çelik İplik” veya “Şirket”) 30.09.2013 tarihi itibarıyla yapılan değerlendirme çalışmasının sonuçları ilişikte sunulmuştur. Çelik İplik’in değerlendirme çalışması rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır.

Bu rapor sadece CLK Holding için hisse alış fiyatının belirlenmesinde yardımcı olmak üzere hazırlanmıştır. Aksi belirtilmediği sürece PwC, raporun ve/veya yazışmaların CLK Holding ve Şirket yönetimi dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Bunun yanı sıra raporumuz yazılı iznimiz olmadan düzenleyici kuruluşlar dışında üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. Bu konuda PwC onay verse dahi, raporun muhatabı CLK Holding ve Şirket yönetimi olarak kalacaktır.

Raporumuz, Şirket yönetimi’nin ve ilgili personelin vermiş olduğu bilgiler doğrultusunda hazırlanmıştır. Kullanılan bilgiler, varsayımlar ve projeksiyonlar tarafımızca sorgulanarak ve gerektiği takdirde Şirket yönetimi ile tartışılarak çalışmamızda yer almıştır. Bunun yanı sıra Şirket yönetimi tarafından hazırlanan projeksiyonların gerçekleştirilebilirliği konusunda bir görüş verilmemektedir.

Saygılarımızla,


Serkan Tarmur
Ortak

İçindekiler

Giriş	4
1 Yönetici Özeti	9
2 Pazar ve Şirket Bilgileri	13
3 Finansal Performans ve Durum	23
Değerleme Analizi	29
4 Gelir Yaklaşımı	30
5 Piyasa Yaklaşımı	41
Ekler	48
1 Sözleşme	49
2 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	55
3 Değerleme Yöntemleri	56
4 Bilgi Kaynakları	57
Kısaltmalar	58

Giriş (1/5)

Projenin Kapsamı

Bu rapor, CLK Holding ile 03.01.2014 tarihinde imzalanan finansal danışmanlık hizmetleri sözleşmesine göre Çelik İplik'in toplam hissesinin 30.09.2013 tarihi itibariyle değerlemesini kapsamaktadır.

Değerleme çalışması kapsamında, PwC, Çelik İplik'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Bununla birlikte, PwC, mülkiyete ilişkin Çelik İplik'in değerini etkileyebilecek gizli ya da beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.

Doğası itibariyle değerlendirme çalışmaları tamamen bilimsel olarak nitelenemeyeceği gibi varılan sonuçların birçok durumda subjektif ve kişisel hükümlere bağlı olduğu kaçınılmaz bir gerçektir. Bu nedenle, kesin, tartışmasız bir değer varlığı söz konusu olamayacağı gibi çeşitli varsayımlar dahilinde bir değer aralığı tespit edilmesi daha uygundur.

Çalışma sonucunda bulunan değer, Çelik İplik'in muhtemel alım/satımına temel teşkil edecek kesin bir satış fiyatı olarak değerlendirilmemelidir. Yatırımcının ödemeye hazır olduğu satın alma fiyatı; yatırımcının kendi hedeflerini, içinde buldukları şartları, ülke, ekonomi, yatırım ortamı, operasyonel ve ticari sinerjilerin etkilerini içermektedir.

Bu nedenle PwC, Çelik İplik yönetimi tarafından sağlanan projeksiyonların ticari anlamda gerçekleştirilebilirliği üzerinde bir çalışma yapmamıştır. Ancak projeksiyonlar sorgulanarak ve gerekli görüldüğü takdirde Çelik İplik yönetimi ile tartışılarak değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır.

Rapordaki bilgiler hiçbir şekilde geleceğe yönelik bir vaat olarak veya geleceği yansıtmak amacıyla hazırlanmamıştır. PwC, her koşulda, şahısların ve kurumların kendi piyasa analizlerini ve özel incelemelerini yapmalarını tavsiye etmektedir.

Değerleme Çalışmasının Amacı

CLK Holding'in Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda 09.12.2013 tarihli yaptığı özel durum açıklamasına göre, CLK Holding Çelik İplik'in hisselerinin %45'ini Osis Sınai Yatırımlar Holding A.Ş.'den satın alarak, tahsisli sermaye artırımı için SPK'ya başvurma kararı almıştır. İlgili süreçte Çelik İplik'in %45 hissesinin Osis Sınai Yatırımlar'dan alım fiyatının belirlenmesinde şirket yönetimine yardımcı olmak amacıyla bu değerlendirme çalışması yapılmıştır.

Değerleme çalışması sonucunda 30 Eylül 2013 tarihi itibariyle, Çelik İplik'in hisselerinin toplam değeri tahmin edilmiştir.

Giriş (2/5)

Değerlemenin Temeli

Raporun okunması ve yorumlanması sırasında “fiyat” ve “değer” kavramlarının birbirinden ayrılması büyük önem taşımaktadır. Fiyat bir alıcının herhangi bir mal veya hizmet için satıcıya ödemeye hazır olduğu tutardır. Bu fiyatın, değerlendirme çalışması sonucu tespit edilen değere eşit olması beklenmemelidir.

Bu projede baz aldığımız değer “Makul Piyasa Değeri”dir. “Makul Piyasa Değeri” istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında hiçbir kısıtlama ve zorlama olmadan ve bu konuyla ilgili bilgilerin rahatlıkla elde edilebildiği serbest bir piyasa ortamında gerçekleşecek hisse senedi satışında oluşması beklenen değer olarak tanımlanabilir. Ayrıca, şirketin mevcut yönetim ile faaliyetlerine devam edeceği varsayılmaktadır.

Bilgi Kaynağı

PwC, Çelik İplik yönetimi tarafından sağlanan projeksiyonların ticari anlamda gerçekleştirilebilirliği üzerinde bir çalışma yapmamıştır. Ulaşılan sonuçlar Şirket yönetimi tarafından sağlanan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğüne bağlıdır.

Değerleme çalışmasında kullanılan varsayımlar ve projeksiyonlar Şirket yönetimi tarafından hazırlanan 2013 ve 2018 yılları arasındaki dönemi kapsayan iş planına dayanmaktadır ve Şirket yönetimiyle tartışılarak gerekli görüldüğü durumlarda revize edilmesi istenmiştir.

PwC bu çalışma kapsamında Çelik İplik'e ait finansal tabloları ve diğer bilgileri denetlememiştir. Dolayısıyla bu raporda yer alan finansal tablolar konusunda herhangi bir görüş bildirilmemektedir.

İş Planı

Değerleme çalışmasında kullanılan iş planları Şirket yönetimi tarafından sağlanmış ve 2013 ile 2018 yılları arasındaki satışları, satılan malların maliyetlerini, faaliyet giderlerini, yatırım harcamalarını ve net işletme sermayesi ihtiyacını içermektedir. İş planında kullanılan varsayımlardan Şirket yönetimi sorumludur.

Değerleme çalışmasında kullanılan gelir ve gider kalemlerinin normalize seviyelerinin bulunmasında Şirket yönetimi tarafından sağlanan yönetim raporlamaları ve tahminler baz alınmıştır.

Bu rapor kapsamında tahmin edilen değer Şirket'in muhtemel bir alım/satım değerini gösteren bir fiyat garantisi olarak değerlendirilmemelidir. Bu çalışmada uygulanan metodoloji ile elde edilen değerlendirme sonucu kesin bir değer olarak algılanmamalı, bunun sadece Şirket yönetimine Şirket'in değeri hakkında bir veri sağlaması beklenmelidir.

Giriş (3/5)

Kullanılan Değerleme Yöntemleri

PwC, bu çalışma sırasında Çelik İplik'in gelecekteki potansiyelini daha iyi yansıtabileceği beklentisi ile Gelir Yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemini ana yöntem olarak kullanmıştır. Piyasa Yaklaşımı, İNA'yı destekleyici bir yöntem olarak kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar, Şirket'in değerlendirme tarihi itibarıyla UFRS özsermayesiyle karşılaştırılmıştır.

➤ Gelir Yaklaşımı

Bu yöntemde Şirket'in değeri, projeksiyon döneminde yaratılması beklenen nakit akımlarının ve projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değerlerin net bugünkü değere indirgenmesi ile elde edilmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") çalışması kapsamında, Şirket'in gelir/giderini, faiz gelirlerini, finansman giderlerini, ödeyeceği vergiyi ve işletme sermayesi ihtiyacını öngören bir indirgenmiş nakit akımları modeli hazırlanmıştır. İNA hesaplamasında Şirket yönetiminin sağladığı bilgiler temel alınmıştır. Şirket'in gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının bugünkü değerleri, nakit akımlarının Şirket'in risk profiline uygun iskonto oranları kullanılarak bugüne indirgenmesiyle hesaplanmıştır.

➤ Piyasa Yaklaşımı

Şirket değerlemesinde benzer büyüklüğe ve operasyonlara sahip şirketlerin çeşitli finansal rasyolarının ortalamaları ve/veya sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan rasyolar dikkate alınarak değer tahmin edilmektedir.

Bu kapsamda, Şirket ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler ve satın alma işlemleri incelenmektedir. Burada emsal olarak alınacak şirket ve işlemlerin benzer ürün veya hizmetleri üretmesi beklenmektedir.

Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketler ve satın alma işlemine konu olan şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin (net kar, satışlar, defter değeri ve FAVÖK) katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük zorluk, birebir karşılaştırılabilir şirket ve işlemlerin bulunmasıdır.

➤ Özkaynak Yaklaşımı

Şirket'in 30 Eylül 2013 tarihi itibarıyla denetlenmemiş UFRS mali tablolarında beyan edilen özkaynak tutarı dikkate alınmaktadır.

Raporun Kullanımı

Bu rapor sadece CLK Holding için Çelik İplik'in hisse alım fiyatının belirlenmesinde kullanılmak üzere hazırlanmıştır. Aksi belirtilmediği sürece PwC, raporun ve/veya yazışmaların CLK Holding, Şirket yönetimi ve düzenleyici kuruluşlar dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir.

Bu konuda PwC onay verse dahi, raporun muhatabı CLK Holding ve Şirket yönetimi olarak kalacaktır.

Giriş (4/5)

Bağımsızlık

PwC ile bu projede çalışan danışman ve yöneticileri, Şirket'in olası bir satış işleminden hiçbir maddi çıkar gözetmemektedir. Aynı şekilde, PwC şirketinin bu değerlendirme çalışması için alacağı ücret, bu değerlendirme çalışmasının sonuçlarına bağlı değildir.

Değerleme çalışmaları, şirket ortakları ve şirket çalışanları açısından menfaat çatışmasına yol açabilmektedir. Ayrıca, şirket yöneticileri ve çalışanları değerlendirme sonucunu etkileyecek konumdadırlar. Bu nitelikteki çıkar çatışmaları, diğer ülkelerde veya sektörlerde yapılan değerlendirme çalışmalarında da görülmektedir. PwC, bu etkinin en aza indirgenmesi için aşağıdaki yöntemlere başvurmuştur:

- Bu projede çalışan PwC danışmanları ve yöneticileri bağımsızlıklarını korumaktadırlar,
- Değerleme çalışmasında kullanılan varsayımlar ve tahminlerde Şirket yönetimi tarafından hazırlanan 2013 ve 2018 yılları arasındaki dönem kapsayan iş planları baz alınmış ve mümkün olduğunca Şirket yönetimi ile üzerinde tartışılmıştır.

Proje Ekibi

Konusunda uzman çalışma ekibi, sorumlu ortak Serkan Tarmur ve direktör Serkan Aslan tarafından yönetilmiştir. Ekip liderleri, SPK mevzuatları uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve 10 yılı aşkın tecrübeye sahiptir ve yılda ortalama 80'e yakın değerlendirme ve özel inceleme projelerinde görev almaktadırlar.

Serkan Tarmur, PwC Türkiye Danışmanlık Hizmetleri'nde ortak olarak görev yapmaktadır. 1994 yılında Boğaziçi Üniversitesi'nden mezun olmuş, 1996 yılında ise İstanbul Üniversitesi Muhasebe ve Finans Master'ını tamamlayarak PwC Türkiye'ye katılmıştır. 1999 yılında PwC Danışmanlık Hizmetleri'ne transfer oluncaya kadar özellikle finansal hizmet kuruluşlarının denetimi konusunda deneyim sahibi olmuştur. Aynı zamanda Değerleme Uzmanları Derneği üyesidir.

Serkan Aslan, PwC'ye katılmadan önce çeşitli aracı kurum ve portföy yönetimi şirketlerinde hisse senedi analisti olarak çalışmıştır. Serkan ayrıca Petrol Ofisi Kurumsal Finansman Bölüm Müdürü olarak 5 yıl çalışmıştır. Serkan değerlendirme ekibi üyesi olarak, finansal yapılandırma, şirket değerlendirme, vergi ve muhasebe amaçlı değerlendirme, finansal modelleme ve fizibilite çalışmaları yapmıştır. İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Mühendisliği ve Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasaları ve Borsalar Bölümü mezunu olan Serkan, PwC Danışmanlık Hizmetleri/Değerleme Hizmetleri bölümünde Direktör olarak hizmet vermektedir. Serkan, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Türev Araçları ve Kurumsal Derecelendirme Lisanslarına sahiptir.

Çağdaş Kayahan, 2008 yılında Boğaziçi Üniversitesi İşletme Bölümü'nden mezun olan Çağdaş aynı yıl PwC İstanbul Ofisi denetim bölümüne katılmıştır. Çağdaş, PwC Denetim Hizmetleri'nde konsolidasyon çalışmalarında yer almış ve çeşitli denetim hizmetleri vermiştir. Çağdaş, 2010 yılında finansal özel inceleme bölümüne transfer olmuş ve birçok yatırımcıya şirket alım süreçlerinde finansal özel inceleme ve danışmanlık hizmetleri vermiştir. Çağdaş, 2012 yılından itibaren görevine Değerleme Hizmetleri bölümünde Müdür olarak devam etmekte olup, bir çok değerlendirme projesinde görev almıştır.

Giriş (5/5)

Dikkat edilmesi gereken hususlar

Net satışlar: Şirket Yönetimi, net satış projeksiyonlarında geçmiş ile uyumlu ürün bazında satış hacim ve birim fiyat çalışması temin edememiştir. Bu nedenle hacim ve birim fiyatlardaki değişimler geçmiş dönem verileri ile karşılaştırılmamıştır.

2014 yılı projeksiyonu: Şirket yönetimi tarafından sağlanan projeksiyonlarda MY14 için MY13'e göre %50 büyüme öngörülmektedir. Buna göre Şirket, 2011'de yapılan satış seviyesinin üzerine çıkarken, 2011'de görülen düşük brüt karlılık ve FAVÖK marjına rağmen MY12-MY13 marjlarının yaklaşık ortalaması olan marjları beklemektedir. 2014 yılında satışlardaki artışın ana nedenleri, TL/ABD\$ kurundaki artış (%10) ve 2013 yılında oluşturulan pazarlama ekibinin satışlara olumlu etkisi olarak açıklanmaktadır. Şirket yönetimi ek olarak, yeni dönemde ürün gamını geliştirerek daha karlı ürünler satmayı öngörmektedir. 2014 yılındaki bu olumlu beklentilerin tahmin edilen hisse değeri üzerinde önemli etkisi olduğu yapılan duyarlılık analiziyle test edilmiştir.

Operasyonel olmayan varlıklar: Şirket alacaklarına karşılık bazı müşterilerinden arsa, daire ve dükkan gibi sabit kıymetler almıştır. Şirket'in gelecekte operasyonel fayda sağlamayacağı bu duran varlıklar, yakın zamanda aktiflere girdiğinden net defter değerleri kullanılarak hisse değerine dahil edilmiştir. İlgili sabit kıymetler ile ilgili olarak bağımsız gayrimenkul değerlendirme şirketleri tarafından tespit edilecek bir değer sonrası oluşacak değer farkı, hisse değeri tahmin edilirken göz önünde bulundurulmamıştır.

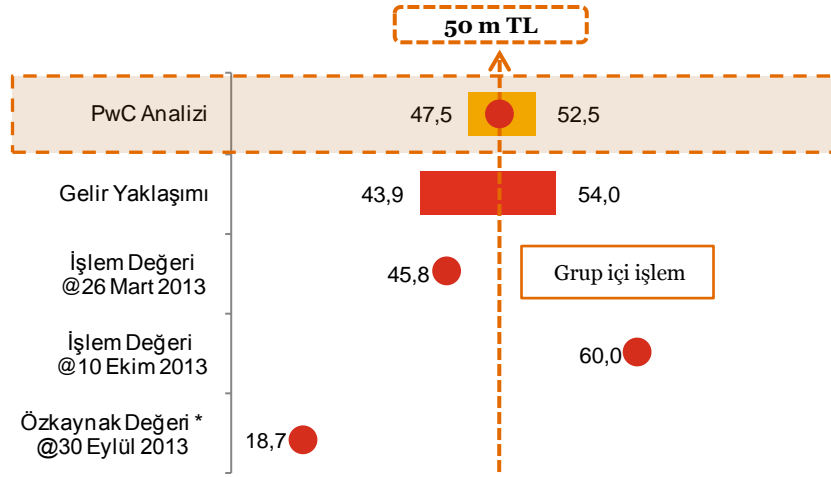
Geçmiş dönem finansal veriler: Değerleme çalışmamızda, geçmiş dönem ile ilgili finansal veriler SPK mevzuatına göre hazırlanmış bağımsız denetim raporlarından alınmıştır. Bağımsız denetim raporlarındaki finansallar mümkün olduğunda yasal hesaplar ile ilişkilendirilmiş, buna bağlı olarak da yasal hesaplardaki detaylardan faydalanılmıştır. Ancak 30 Eylül 2012 tarihi itibarıyla bir bağımsız denetim çalışması yapılmamış olduğundan bu tarih itibarıyla yasal finansal tablolar kullanılmıştır.

Yönetici Özeti

Değerleme Sonuçları

Değerleme çalışması sonucunda Çelik İplik'in toplam makul hisse değeri **47,5m TL** ile **52,5m TL** aralığında tahmin edilmiştir.

Çelik İplik Hisse Değeri (m TL)



* Özkaynak Değeri, 30.09.2013 tarihli denetlenmemiş UFRS mali tablolardan alınmıştır.

Değerleme Analizi (m TL)

	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket değeri	68,3	70,8	73,3
Net borçluluk	(27,0)	(27,0)	(27,0)
Operasyonel olmayan varlıklar	6,2	6,2	6,2
Hisse Değeri	47,5	50,0	52,5
FAVÖK			
Son 12 ay 2013	8,2	8,2	8,2
MY13	7,0	7,0	7,0
MY14 (indirgenmiş)	8,3	8,3	8,3
ŞD/FAVÖK (x)			
Son 12 ay 2013	8,3 x	8,6 x	8,9 x
MY13	9,8 x	10,1 x	10,5 x
MY14 (indirgenmiş)	8,3 x	8,6 x	8,9 x

Kaynak: Şirket Yönetimi, BIST, PwC Analizi

Değerlemenin Amacı:

- 30 Eylül 2013 tarihi itibarıyla Çelik İplik'in toplam hisse değerinin tahmin edilmesidir.

Değerlemenin Yöntemleri:

- Şirket'in hisse değeri tahmininde Gelir Yaklaşımı kapsamında İNA yöntemi, Piyasa Yaklaşımı Kapsamında ise karşılaştırılabilir şirketler yöntemi kullanılmıştır. Şirket'in gelecekteki potansiyelini daha iyi yansıtabileceği beklentisiyle İNA yöntemi değerlendirme çalışmasında birincil yöntem olarak kullanılmıştır. Piyasa yaklaşımı uygulanırken Türkiye'de ilgili sektörde faaliyet gösteren benzer operasyonlara sahip halka açık şirketlerin finansal verileri incelenmiştir. Çelik İplik ile tam anlamıyla operasyonel ve finansal benzerlik taşıyan şirket sayısının yokluğu nedeniyle bu yöntem değerlendirme çalışmasında uygulanamamıştır. Ayrıca, 2013 yılı içinde Çelik İplik için gerçekleşen işlemler de incelenmiştir.
- Değerleme tarihi itibarıyla UFRS raporuna göre Şirket'in özsermayesi 18,7m TL'dir. Özsermaye tutarı gelecekte yaratılması beklenen nakit akımlarının etkilerini içermediğinden, başka bir deyişle Şirket'in gerçek potansiyelini yansıtmadığından değerlendirme çalışmasında makul bir değer olarak dikkate alınmamıştır.
- Çelik İplik'in tahmin edilen şirket değeri üzerinden net borcu düşülerek operasyonel hisse değerine ulaşılmıştır. Çelik İplik'in operasyonel olmayan gayrimenkulleri makul hisse değeri tahmininde ayrıca dikkate alınmıştır.
- Gelir Yaklaşımı ve yapılan duyarlılık analizi kapsamında 30 Eylül 2013 itibarıyla Şirket'in toplam hisse değeri **43,9m TL** ile **54,0m TL** arasında tahmin edilmiştir.
- Yapılan analizler sonucunda Şirket'in makul hisse değer aralığı **47,5m TL** ile **52,5m TL** aralığında tahmin edilmiştir.

Satın Alma İşlemlerinin Özeti

Sermaye Yapısı	30.09.2013 itibariyle		31.10.2013 itibariyle		Devir sonrası	
	Sermaye ('000 TL)	Pay Oranı	Sermaye ('000 TL)	Pay Oranı	Sermaye ('000 TL)	Pay Oranı
CLK Holding A.Ş.	8.250	55%	8.250	55%	15.000	100%
Murat Çelik	6.750	45%	-	-	-	-
Ossis Sınai Yatırımlar Holding A.Ş.	-	-	6.750	45%	-	-
Toplam	15.000	100%	15.000	100%	15.000	100%

Kaynak: Şirket Yönetimi

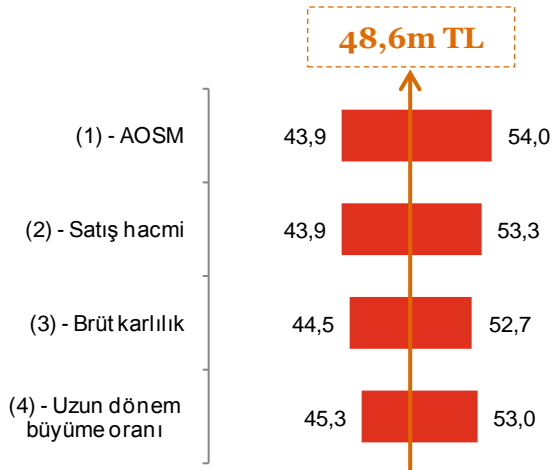
Hisse devir işlemi sonrası, Şirket'in Ossis Sınai Yatırımlar'a ait olan %45 hissesi CLK Holding'e devredilecektir.

Tarih	Çelik İplik ortaklık yapısı	İşlem Tanımı
Şub 2013	%100 M. Çelik	Karkim hisselerinin Murat Çelik'e satışı: 21 Şubat 2013 tarihi itibariyle Murat Çelik, Karkim Sondaj Akışkanları'nın %63'ünü satın aldı.
Mar 2013	%55 Karkim %45 M. Çelik	Çelik İplik'in %55'inin Karkim'e satışı: 26 Mart 2013 tarihi itibariyle Murat Çelik, Çelik İplik'in %55 hissesini Karkim Sondaj Akışkanları'na devretti. Devir fiyatı iki adet bağımsız değerleme raporuyla belirlenen değerlerin ortalaması olan 50,9m TL'nin %10 iskonto edilmesiyle bulunan 45,8m TL oldu.
Tem 2013	%55 CLK Holding %45 M. Çelik	Karkim'in adının CLK Holding olarak değiştirilmesi: 10 Temmuz 2013'te Karkim Sondaj Akışkanları'nın adı CLK Holding olarak değiştirildi. CLK Holding Ağustos ayında Karkim Sondaj Akışkanları adında yeni bir şirket kurdu.
Eki 2013	%55 CLK Holding %45 Ossis	CLK Holding'in ve Çelik İplik'in hisse satışı: 10 Ekim 2013 itibariyle, Murat Çelik'e ait olan CLK Holding'in %38 hissesi 27,5m TL'ye, Çelik İplik'in %45 hissesi 60 m TL hisse değeri üzerinden 27m TL'ye Ossis Sınai Yatırımlar'a satıldı.
2014	%100 CLK Holding	Hisse devir işlemi: Yapılmakta olan iki değerleme raporunda belirlenen değer üzerinden Ossis Sınai Yatırım Holding'e ait %45 hissenin ana ortak CLK Holding'e devri sonrası, Çelik İplik'in tamamı CLK Holding'e ait olacaktır.

Gelir Yaklaşımı Duyarlılık analizi

Duyarlılık analizi sonucunda Gelir Yaklaşımı kapsamında Çelik İplik'in hisse değer aralığı **43,9m TL** ile **54,0m TL** arasında tahmin edilmiştir.

Hisse değer aralığı (m TL) – Duyarlılık analizi



Kaynak: PwC Analizi

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi kapsamında önemli parametrelerin hisse değeri üzerindeki etkileri bu parametrelerin projeksiyon dönemi boyunca temel senaryo altında aldıkları değere göre aşağıda belirtilen aralıklarda farklılaşmasını esas alan duyarlılık analizi ile incelenmiş ve sonuçları yandaki grafikte sunulmuştur.

- (1) Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin baz duruma göre 50 baz puan daha düşük veya yüksek olarak gerçekleşmesi;
- (2) Satış hacminin yıllar itibariyle baz duruma göre %10 daha düşük veya yüksek olarak gerçekleşmesi;
- (3) Brüt kar marjının baz duruma göre 25 baz puan daha düşük veya yüksek olarak gerçekleşmesi;
- (4) Uzun dönem büyüme oranının baz duruma göre 100 baz puan daha düşük veya yüksek olarak gerçekleşmesi.

Uygulanan duyarlılık analizi sonucu Çelik İplik'in hisse değeri **43,9m TL** ile **54,0m TL** arasında değişmektedir.

Pazar ve Şirket Bilgileri

Genel Görünüm

Nüfus (2012)	75,6m	İhracat (2012 /11A13*)	152,6 / 151,5 milyar \$																																													
İşgücü (Eylül 2013)	28,4m	İthalat (2012/11A13*)	236,5 / 249,5 milyar \$																																													
İşsizlik Oranı (Eylül 2013)	%10,2	Dış Ticaret Açığı (2012/11A13*)	83,9 / 98,0 milyar \$																																													
Ortanca Yaş (2012)	30,1	Başlıca İhracat Yapılan Ülkeler (Toplam İhracata Oranı)	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2000</th> <th>2006</th> <th>2012</th> <th>11A13*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>EU</td> <td>%56</td> <td>%56</td> <td>%39</td> <td>%42</td> </tr> <tr> <td>Almanya</td> <td>%19</td> <td>%11</td> <td>%9</td> <td>%9</td> </tr> <tr> <td>O.Doğu</td> <td>%9</td> <td>%13</td> <td>%28</td> <td>%24</td> </tr> <tr> <td>Afrika</td> <td>%5</td> <td>%5</td> <td>%9</td> <td>%9</td> </tr> <tr> <td>Asya</td> <td>%5</td> <td>%5</td> <td>%7</td> <td>%8</td> </tr> <tr> <td>İngiltere</td> <td>%7</td> <td>%8</td> <td>%6</td> <td>%6</td> </tr> <tr> <td>Rusya</td> <td>%2</td> <td>%4</td> <td>%4</td> <td>%5</td> </tr> <tr> <td>Amerika</td> <td>%11</td> <td>%6</td> <td>%4</td> <td>%4</td> </tr> </tbody> </table>		2000	2006	2012	11A13*	EU	%56	%56	%39	%42	Almanya	%19	%11	%9	%9	O.Doğu	%9	%13	%28	%24	Afrika	%5	%5	%9	%9	Asya	%5	%5	%7	%8	İngiltere	%7	%8	%6	%6	Rusya	%2	%4	%4	%5	Amerika	%11	%6	%4	%4
	2000		2006	2012	11A13*																																											
EU	%56		%56	%39	%42																																											
Almanya	%19		%11	%9	%9																																											
O.Doğu	%9		%13	%28	%24																																											
Afrika	%5		%5	%9	%9																																											
Asya	%5		%5	%7	%8																																											
İngiltere	%7		%8	%6	%6																																											
Rusya	%2		%4	%4	%5																																											
Amerika	%11		%6	%4	%4																																											
Kredi Notu	Fitch (BBB-), Moody's (Baa3), S&P (BB+)	Başlıca İthalat Yapılan Ülkeler (Toplam İthalata Oranı)	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2000</th> <th>2006</th> <th>2012</th> <th>11A13*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>EU</td> <td>%52</td> <td>%43</td> <td>%37</td> <td>%37</td> </tr> <tr> <td>Almanya</td> <td>%13</td> <td>%11</td> <td>%9</td> <td>%10</td> </tr> <tr> <td>Asya</td> <td>%13</td> <td>%18</td> <td>%21</td> <td>%22</td> </tr> <tr> <td>Rusya</td> <td>%7</td> <td>%13</td> <td>%11</td> <td>%10</td> </tr> <tr> <td>O.Doğu</td> <td>%6</td> <td>%6</td> <td>%9</td> <td>%9</td> </tr> <tr> <td>Amerika</td> <td>%7</td> <td>%5</td> <td>%6</td> <td>%5</td> </tr> <tr> <td>Afrika</td> <td>%5</td> <td>%3</td> <td>%3</td> <td>%3</td> </tr> <tr> <td>İngiltere</td> <td>%5</td> <td>%4</td> <td>%2</td> <td>%3</td> </tr> </tbody> </table>		2000	2006	2012	11A13*	EU	%52	%43	%37	%37	Almanya	%13	%11	%9	%10	Asya	%13	%18	%21	%22	Rusya	%7	%13	%11	%10	O.Doğu	%6	%6	%9	%9	Amerika	%7	%5	%6	%5	Afrika	%5	%3	%3	%3	İngiltere	%5	%4	%2	%3
	2000		2006	2012	11A13*																																											
EU	%52		%43	%37	%37																																											
Almanya	%13		%11	%9	%10																																											
Asya	%13		%18	%21	%22																																											
Rusya	%7		%13	%11	%10																																											
O.Doğu	%6		%6	%9	%9																																											
Amerika	%7		%5	%6	%5																																											
Afrika	%5		%3	%3	%3																																											
İngiltere	%5		%4	%2	%3																																											
Nominal GSYH (2012 / 3Ç13*)	786,3 / 821,9 milyar \$																																															
GSYH-Reel Büyüme Oranı (2012 / 3Ç13* / 13T)	%2,2 / %3,3 / %3,4																																															
Kişi Başı GSYH(2011 / 12)	10.466 \$ / 10.497 \$																																															
Yıl Sonu – Ortalama TÜFE (2012/13)	%6,2 - %8,9 / %7,4 - %7,5																																															
Genel Borç Stoku (EU tanımlı, GSYH%) (2012 / 1Y13)	%36,2 / %35,9																																															
Turizm Gelirleri (2012 / 9A13*)	29,1 / 31,9 milyar \$																																															
Doğrudan Yabancı Yatırım (2012 / 10A13*)	12,4 / 10,9 milyar \$																																															
Genel Bütçe Dengesi (GSYH%) (2012 / 3Ç13*)	%6,0 / %7,2																																															

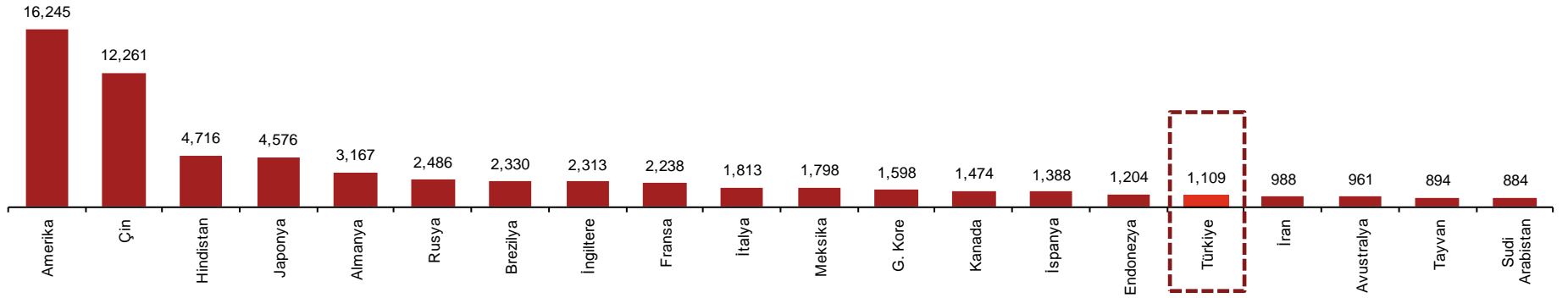
Kaynak: TÜİK, IMF, OECD, Hazine Müsteşarlığı

*Son 12 ayın verileri kullanılarak yıllıklandırılmıştır.

GSYH Sıralaması

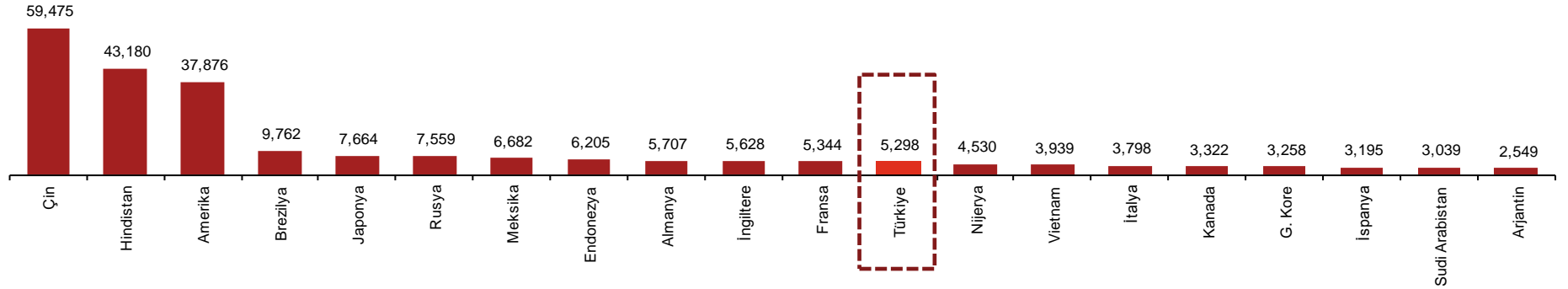
Türkiye Dünya GSYH sıralamasında 16. sırada yer almaktadır ve 2050 yılında en büyük 12. ekonomiye sahip olması beklenmektedir.

Dünya Sıralaması, 2012 (milyar \$)



Kaynak: "IMF World Economic Outlook" Ekim 2013

Dünya Sıralaması, 2050T (milyar \$)



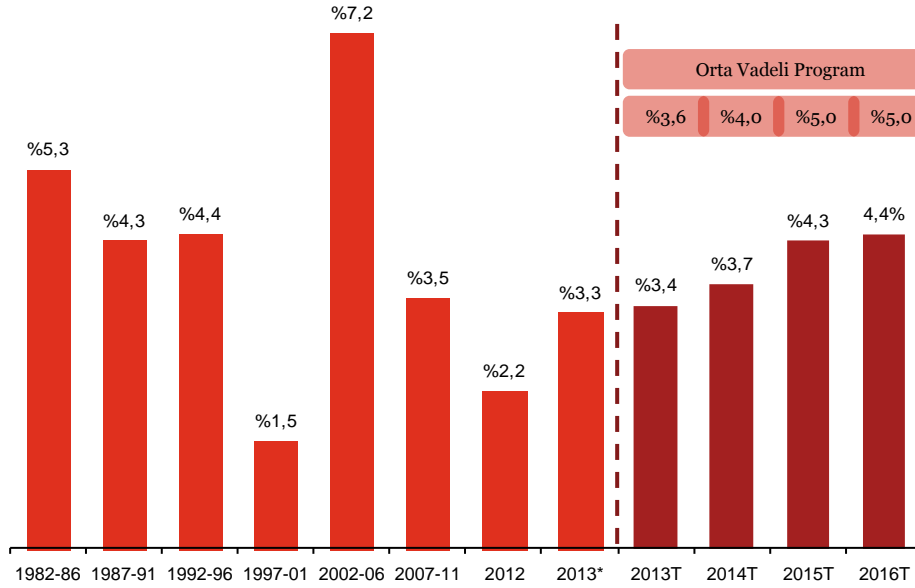
*Satın alma gücü paritesine göre GSYH sıralamasını göstermektedir.

Kaynak: PWC Analizi

GSYH Büyüme Oranı ve Kişi Başı GSYH

Türkiye ekonomisinin son 30 yıldaki ortalama büyüme oranı reel olarak %4-5 aralığında gerçekleşmiştir.

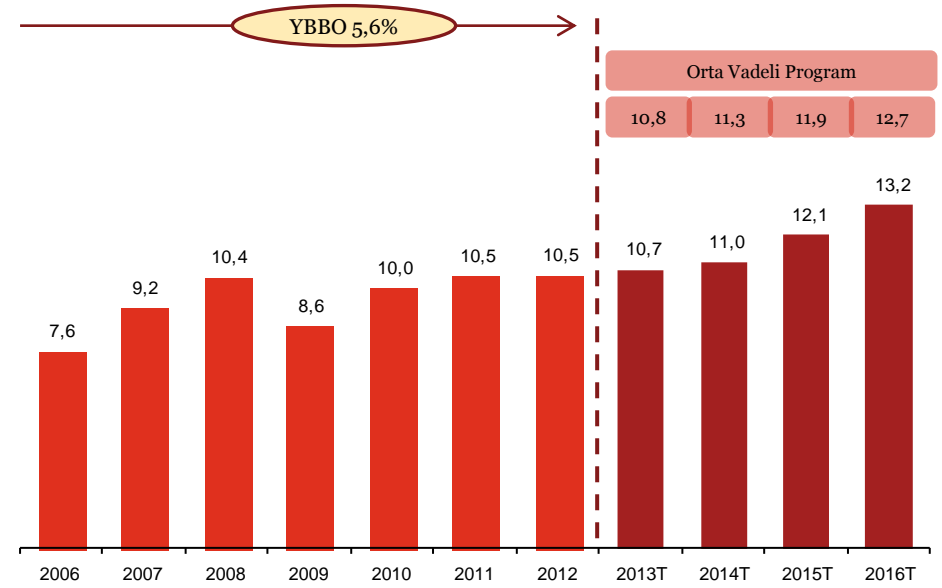
GSYH Büyüme Oranı (yıllık ortalama %)



Kaynak: TÜİK, IMF, Orta Vadeli Program 2014-2016, Ekonomi Bakanlığı

- Türkiye ekonomisi 1997 ve 2001 yılları arasında gerçekleşen kriz yılları dışında kalan son 30 yıllık dönemde sürdürülebilir bir büyüme göstermiştir.
- 2010 yılında ağırlıklı olarak özel tüketim harcamalarında gözlenen artış ile beraber ekonomi %9,2 oranında büyümüş ve 2011 yılında GSYH büyüme oranı %8,5 olarak gerçekleşmiştir. Dünyada gerçekleşen ekonomik yavaşlama ile beraber özel tüketim harcamalarında gözlenen düşüş, ekonomik belirsizlikler ve yüksek baz etkisi sebebiyle Türkiye ekonomisinin büyümesi 2012 yılında %2,2 olarak gerçekleşmiştir. IMF tahminlerine göre 2013 yılı GSYH büyümesi %3,4 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.

Kişi Başına GSYH ('000 \$)



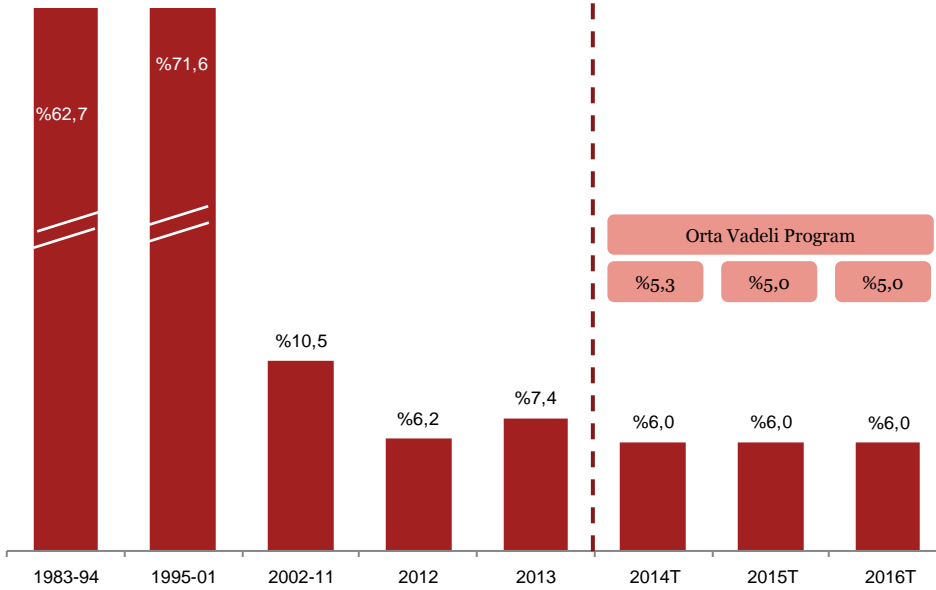
Kaynak: TÜİK, IMF, Orta Vadeli Program 2014-2016, Ekonomi Bakanlığı

- Kişi başına GSYH yıllık bileşik %5,6 büyüme oranı ile artarak 2006 yılındaki 7.586\$ seviyesinden 2012 yılında 10.497\$ seviyesine ulaşmıştır.
- IMF ve Orta Vadeli Programa göre kişi başına GSYH'nin 2016 yılı sonunda 12,7 bin \$ ve 13,2 bin \$ seviyelerinde olması öngörülmektedir.

Yıllık Enflasyon (TÜFE)

Yıl sonu tüketici enflasyonu 2013 yılında %7,4 olarak gerçekleşmiştir. 2014 yıl sonu TÜFE beklentileri %5-%6 aralığında olurken, TL'nin son dönemde hızlı değer kaybetmesi nedeniyle bu oranın %7 seviyelerinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

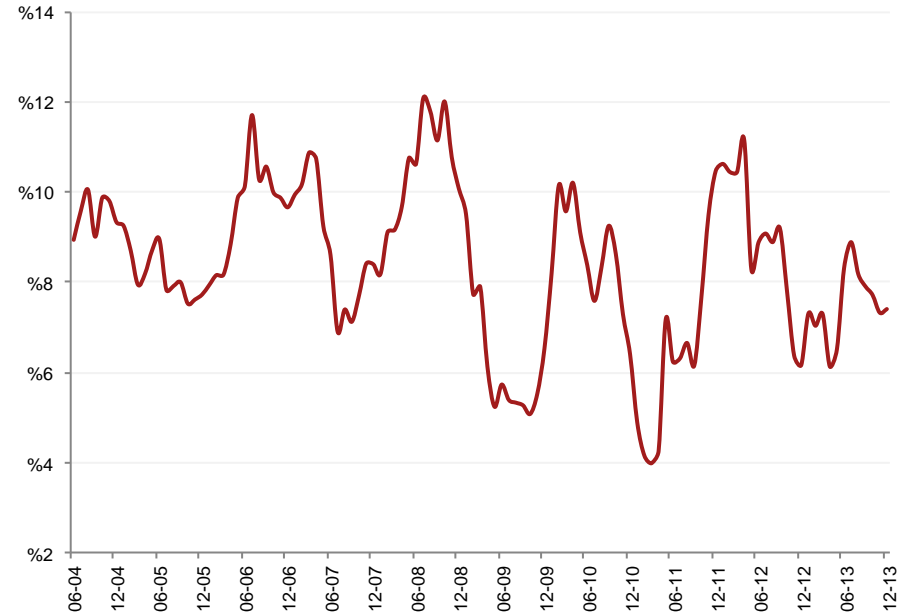
TÜFE (Yıl Sonu)



Kaynak: TÜİK, IMF

- Türkiye'de enflasyon 90'lı yıllardan 2000'li yılların başına kadar oldukça yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir. Son yıllarda ise enflasyon hedefli ekonomik politikaların da yardımı ile enflasyon oranlarının düşürülmesinde önemli bir başarı sağlanmıştır.
- 2012 yılsonu enflasyon oranı %6,2 oranında gerçekleşirken bu oran 2003 yılından itibaren gerçekleşmiş en düşük oran olmuştur. Tüketici enflasyonu yılsonunda %7,4 olarak gerçekleşirken, IMF tahminlerine göre bu oranın 2014 yılı sonunda %6,0 olması beklenmektedir.

TÜFE (Dönem Sonu)



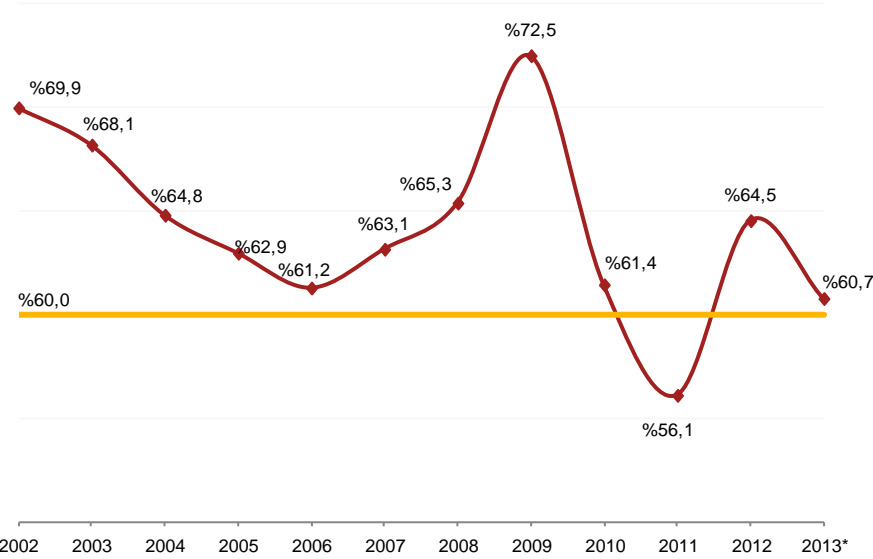
Kaynak: TÜİK, IMF

- Gıda ve alkolsüz içecekler, ulaştırma ve su, elektrik, diğer enerji harcamalarının da dahil olduğu konut harcama grupları tüketici fiyat endeksinin hesap edildiği sepetin yaklaşık %60'ını oluşturmaktadır.
- 2013 yılının ikinci yarısında TL'de yaşanan değer kaybıyla beraber artan gıda ve petrol fiyatları sebebiyle TÜFE artış trendine girmiştir.
- 2013 yılı Aralık ayı itibarıyla yıl sonu tüketici enflasyonunun %2,3'ü gıda ve alkolsüz içecekler, %1,8'i ulaştırma ve %0,8'i ise konut, su, elektrik, diğer enerji harcamalarından oluşmuştur.

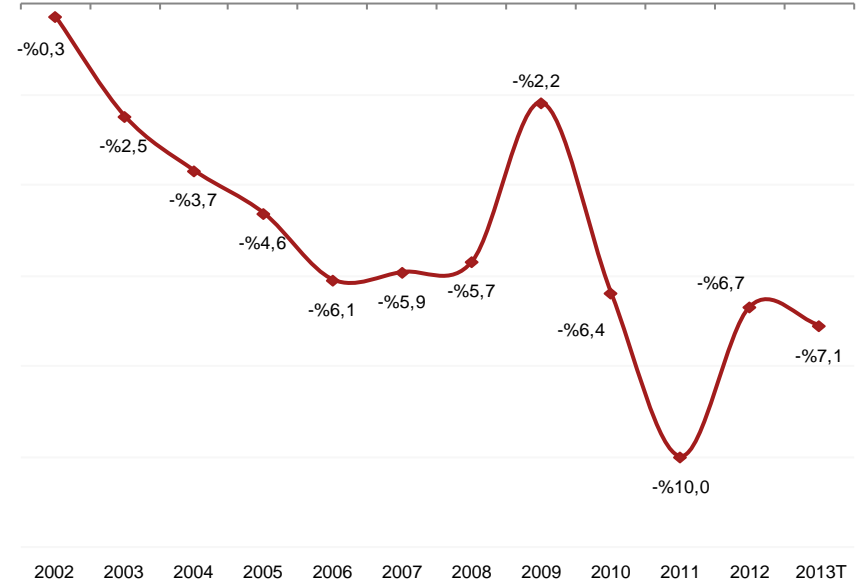
Dış Ticaret ve Cari İşlemler Dengesi

İhracat hacminde yaşanan istikrarlı büyüme ile birlikte ekonomik yavaşlama döneminde azalan ithalat, dış ticaret açığının ve dolayısıyla cari açığın önceki yıllara oranla iyileşmesini sağlamıştır.

İhracatın İthalatı Karşılama Oranı



Cari İşlemler Dengesi (GSYH'ye Oranı)



Kaynak: TÜİK *Kasım 2013 itibariyle yıllıklandırılmıştır.

Kaynak: TCMB, IMF

- Ekonomik toparlanma döneminde başlayan ihracat hacmindeki ılımlı ve istikrarlı büyüme trendi 2012 yılında da devam etmiştir. Avrupa ülkelerinde derinleşen ekonomik kriz, bu bölgenin Türkiye'nin en önemli ihracat bölgesi olması nedeniyle, ihracat hacminde gerilemeye neden olmuştur. Yine de, Avrupa'da yaşanan ekonomik krizin ihracat üzerindeki olumsuz etkileri Türkiye'nin ihracat pazarlarını genişletmesiyle en aza indirilmiştir.
- İhracat/İthalat oranı Kasım 2013 itibariyle %60,7 olarak gerçekleşmiş, 2012 yıl sonuna göre kıyaslandığında düşüş eğilimi sergilemiştir.

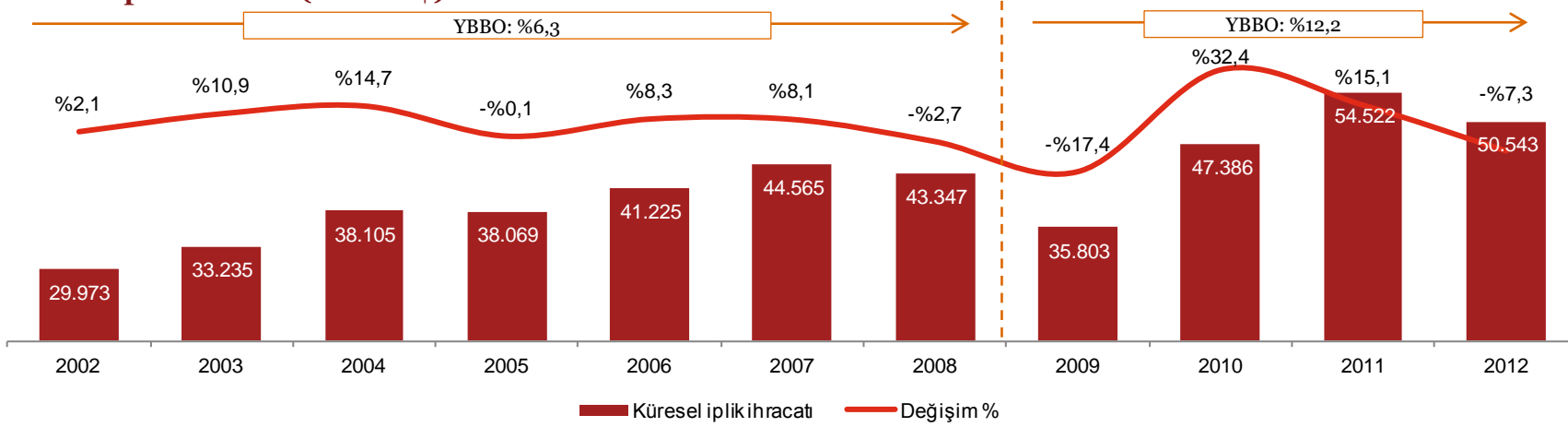
- TCMB fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da sağlayacak politikalar üretmeye odaklanmıştır.
- 2009 yılından sonra ekonomik krizin etkilerinin azalması ile birlikte özel tüketim harcamalarının artması cari açığın GSYH'ye oranının 2011 yılında -%10,0'a ulaşmasına neden olmuştur. 2012 yılında ithalat hacmindeki artışın yavaşlaması ve ihracat hacminin istikrarlı artışını sürdürmesi cari açığın GSYH'ye oranının 2011 yılındaki en yüksek noktasından 2012 yılında -%6,7'ye gerilemesini sağlamıştır. Buna karşın, kısa vadeli ekonomik programa göre yerli talebin artış beklentisi göz önünde bulundurulmuş ve 2013 yıl sonu beklentisi %7,1 olarak tahmin edilmiştir.

Sektör Bilgileri

Dünya İplik İhracatı (1/2)

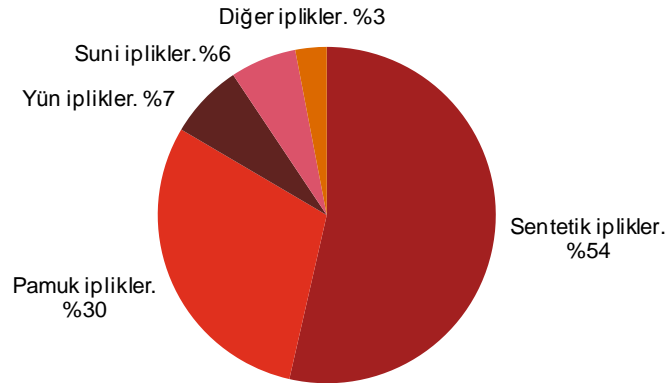
Küresel tekstil ihracatının yaklaşık beşte birini iplik ihracatı oluşturmaktadır.

Küresel iplik ihracatı (m ABD \$)



Kaynak: İtkib İplik Ticaret Raporu Ekim 2013 (ITC Trademap)

Ürün grupları bazında küresel iplik ihracatı 2012 (%)



2009 yılında başlayan küresel kriz ve ardından Avrupa Birliği'nde yaşanan durgunluğun ardından küresel tekstil ihracatı 2011 yılında 279 milyar ABD \$ iken 2012 yılında 263 milyar ABD \$'na düşmüştür. Aynı dönemde iplik ticareti de daralmıştır.

İplik ürün grupları arasında ipek, yün, pamuk, keten, kenevir ve sentetik veya suni lifler (filamentler ve devamsız lifler) yer almaktadır. Sentetik lifler, %53,6 ile iplik ihracatındaki en büyük paya sahiptir. Bunu %29,9 ile pamuk iplikler, %7,2 ile yün iplikler ve %6,3 ile suni filament ve devamsız iplikler izlemektedir.

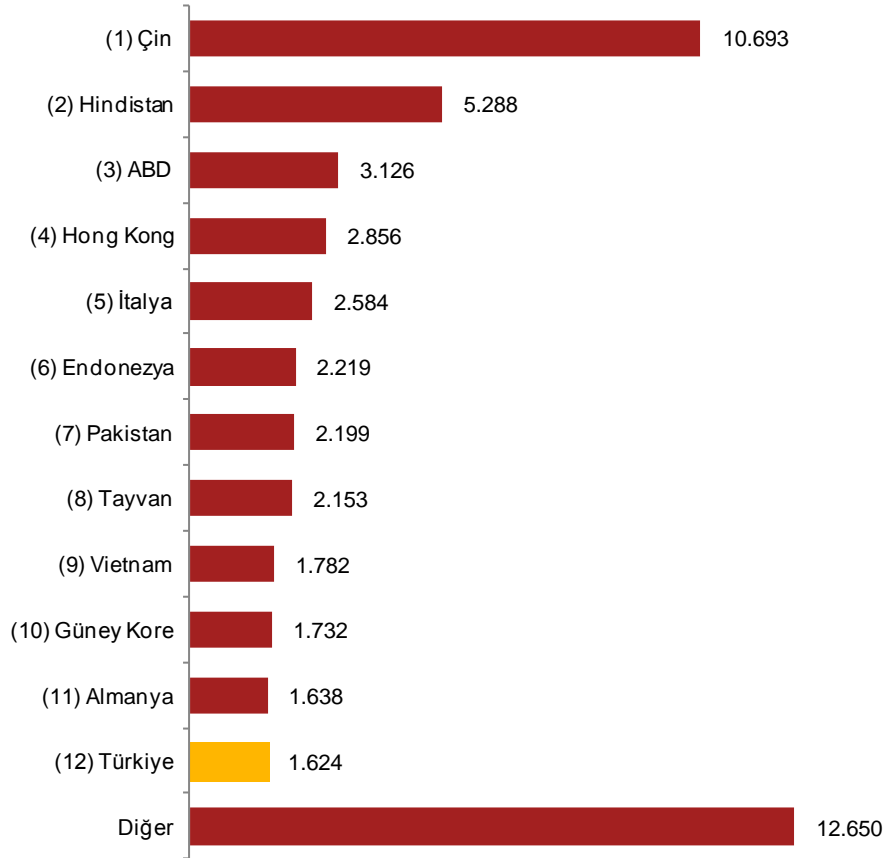
Kaynak: İtkib İplik Ticaret Raporu Ekim 2013 (ITC Trademap)

Sektör Bilgileri

Dünya İplik İhracatı (2/2)

Türkiye, dünyanın 12. büyük iplik ihracatçısıdır. En çok İtalya, Rusya ve İngiltere'ye iplik ihracatı yapmaktadır.

Ülke bazında küresel iplik ihracatı 2012 (m ABD \$)



Çin dünyanın en büyük iplik ihracatçısıdır ve küresel iplik ihracatının 2012 itibarıyla %21,2'sini karşılamaktadır. Onu izleyen Hindistan %10,5, ABD ise %6,2'lik paya sahiptir.

Türkiye'de pamuk tarımına bağlı olarak gelişen tekstil sektörü, bilgi birikimi ve makine yatırımlarıyla dünyanın 12. büyük iplik ihracatçısıdır. Ancak tekstil sektörü büyüklüğü nedeniyle iplik üretiminin talebi karşılamaması nedeniyle Türkiye iplik ticaretinden net ithalatçı konumundadır. Türkiye'nin iplik ithalatı 2011'de 3,0 milyar ABD\$, 2012'de 2,9 milyar ABD \$ olarak gerçekleşmiştir. Detaylar için lütfen arka sayfaya bakınız.

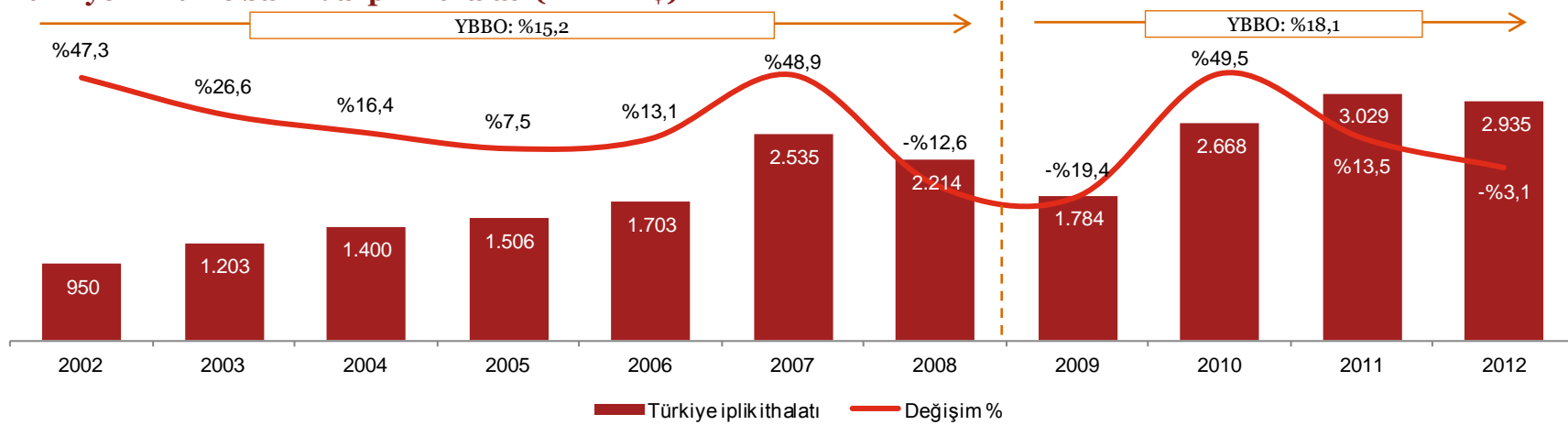
Kaynak: İtkib İplik Ticaret Raporu Ekim 2013 (ITC Trademap)

Sektör Bilgileri

Türkiye İplik İthalatı

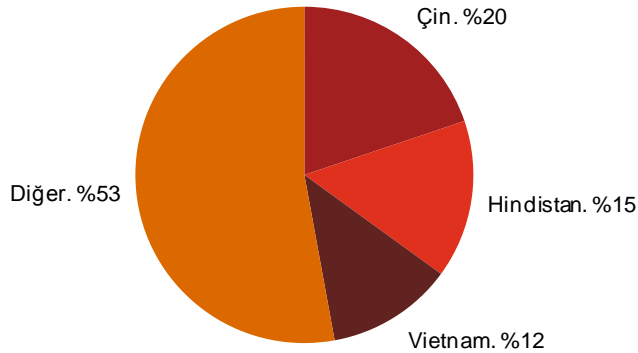
Türkiye, dünyanın 3. büyük iplik ithalatçısıdır. En çok ithalat Çin (%19,8), Hindistan (%15,2) ve Vietnam'dan (%12,1) yapılmaktadır.

Türkiye'nin ülke bazında iplik ithalatı (m ABD \$)



Kaynak: İtkib İplik Ticaret Raporu Ekim 2013 (ITC Trademap)

Türkiye'nin ülke bazında iplik ithalatı 2012 (%)

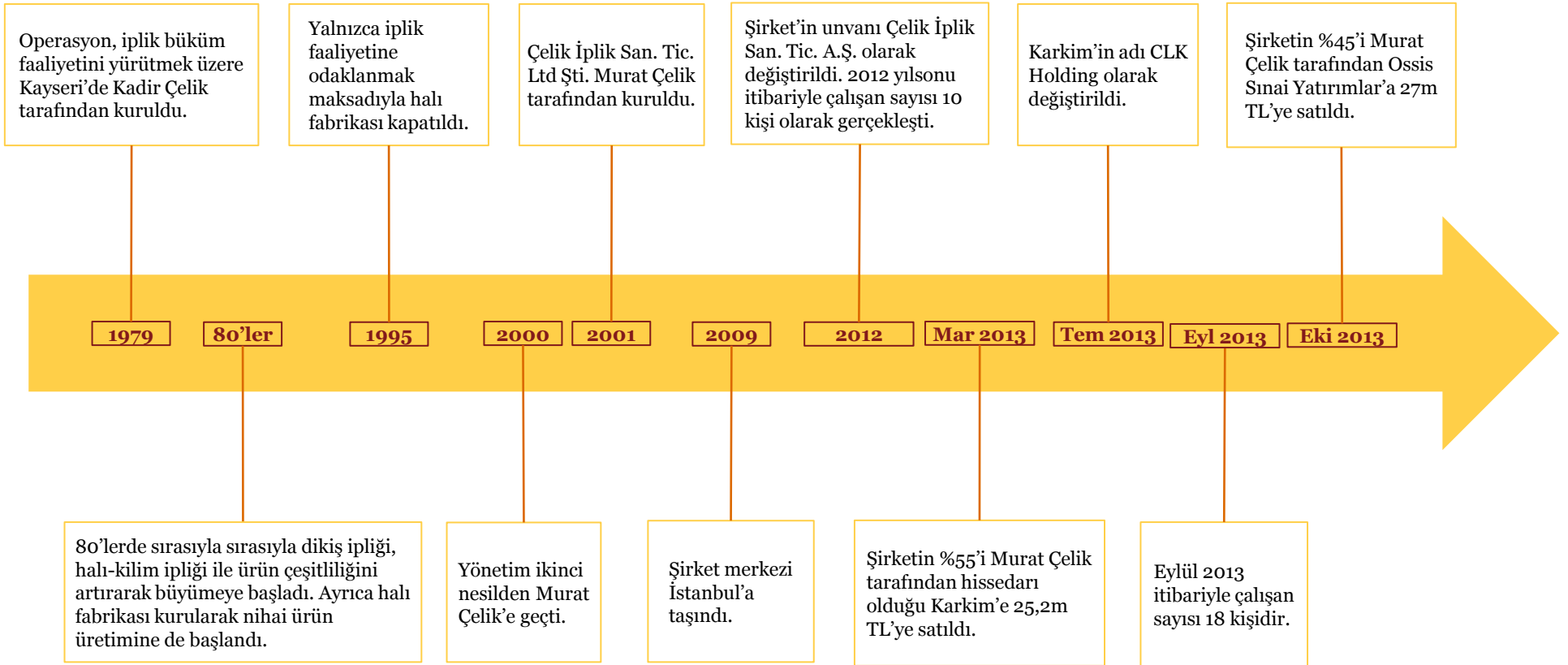


Türkiye'nin iplik ithalatı 2011'den 2012'ye dolar bazında %3,1'lik bir düşüş göstermiştir. Düşüş 2012'de küresel tekstil endüstrisinde yaşanan daralmayla ilişkilendirilebilir.

Çin, Hindistan ve Vietnam, Türkiye'nin en büyük iplik tedarikçileridir. İlk üç tedarikçi, 2012'de toplam ithalatın %47'sini karşılamıştır.

Kaynak: İtkib İplik Ticaret Raporu Ekim 2013 (ITC Trademap)

Şirketin Tarihçesi



Finansal Performans ve Durum

Geçmiş Finansal Performans (1/5) Bilançolar

Şirket, alacaklarını uzun vadeli çekler ile finanse ettiğinden net işletme sermayesi açığı oluşmakta olup kısa vadeli banka kredileri ile karşılamaktadır.

Bilanço

('000 TL)	UFRS 31.12.2011	UFRS 31.12.2012	UFRS * 30.09.2013
Nakit ve nakit benzerleri	22	112	48
Ticari alacaklar	19.894	40.036	44.069
Stoklar	3.012	343	1.954
Diğer dönen varlıklar	409	5.807	7.413
Dönen varlıklar	23.336	46.298	53.482
Maddi duran varlıklar	2.235	3.426	6.418
Maddi olmayan duran varlıklar	1	16	30
Ertelenmiş vergi varlığı	29	466	3
Diğer duran varlıklar	744	4.731	2
Duran varlıklar	3.008	8.640	6.453
Toplam varlıklar	26.344	54.937	59.936
Kısa vadeli finansal borçlar	13.535	22.920	22.076
Ticari borçlar	2.079	15.128	18.572
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	59	1.626	613
Kısa vadeli yükümlülükler	15.673	39.674	41.260
Uzun vadeli finansal borçlar	-	73	-
Kıdem tazminatı karşılığı	0	3	6
Uzun vadeli yükümlülükler	0	75	6
Ödenmiş sermaye	10.000	15.000	15.000
Sermaye düzeltmesi farkları	80	-	-
Kapsamlı gelirler veya giderler	-	-	(2)
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	34	34	34
Geçmiş yıllar kar / (zararları)	14	(113)	155
Net dönem karı	543	267	3.483
Özkaynaklar	10.671	15.188	18.670
Toplam kaynaklar	26.344	54.937	59.936

Ticari alacaklar ağırlıklı olarak alınan çek ve senetlerden oluşmaktadır. Şirket müşterileriyle ortalama 4 ay vadeli çek-senetle çalışmakta, bu durum önemli miktarda işletme sermayesi ihtiyacı yaratmaktadır.

Stoklar ticari mallardan oluşmaktadır. Şirket mal alımlarını stoklara sokmadan müşteriye gönderdiğinden stok devir günü oldukça düşüktür. (30 Eylül 2013 itibarıyla 6 gün). Mevcut stoklar uzak doğudan yaklaşık 1 ayda gelen yoldaki mallardan kaynaklanmaktadır.

Diğer dönen varlıklar ile diğer duran varlıklar, verilen sipariş avansları ve peşin ödenen giderlerden oluşmaktadır.

Maddi duran varlıklar, genel olarak tahsilat problemleri nedeniyle ödeme olarak kabul edilen sabit kıymetler ile taşıtlar ve çeşitli demirbaşlardan oluşmaktadır.

Şirket müşterileriyle uzun vadeli çek-senetlerle çalıştığından ihtiyaç duyduğu nakdi borçlanarak karşılamaktadır. Finansal borçlar ağırlıklı olarak ABD \$ cinsi banka kredilerinden oluşmaktadır.

Ticari borçlar tedarikçilere verilen çekleri ve ayrıca 30 Eylül 2013 itibarıyla şirket ortağına olan 5 m TL'lik borcu içermektedir. Tedarikçilerle çalışma vadesi ortalama 2 aydır.

Diğer kısa vadeli yükümlülükler, alınan sipariş avansları ve dönem karı vergi yükümlülüğünden oluşmaktadır.

Kaynak: Şirket Yönetimi

* 30 Eylül 2013 itibarıyla hazırlanan UFRS mali tablolar bağımsız denetimden geçmemiştir.

Geçmiş Finansal Performans (2/5) Gelir tabloları

Şirket 2013 yılında karlılığa odaklanma stratejisini sürdürerek brüt karlılığını ve FAVÖK karlılığını 2012 seviyesinin üzerine çıkarmıştır.

Gelir tablosu

('000 TL)	UFRS MY11	UFRS MY12	Yasal 9A12	UFRS * 9A13
Net satışlar	136.676	101.861	75.299	78.844
Satışların maliyeti	(131.845)	(94.818)	(71.403)	(71.785)
Brüt kar	4.831	7.042	3.896	7.059
Brüt kar marjı (%)	%3,5	%6,9	%5,2	%9,0
Satış pazarlama giderleri	(541)	(427)	(308)	(612)
Genel yönetim giderleri	(479)	(479)	(291)	(1.059)
FAVÖK	3.811	6.136	3.298	5.387
FAVÖK marjı (%)	%2,8	%6,0	%4,4	%6,8
Amortisman giderleri	(139)	(180)	(239)	(176)
FVÖK	3.672	5.957	3.058	5.212
FVÖK marjı (%)	%2,7	%5,8	%4,1	%6,6
Diğer faaliyet gelirleri/(giderleri)	(386)	(3.378)	(300)	2.204
Finansal gelirler/(giderler)	(2.594)	(2.231)	(1.752)	(3.049)
Vergi öncesi kar	692	347	1.006	4.366
Dönem vergi gideri	(177)	(517)	-	(420)
Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	29	438	-	(463)
Dönem net karı	543	267	1.006	3.483

Kaynak: Şirket Yönetimi

* 30 Eylül 2013 itibariyle hazırlanan UFRS mali tablolar bağımsız denetimden geçmemiştir.

9A13 itibariyle satışların %44'ü karışımli iplik, %37'si pamuk iplik ve %16'sı sentetik iplik satışlarıdır. Satışlar 9A13'te 9A12'ye göre %5 artış göstermiştir.

2011'deki yüksek satışlar düşük marjla yapılan satış büyütme stratejisi nedeniyle. Şirket MY12'de karlılığı artırmaya odaklanarak satışta %25 düşüş yaşamasına rağmen brüt karını %46 artırmıştır. Şirket karlılık stratejisini 2013 yılında da sürdürerek brüt karlılık ve FAVÖK karlılığını 2012 seviyelerinin de üzerine çıkarmıştır.

Satış pazarlama giderleri başlıca lojistik giderlerinden oluşmaktadır. 9A13'teki artış 221bin TL'lik reklamasyon giderlerinden kaynaklanmıştır. Reklamasyon giderleri tedarik problemleri nedeniyle müşterilere zamanında teslimat yapılamaması sonucu müşterilerin kestiği faturaları içermektedir.

Genel yönetim giderleri başlıca personel giderleri, kira aidat giderleri, danışmanlık giderleri ve operasyonel olmayan sabit kıymet alım satımlarıyla ilgili tapu harç ve komisyon giderlerinden oluşmaktadır.

Diğer faaliyet gelir ve giderleri, başlıca sabit kıymet satış gelirleri ve şüpheli ticari alacak karşılık giderlerinden oluşmaktadır.

Geçmiş Finansal Performans (3/5)

FAVÖK analizi

FAVÖK analizi

('000 TL)	UFRS MY11	UFRS MY12	Yasal 9A12	UFRS * 9A13
Raporlanan FAVÖK	3.811	6.136	3.298	5.387
<i>Raporlanan FAVÖK marjı</i>	%2,8	%6,0	%4,4	%6,8
Düzeltilmeler:				
(1) Tek seferlik satışların brüt karı	-	(739)	(721)	-
(2) Tapu masrafları	46	-	-	111
(3) Araç alım giderleri	92	26	-	44
Toplam düzeltilmeler	138	(713)	(721)	155
Düzeltilmiş FAVÖK	3.949	5.424	2.576	5.543
<i>Düzeltilmiş FAVÖK marjı</i>	%2,9	%5,8	%3,8	%7,0

(1) Satışlar içinde kaydedilen bitkisel yağ ve soya kabuğu satışları Şirket'in ana faaliyet konusu ile ilgili olmayıp sadece 2012 içinde yapıldığından tek seferlik olarak değerlendirilmiş ve brüt karları FAVÖK seviyesinde dikkate alınmamıştır.

(2) Şirket tahsil problemi yaşadığı bazı alacakları karşılığında arsa, daire ve dükkan gibi sabit kıymetler almıştır. Ana faaliyet konusu ile ilgili olmayan bu alımlar ve bu şekilde alınıp da elden çıkarılan sabit kıymetlerle ilgili oluşan tapu masrafları FAVÖK dışında değerlendirilmiştir.

(3) Şirketin araç alımı sırasında yaptığı özel tüketim vergisi, KDV gibi giderler sabit kıymet ile ilgili olduğundan FAVÖK seviyesinde dikkate alınmamıştır.

Düzeltilmiş FAVÖK

('000 TL)	UFRS MY11	UFRS MY12	Yasal 9A12	UFRS * 9A13
Net satışlar	136.676	94.128	67.748	78.844
Satışların maliyeti	(131.845)	(87.825)	(64.573)	(71.785)
Düzeltilmiş brüt kar	4.831	6.304	3.175	7.059
<i>Düzeltilmiş brüt kar marjı (%)</i>	%3,5	%6,7	%4,7	%9,0
Satış pazarlama giderleri	(541)	(427)	(308)	(612)
Genel yönetim giderleri	(341)	(453)	(291)	(904)
Düzeltilmiş FAVÖK	3.949	5.424	2.576	5.543
<i>Düzeltilmiş FAVÖK marjı (%)</i>	%2,9	%5,8	%3,8	%7,0

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

* 30 Eylül 2013 itibarıyla hazırlanan UFRS mali tablolar bağımsız denetimden geçmemiştir.

Geçmiş Finansal Performans (4/5) Net işletme sermayesi – Net borçluluk

Net işletme sermayesi analizimiz bazı düzeltmelerin gerekliliğini ortaya koymuştur. Net işletme sermayesinin satışlara oranı 30 Eylül 2013 itibariyle %50 olarak gerçekleşmiştir.

Net işletme sermayesi analizi

('000 TL)	UFRS	UFRS	UFRS *
	31.12.2011	31.12.2012	30.09.2013
Ticari alacaklar	19.894	40.036	44.069
Stoklar	3.012	343	1.954
Diğer dönen varlıklar	409	5.807	7.413
Ticari borçlar	(2.079)	(15.128)	(18.572)
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	(59)	(1.626)	(613)
Raporlanan NİS	21.177	29.432	34.250
Raporlanan NİS / Net satışlar (%)	15,5%	28,9%	43,4%
Düzeltilmeler:			
(1) Ortaklara borçlar / Ortaklardan alacaklar	-	(6.203)	5.020
(2) Dönem karı vergi karşılığı	-	(282)	(45)
Düzeltilmiş NİS	21.177	22.947	39.225
Raporlanan NİS / Net satışlar (%)	15,5%	22,5%	49,8%

(1) Şirket'in Murat Çelik'e olan 5m TL borcu finansman niteliğinde olduğundan işletme sermayesinden çıkarılmış, net borçluluğa dahil edilmiştir. Ortaklardan alacaklar operasyonel nitelikte olmadığından işletme sermayesinden çıkarılmıştır.

(2) Dönem karı vergi karşılığı borç niteliğinde olduğundan işletme sermayesinden çıkarılarak net borçluluğa eklenmiştir.

Net borçluluk

('000 TL)	UFRS *
	30.09.2013
Nakit ve nakit benzerleri	48
Kısa vadeli finansal borçlar	(22.076)
Raporlanan net borçluluk	(22.028)
Düzeltilmeler:	
(1) Ortaklara borçlar	(5.019)
(2) Dönem karı vergi karşılığı	45
Düzeltilmiş net borçluluk	(27.002)

(1) Şirket'in Murat Çelik'e olan 5m TL borcu finansman niteliğinde olduğundan net borçluluğa dahil edilmiştir.

(2) Dönem karı vergi karşılığı borç niteliğinde olduğundan net borçluluğa eklenmiştir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

* 30 Eylül 2013 itibariyle hazırlanan UFRS mali tablolar bağımsız denetimden geçmemiştir.

Geçmiş Finansal Performans (5/5)

Operasyonel olmayan duran varlıklar

Operasyonel olmayan duran varlıklar

('000 TL)	30.09.2013 Net defter değeri
Spradon evler müstakil villa	1.460
Ece konut yapı koop.	581
Tekstilkent b6 zemin kat	364
Bahçelievler dükkan 2	296
Esenyurt c23	262
Esenyurt c27	229
Esenyurt c28	209
Esenyurt c3-26-203	209
Esenyurt c3-27-211	209
Esenyurt c3-27-210	209
Esenyurt c3-26-204	209
Esenyurt c19	205
Esenyurt c22	205
Esenyurt c24	205
Esenyurt c25	205
Esenyurt c32	205
Esenyurt c33	205
Tekstilkent b16 bodrum kat	128
Bahçelievler dükkan 1	99
Toplam bina	5.693
Açık en yuvarlak örme makinesi	129
Toplam makineler	129
Lüks taşıt	277
Toplam taşıt	277
Muhtelif tablo	77
Toplam demirbaşlar	77
Toplam	6.176

Şirket'in maddi duran varlıklarında yer alan ve operasyonel fayda yaratmayan 6,2m TL tutarındaki sabit kıymet, net defter değeri dikkate alınarak hisse değerine dahil edilmiştir. Bu sabit kıymetlerin makul piyasa değerine ilişkin herhangi bir ekspertiz çalışması Şirket yönetimi tarafından tarafımıza sağlanmamıştır.

Kaynak: Şirket Yönetimi

Değerleme Analizi

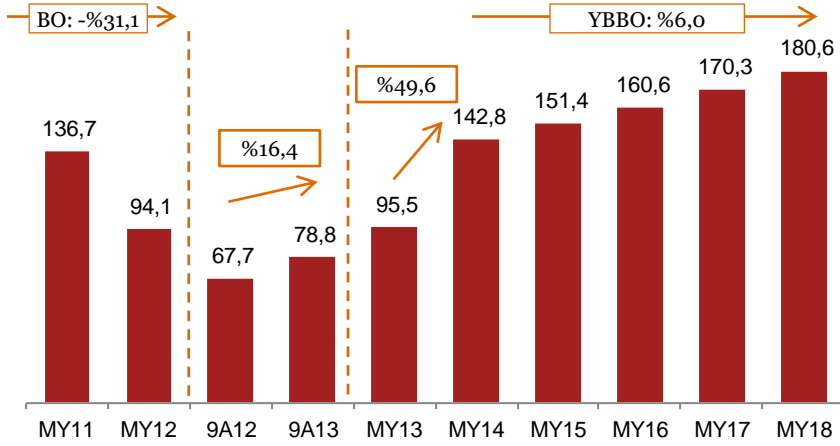
Değerleme Analizi		29
4	Gelir Yaklaşımı	30
5	Piyasa Yaklaşımı	41

Gelir Yaklaşımı

Net satışlar

Şirket yönetimi 2014 bütçesinde ABD\$ kuru artışı ve 2013'teki düşük satış performansı nedeniyle %10 fiyat artışı ve %37 hacim artışına bağlı olarak %50 büyüme planlamaktadır. Buna göre satışların 2014'te 142,8m TL'ye, projeksiyon dönemi sonunda ise 180,6m TL'ye artması beklenmektedir. Çalışmamızda %50 büyüme duyarlılık analiziyle test edilmiştir.

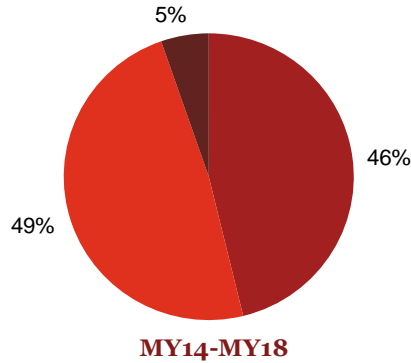
Net satışlar* (m TL)



Kaynak: Şirket Yönetimi

(*) FAVÖK analizi sonucu elde edilen düzeltilmiş rakamları göstermektedir.

Ürün cinsi bazında satış yüzdesi



■ Pamuk iplik ■ Viskon-Polyester iplik ■ Gazali iplik

Şirket pamuk, polyester, viskon gibi ipliklerin ticaretini yapmaktadır. 2011 yılında agresif satış stratejisi sonucunda marjdan kaybederek yüksek satış (136,7m TL) hacmine ulaşmıştır. 2012'de ise daha yüksek karlılıkla daha az satış (-31,1%) yapılması yoluna gidilmiştir.

Net satışlar 9A12'den 9A13'e %16,4 artarken, MY12'den MY13'e yalnızca %1,4 artmıştır. Bunun nedeni Şirket'in 2013'ün son çeyreğinde karlılığa odaklanarak yüksek marjla satış yapmasıdır.

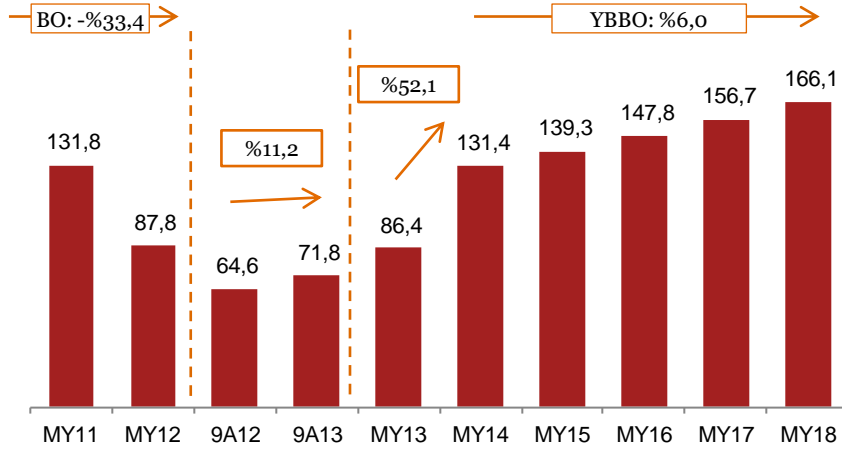
Şirket 2014'te net satışlarda %50 büyüme beklenmektedir. 2014 sonrasında, satılan ürün miktarının sabit kalarak fiyatların Türkiye enflasyonuna göre artacağı tahmin edilmiştir. Buna göre, net satışların yıllık bazda ortalama %6,0 artacağı öngörülmektedir.

Şirket satış projeksiyonlarını ana ürün grupları bazında hazırlamıştır. Buna göre pamuk iplikler ve viskon-polyester iplikler satışların %95'ini oluşturmaktadır. Gazali iplikler, Mısır'daki Gazali iplik fabrikasından tedarik edilen ve ithal edilen ve birim fiyatı diğer ipliklere göre yüksek olan ürün grubunu temsil etmektedir.

Satışların maliyeti

Şirket'in 2013'te brüt kar marjının %9,5 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Ancak projeksiyon döneminde planlanan büyümeyi desteklemek için brüt kar marjının azalarak %8,0 seviyelerine gerileyeceği öngörülmüştür.

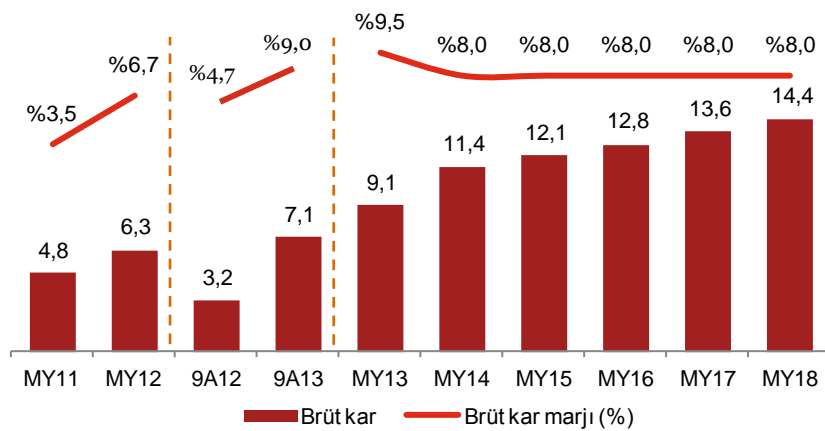
Satışların maliyeti* (m TL)



Satışların maliyeti, yalnızca ticari mamullerin satın alım maliyetlerini içermektedir. 2011'den 2012'ye görülen %33,4'lük düşüş, başlıca satışlarda meydana gelen düşüşle alakalı olup, karlılık artırma stratejisi sonucu brüt kar marjındaki iyileşmeyi de içermektedir. Aynı dönemde brüt kar marjı %3,5'ten %6,7'ye çıkmıştır.

Projeksiyon döneminde Şirket'in satışlarının maliyeti yıllık bazda ortalama %14,1 büyümektedir; brüt kar marjının ise 8,0% seviyelerinde seyredeceği tahmin edilmektedir.

Brüt kar ve brüt kar marjı* (m TL, %)



Şirket'in 2013'te brüt kar marjının %9,5 seviyelerinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Ancak projeksiyon döneminde, satış büyümesine paralel olarak brüt karlılığın 2014-2018 için 2012-2013 dönemi ortalama marjı olan %8,0 seviyelerinde gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

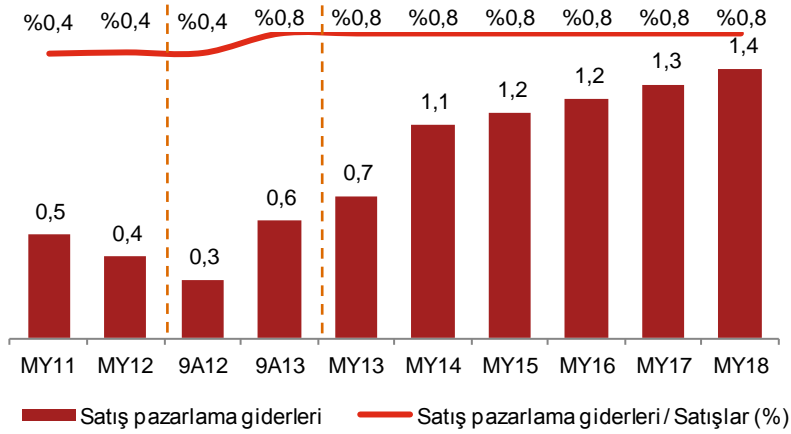
Kaynak: Şirket Yönetimi

(*) FAVÖK analizi sonucu elde edilen düzeltilmiş rakamları göstermektedir.

Satış pazarlama giderleri

Satış pazarlama giderlerinin projeksiyon döneminde 2013'teki satışlara oranını koruması beklenmektedir.

Satış pazarlama giderleri (m TL)

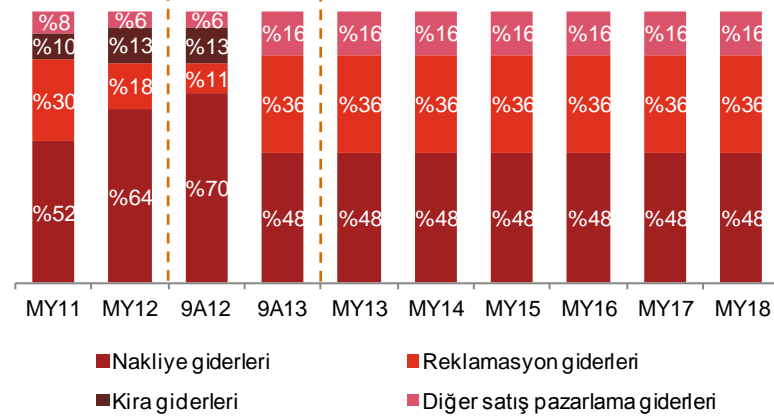


Satış pazarlama giderleri başlıca nakliye ve reklamasyon giderlerinden oluşmaktadır. 2013'te reklamasyon giderlerindeki artış, mal alımlarında yaşanan problemler nedeniyle müşteri mamul teslimatlarında yaşanan aksamalar nedeniyledir.

Kira giderlerinin 2013'te sıfır görünmesinin nedeni genel yönetim giderlerinde izlenmeye başlamasıdır.

Projeksiyon döneminde 2013'teki satış pazarlama giderlerinin satışa oranı olan %0,8'i koruması beklenmektedir.

Satış pazarlama giderleri (%)

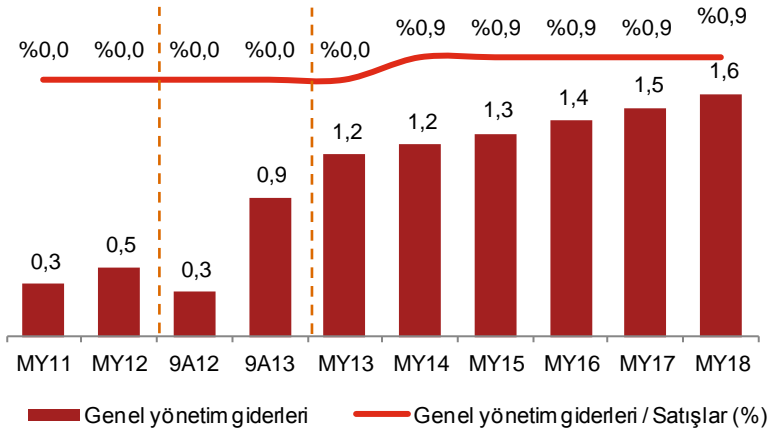


Kaynak: Şirket Yönetimi

Genel yönetim giderleri

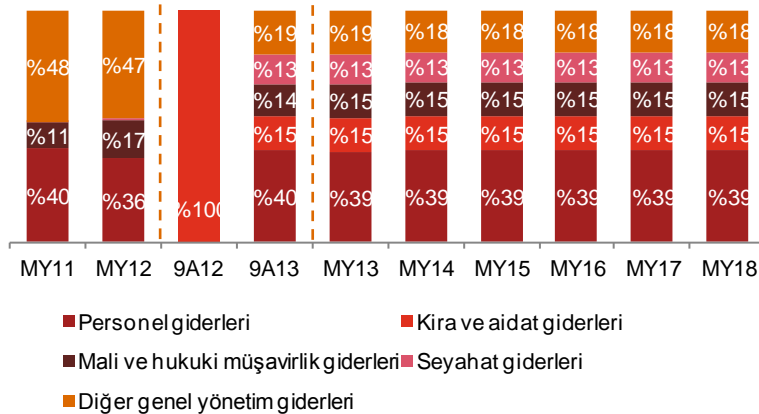
Genel yönetim giderlerinin projeksiyon döneminde 2014'te öngörülen satışlara oranını koruması beklenmektedir.

Genel yönetim giderleri* (m TL)



Kaynak: Şirket Yönetimi

Genel yönetim giderleri* (%)



9A12 için itibariyle temin edilen yasal genel yönetim giderleri kırılımı UFRS genel giderler ile karşılaştırılabilir olmadığından grafikte tek renk olarak gösterilmiştir.

(*) FAVÖK analizi sonucu elde edilen düzeltilmiş rakamları göstermektedir.

Genel yönetim giderleri başlıca personel giderleri, kira giderleri, danışmanlık giderleri ve seyahat giderlerinden oluşmaktadır.

Personel giderlerinde 2013'te görülen artış Mart 2013'te yeni genel müdürün işe alınması ve ardından kurulan yeni pazarlama ekibi nedeniyle personel sayısının 10 kişiden 18 kişiye çıkmasıdır.

2013 öncesinde satış pazarlama giderlerinde izlenen kira giderleri, Mart 2013'te göreve gelen yeni yönetimle beraber ofisin plazaya taşınmasına bağlı olarak yükselmiştir.

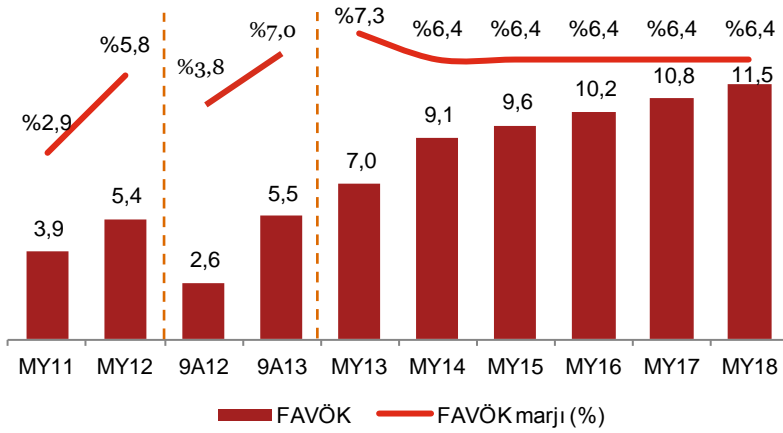
Seyahat giderleri yeni ekibin yurt içi ve yurt dışı seyahatleri ile ilgilidir.

Yandaki grafikte tek seferlik giderler gösterilmemiştir. Tek seferlik giderler, Şirket'in esas faaliyet konusu ile doğrudan alakalı olmayıp tekrar etmeyen nitelikte olan sabit kıymet alım giderlerinden oluşmaktadır (Araç alım vergileri, tapu masrafları gibi). Bu giderler, FAVÖK analizinde çıkarılmış olup projeksiyon döneminde dikkate alınmamıştır.

Projeksiyon döneminde genel yönetim giderlerinin, tek seferlik giderler hariç Türkiye enflasyon beklentisi ile büyümesi beklenmektedir.

FAVÖK

FAVÖK* (m TL) ve FAVÖK Marjı* (%)



Kaynak: Şirket Yönetimi

(*) FAVÖK analizi sonucu elde edilen düzeltilmiş rakamları göstermektedir.

Şirket'in FAVÖK marjı, 2011'deki düşük brüt kar marjlı satışların etkisiyle %2,8 olarak gerçekleşmiş, 2012'de ise FAVÖK marjı %6,0 seviyelerine yükselmiştir. 2013'te yine brüt kar marjına bağlı olarak FAVÖK marjının daha da yükselerek %7,3 olarak gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Projeksiyon döneminde, özellikle 2014'te öngörülen satış artışları nedeniyle brüt kar marjının bu yılda %8,0 seviyelerine gerileyeceği, sonrasında ise satışlarda reel artış öngörülmediğinden 2014 yılı FAVÖK marjının korunacağı tahmin edilmektedir.

Amortisman ve vergi

Amortisman

	S3A13	MY14	MY15	MY16	MY17	MY18
Mevcut yatırımların amortismanı	15	57	34	18	18	7
Yeni yatırım amortismanı	-	10	21	32	44	57
Toplam	15	67	54	50	62	64

Kaynak: Şirket Yönetimi

Kurumlar vergisi

(m TL)	S3A13	MY14	MY15	MY16	MY17	MY18
FAVÖK	1.602	9.071	9.619	10.200	10.816	11.469
Amortisman	(15)	(67)	(54)	(50)	(62)	(64)
FVÖK	1.588	9.004	9.565	10.150	10.754	11.406
Vergi oranı	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
FVÖK üzerindeki vergi karşılığı	318	1.801	1.913	2.030	2.151	2.281

Kaynak: Şirket Yönetimi

Yandaki tabloda projeksiyona göre gerçekleşmesi öngörülen faiz vergi öncesi operasyonel kar (FVÖK) ve tahmini vergi yükü sunulmuştur.

Vergi Usul Kanunu ("VUK")'na göre geçmiş yıl mali zararları, zararın olduğu yılı takiben 5 yıl içerisinde kurumlar vergisinden indirilebilmektedir. Ancak Şirket'in geçmiş yıllardan birikmiş zararı olmadığından hesaplamaya dahil edilmemiştir.

Projeksiyon döneminde vergiye tabi olmayan gelir ve giderlerin olmayacağı ve kurumlar vergisi oranının sabit kalacağı öngörülerek FVÖK tutarı üzerinden %20 oranında vergi karşılığı hesaplanmıştır.

Şirket'in maddi duran varlıklarında operasyonel olmayan sabit kıymetler bulunmaktadır. Bu sabit kıymetler ile ilgili amortismanlar projeksiyon dönemi için dikkate alınmamıştır.

Yeni yatırımların 2014'te 100 bin TL olacağı sonrasında ise enflasyon oranında artacağı tahmin edilmiştir.

Net işletme sermayesi

Düzeltilmiş net işletme sermayesi

('000 TL)	31.12.2011	31.12.2012	30.09.2013	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Ticari alacaklar	19.894	33.833	44.088	42.373	59.163	60.497	61.775	62.988	64.121
Stoklar	3.012	343	1.954	1.763	2.682	2.844	3.016	3.198	3.391
Diğer dönen varlıklar	409	5.807	7.413	6.732	10.071	10.679	11.324	12.008	12.734
Ticari borçlar	(2.079)	(15.128)	(13.571)	(13.231)	(20.121)	(21.337)	(22.626)	(23.993)	(25.442)
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	(59)	(1.908)	(658)	(792)	(1.204)	(1.277)	(1.354)	(1.436)	(1.522)
Düzeltilmiş NİS	21.177	22.947	39.225	36.846	50.591	51.406	52.136	52.766	53.281
Net satışlara oranı (%)	%15,5	%22,5	%37,3	%38,6	%35,4	%33,9	%32,5	%31,0	%29,5
Net işletme sermayesindeki değişim	(10.088)	(1.770)	(6.878)	(13.899)	(13.745)	(816)	(729)	(630)	(516)

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Net işletme sermayesi gün sayıları

Gün	MY11	MY12	MY13	MY14- MY18
Ticari alacaklar	49	112	150	140-120
Stoklar	8	1	7	7
Ticari borçlar	6	58	52	52

Yukarıdaki tabloda Şirket'in geçmiş döneme ilişkin ve projeksiyon döneminde gerçekleşmesi beklenen tahmini net işletme sermayesi ihtiyacı ve buna bağlı yıllar arası değişim tutarları sunulmuştur.

Şirket'in operasyonlarını etkin bir şekilde sürdürebilmesi için gerekli olan işletme sermayesi ihtiyacı analiz edilmiştir. Şirket'in net işletme sermayesi ihtiyacı geçmiş dönemde gerçekleşen işletme sermayesi gün sayıları göz önünde bulundurularak tahmin edilmiştir. Ticari alacaklara ilişkin tahmin yapılırken KDV dahil net satışlar dikkate alınmıştır.

Buna göre projeksiyon döneminde net işletme sermayesi seviyesi belirlenirken ticari alacaklar için 2013'te 150 gün, 2014'te 140 gün ve sonra her sene 5 gün daralma; stoklar için 2013'teki 7 gün ve ticari borçlar için de 52 gün seviyeleri öngörülmüştür.

Devam eden değer

Şirketin devam eden dönemde sabit %6 büyüme oranını koruyacağı tahmin edilmiştir. Buna göre hesaplanan serbest nakit akımı 6,4m TL olarak tahmin edilmiştir.

Devam eden değer (DED)

('000 TL)	DED
(1) Satış gelirleri	191.423
Değişim (%)	%6,0
Satışların maliyeti	(176.109)
Brüt kar	15.314
Brüt kar marjı (%)	%8,0
(2) Satış pazarlama giderleri	(1.487)
Genel yönetim giderleri	(1.670)
FAVÖK	12.158
FAVÖK marjı (%)	%6,4
(3) Amortisman	(134)
FVÖK	12.023
(4) Vergi ve yasal yükümlülük karşılığı	(2.405)
(3) Amortisman	134
Operasyonel nakit akımı	9.753
(5) NİS'teki değişim	(3.197)
(3) Yatırım harcamaları	(134)
Serbest nakit akımı	6.422

(1) Şirket'in projeksiyon döneminden sonraki devam eden dönemde reel büyüme olmayacağı varsayımı altında, uzun vadeli enflasyon tahminine paralel yıllık %6 büyüme göstereceği tahmin edilmiştir. Bu dönemde brüt kar marjı ve FAVÖK marjının değişmeyerek 2018 dönemi ile aynı kalacağı varsayılmıştır.

(2) Şirket'in projeksiyon döneminden sonraki devam eden dönemde faaliyet giderlerinin yıllık sabit %6 büyüme göstereceği tahmin edilmiştir.

(3) Şirket'in yatırım gerektirmeyen bir organizasyon olması nedeniyle yatırım harcamalarının devam eden dönemde amortisman harcamaları kadar olacağı tahmin edilmiştir.

(4) Şirket'in uzun vadede karlı olarak faaliyetine devam edeceği, dolayısıyla yıllık %20 oranında kurumlar vergisi ödeyeceği öngörülmüştür.

(5) Net işletme sermayesindeki değişim, projeksiyon dönemi sonunda net işletme sermayesinin net satışlara oranının %29,5 olarak sabit kalacağı varsayımıyla hesaplanmıştır.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Serbest nakit akımları

30 Eylül 2013 itibariyle projeksiyon dönemi boyunca gerçekleşmesi beklenen serbest nakit akımlarının %13 oranında AOSM ile indirgenmesi, mevcut net borcun çıkarılması ve operasyonel olmayan sabit kıymetlerin ilave edilmesiyle Çelik İplik'in hisse değeri **48,6m TL** olarak tahmin edilmiştir.

Serbest nakit akımları

('000 TL)	S3A13	MY14	MY15	MY16	MY17	MY18	DED
Satış gelirleri	16.627	142.822	151.449	160.598	170.300	180.588	191.423
Değişim (%)	%0,0	%49,6	%6,0	%6,0	%6,0	%6,0	%6,0
Satışların maliyeti	(14.616)	(131.396)	(139.333)	(147.751)	(156.676)	(166.141)	(176.109)
Brüt kar	2.010	11.426	12.116	12.848	13.624	14.447	15.314
Brüt kar marjı (%)	%12,1	%8,0	%8,0	%8,0	%8,0	%8,0	%8,0
Satış pazarlama giderleri	(129)	(1.109)	(1.176)	(1.247)	(1.323)	(1.403)	(1.487)
Genel yönetim giderleri	(279)	(1.246)	(1.321)	(1.401)	(1.485)	(1.575)	(1.670)
FAVÖK	1.602	9.071	9.619	10.200	10.816	11.470	12.158
FAVÖK marjı (%)	%9,6	%6,4	%6,4	%6,4	%6,4	%6,4	%6,4
Amortisman	(15)	(67)	(54)	(50)	(62)	(64)	(134)
FVÖK	1.588	9.004	9.565	10.150	10.754	11.406	12.023
Vergi ve yasal yükümlülük karşılığı	(318)	(1.801)	(1.913)	(2.030)	(2.151)	(2.281)	(2.405)
Amortisman	15	67	54	50	62	64	134
Operasyonel nakit akımı	1.285	7.270	7.706	8.170	8.665	9.188	9.753
NİS'teki değişim	2.379	(13.745)	(816)	(729)	(630)	(516)	(3.197)
Yatırım harcamaları	(50)	(100)	(106)	(113)	(120)	(127)	(134)
Serbest nakit akımı	3.614	(6.575)	6.784	7.328	7.916	8.546	6.422
Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti	%13,0	%13,0	%13,0	%13,0	%13,0	%13,0	%13,0
Kısmi dönem etkisi	0,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00
Dönem ortası etkisi	0,13	0,75	1,75	2,75	3,75	4,75	4,75
İndirgeme faktörü	0,98	0,91	0,81	0,71	0,63	0,56	0,56
İndirgenmiş serbest nakit akımı	3.559	(5.999)	5.478	5.236	5.006	4.782	51.342

('000 TL)	30.09.2013
İnd. nakit akımları (S3A13-MY18)	18.062
Devam eden değer (2018 sonrası)	51.342
Şirket değeri	69.404
Net borçluluk	(27.002)
Operasyonel olmayan varlıklar	6.176
Hisse değeri	48.577

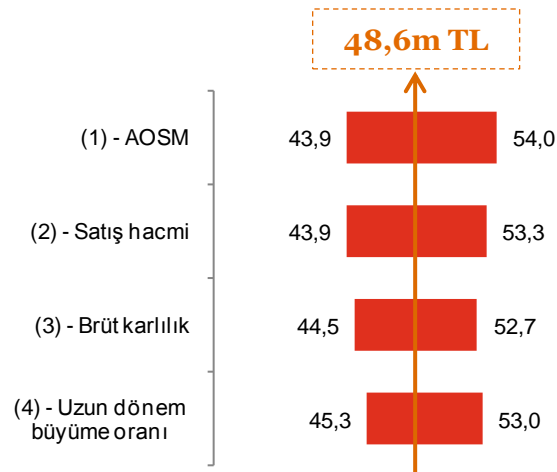
Projeksiyon dönemi boyunca gerçekleşmesi beklenen serbest nakit akımları %13 oranında AOSM ile 30 Eylül 2013 tarihine indirgenmiştir. Buna göre Çelik İplik'in şirket değeri yaklaşık 69,4 m TL olarak tahmin edilmiştir. Değerleme tarihi itibariyle mevcut bulunan net borcun düşülmesi ve operasyonel olmayan sabit kıymetlerin ilave edilmesi ile hisse değeri **48,6 m TL** olarak tahmin edilmiştir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Duyarlılık analizi

Duyarlılık analizi sonucunda Gelir Yaklaşımı kapsamında Çelik İplik'in hisse değer aralığı **43,9m TL** ile **54,0m TL** arasında tahmin edilmiştir.

Hisse değer aralığı (m TL) – Duyarlılık analizi



Kaynak: PwC Analizi

İndirgenmiş nakit akımları yöntemi kapsamında önemli parametrelerin hisse değeri üzerindeki etkileri bu parametrelerin projeksiyon dönemi boyunca temel senaryo altında aldıkları değere göre aşağıda belirtilen aralıklarda farklılaşmasını esas alan duyarlılık analizi ile incelenmiş ve sonuçları yandaki grafikte sunulmuştur.

- (1) Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin baz duruma göre 50 baz puan daha düşük veya yüksek olarak gerçekleşmesi;
- (2) Satış hacminin yıllar itibariyle baz duruma göre %10 daha düşük veya yüksek olarak gerçekleşmesi;
- (3) Brüt kar marjının baz duruma göre 25 baz puan daha düşük veya yüksek olarak gerçekleşmesi;
- (4) Uzun dönem büyüme oranının baz duruma göre 100 baz puan daha düşük veya yüksek olarak gerçekleşmesi.

Uygulanan duyarlılık analizi sonucu Çelik İplik'in hisse değeri **43,9m TL** ile **54,0m TL** arasında değişmektedir.

Piyasa Yaklaşımı

Piyasa Yaklaşımı

Piyasa Yaklaşımı

- Piyasa Yaklaşımının 3 ana adımı bulunmaktadır:
 - Uygun finansal ve operasyonel parametrelerin belirlenmesi,
 - Uygun değerlendirme çarpanlarıyla ilgili yaklaşık değer tahmin edilmesi,
 - Şirket değerine ulaşmak için finansal ve operasyonel parametrelere çarpanların uygulanması.

Uygun Operasyonel Parametrelerin Belirlenmesi

- FAVÖK çarpanının tekstil sektörü içerisinde şirket ve hisse değerinin belirlenmesinde kullanılacak en uygun parametre olduğu düşünülmektedir.
- Bu analiz için sürdürülebilir FAVÖK seviyesinin ve marjının belirlenmesi gerekmektedir. Sürdürülebilir seviye, Çelik İplik'in gelecekteki karlarının altında ve üstünde dalgalanacağı normalize bir baz olarak tanımlanmaktadır. Sürdürülebilir baz olağandışı değişikliklere göre düzeltilmektedir.
- Sürdürülebilir seviye belirlenirken Şirket'in geçmiş performansı dikkate alınmakta ve Şirket yönetimi tarafından sağlanan projeksiyonlar kullanılmaktadır.

Çarpanların Uygulanması

- Piyasa Yaklaşımı kapsamında İplik Üretimi ve Tekstil Sektörü'nde karşılaştırılabilir işlemler ve karşılaştırılabilir şirketler analizi uygulanırken, gerçekleşen işlemler ile Türkiye'de faaliyet gösteren karşılaştırılabilir şirketlerin ŞD/FAVÖK çarpanları incelenmiştir.

- Çarpanların hesaplamasında, karşılaştırılabilir şirketlerin değerlendirme tarihi itibarıyla geçmişe dönük son 5 yıllık gerçekleşmiş verilerinden faydalanılmıştır.
- Halka açık şirket bilgileri değerlendirilirken, karşılaştırılabilirlik kriterinin belirlenmesinde örnekleme grubunun Çelik İplik ile faaliyet alanları ve karlılıkları açısından benzer şirketlerden oluşmasına özen gösterilmiştir.

Sonuç

- Piyasa Yaklaşımı kapsamında Tekstil Sektörü'nde karşılaştırılabilir işlemler ve karşılaştırılabilir şirketler araştırılmış ancak Çelik İplik ile benzer faaliyet ve büyüklüğe sahip uygun şirketlerin yokluğu nedeniyle çarpanlar uygulanamamış, Piyasa Yaklaşımı'ndan bir değer aralığı belirlenememiştir.

Piyasa Yaklaşımı

Beta analizi

Şirket adı	Hisse	Şirket	Net		FAVÖK marjı (%)	ŞD /	ŞD /	Gözlem sayısı	Ort. Borç/			
	Değeri (m TL)	Değeri (m TL)	Satışlar (m TL)	FAVÖK (m TL)		Satışlar (x)	FAVÖK (x)		Sermaye betası	Sermaye oranı	Vergi oranı	Varlık betası
Aksa Akrilik	1.580	1.834	1.651	224	%13,6	1,1	8,2	60	0,86	%43,5	%20,0	0,64
Sasa Polyester	195	440	1.058	22	%2,1	0,4	20,1	60	0,99	%87,8	%20,0	0,58
Bossa Ticaret Ve Sanayi İşletmeleri	184	290	359	36	%10,1	0,8	8,0	60	0,21	%45,0	%20,0	0,15
Vakko	165	211	295	14	%4,9	0,7	14,6	60	0,95	%35,4	%20,0	0,74
Akin Tekstil	155	192	109	(20)	-%18,7	1,8	(9,4)	60	1,02	%15,8	%20,0	0,90
Sonmez Pamuklu Sanayi	166	189	24	5	%20,2	8,0	39,5	60	1,04	%0,3	%20,0	1,04
Sanko Pazarlama	135	126	629	0	%0,0	0,2	560,1	60	0,79	%4,1	%20,0	0,76
Arsan Tekstil Ticaret ve Sanayi	144	177	115	10	%8,4	1,5	18,2	60	1,00	%80,3	%20,0	0,61
Yunsa Yunlu Sanayi	155	268	253	25	%9,7	1,1	10,9	60	0,63	%101,7	%20,0	0,35
Menderes Tekstil	117	242	440	28	%6,3	0,5	8,7	60	0,86	%73,6	%20,0	0,54
Soktas Tekstil	107	323	197	(9)	-%4,6	1,6	(35,4)	60	0,74	%174,6	%20,0	0,31
Karsu Tekstil	31	80	104	3	%2,5	0,8	30,1	60	0,69	%89,8	%20,0	0,40
Bisas Tekstil	16	18	12	1	%9,9	1,5	14,9	60	1,38	%21,5	%20,0	1,18
Birlik Mensucat	13	23	11	(1)	-%10,3	2,1	(20,1)	60	1,00	%163,4	%20,0	0,43
Minimum	13	18	11	(20)	-%18,7	0,2	(35)	60	0,21	%0,3	%20,0	0,15
Maksimum	1.580	1.834	1.651	224	%20,2	8,0	560	60	1,38	%174,6	%20,0	1,18
Medyan	150	201	225	7	%5,6	1,1	13	60	0,91	%59,3	%20,0	0,60
Ortalama	226	315	376	24	%3,9	1,6	48	60	0,87	%66,9	%20,0	0,62
PwC Analizi	-	-	-	-	-	-	-	-	0,79	%40,0	%20,0	0,60

Kaynak: Bloomberg, PwC Analizi

İplik sektöründe faaliyet gösteren Çelik İplik ile benzerlik gösteren şirketlerin 30 Eylül 2013 itibariyle son 5 yıllık verileri dikkate alınmıştır. Şirket seçiminde hazır giyim konfeksiyon faaliyetinde bulunmayan, perakendecilik yapmayan ve mümkün olduğunca Şirket'le benzer FAVÖK marjına ve operasyonel faaliyete sahip şirketlerin verilerinden yararlanılmıştır.

Karşılaştırılabilir şirketler analizinin sonucunda Şirket'in ortalama borç / sermaye oranı yaklaşık **%40** ve varlık betası **0,60** olarak tahmin edilmiştir.

Karşılaştırılabilir şirketler özet bilgileri (1/4)



Aksa Akrilik Kimya Sanayi A.Ş.

Faaliyet Konusu	Akrilik esaslı tow, tops ve elyaf üretimi
FAVÖK	224 m TL
Şirket Değeri	1.834 m TL

1968'de kurulmuş olup, Akkök Şirketler Grubu'na bağlı olan şirket 2012 yılında global akrilik elyaf pazarının %14'ünü oluşturmuştur. Şirketin 308.000 ton/yıl üretim kapasitesi bulunmaktadır.



Sasa Polyester Sanayi A.Ş.

Faaliyet Konusu	Polyester elyaf, filament, polyester bazlı polimerler üretimi
FAVÖK	21,9 m TL
Şirket Değeri	440 m TL

1966'da kurulan şirket 2000 yılında Dupont ile joint venture ortaklığı kurmuştur. 2011 yılında Sabancı Holding tarafından satın alınmıştır. Şirketin 280.000 ton/yıl üretim kapasitesi bulunmaktadır.



Söktaş Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Faaliyet Konusu	Pamuklu, pamuk karışimli kumaş tasarımı ve üretimi
FAVÖK	-9,1 m TL
Şirket Değeri	323 m TL

1971 yılında kurulan şirket IFC ile bir ortaklık oluşturarak 2008 yılından itibaren Hindistan'da üretim gerçekleştirmeye başlamıştır. Şirketin 14 milyon metre/yıl üretim kapasitesi bulunmaktadır.




Bossas Ticaret Ve Sanayi İşletmeleri T.A.Ş.

Faaliyet Konusu	Dış giyim, denim, spor giyim ve gömlek üretimi
FAVÖK	36,2 m TL
Şirket Değeri	290 m TL

1951 yılında kurulan şirketin üç üretim tesisinde 84,5 milyon metre/yıl üretim kapasitesi bulunmaktadır. Şirket cirosunun yarısından fazlasını İtalya, ABD, Almanya ve İspanya başta olmak üzere ülkelerden elde edilen ihracat gelirleri oluşturmaktadır.

Kaynak: Bloomberg, Şirket Yönetimi

Karşılaştırılabilir şirketler özet bilgileri(2/4)

	<p>Yünsa Yünlü Sanayi ve Ticaret A.Ş.</p> <table border="1"> <tbody> <tr> <td>Faaliyet Konusu</td> <td>Yünlü kumaş üretimi</td> <td rowspan="3">1973 yılında kurulan şirket Avrupa'nın en büyük yünlü kumaş üreticisidir. Şirketin 3.600 ton/yıl kamgarn iplik, 12.000 ton/yıl kumaş dokuma kapasitesi bulunmaktadır.</td> </tr> <tr> <td>FAVÖK</td> <td>24,7 m TL</td> </tr> <tr> <td>Şirket Değeri</td> <td>268 m TL</td> </tr> </tbody> </table>	Faaliyet Konusu	Yünlü kumaş üretimi	1973 yılında kurulan şirket Avrupa'nın en büyük yünlü kumaş üreticisidir. Şirketin 3.600 ton/yıl kamgarn iplik, 12.000 ton/yıl kumaş dokuma kapasitesi bulunmaktadır.	FAVÖK	24,7 m TL	Şirket Değeri	268 m TL
Faaliyet Konusu	Yünlü kumaş üretimi	1973 yılında kurulan şirket Avrupa'nın en büyük yünlü kumaş üreticisidir. Şirketin 3.600 ton/yıl kamgarn iplik, 12.000 ton/yıl kumaş dokuma kapasitesi bulunmaktadır.						
FAVÖK	24,7 m TL							
Şirket Değeri	268 m TL							
	<p>Menderes Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.</p> <table border="1"> <tbody> <tr> <td>Faaliyet Konusu</td> <td>İplik, dokuma, örgü, baskı-boya, astar-tela, konfeksiyon üretimi</td> <td rowspan="3">1958 yılında kurulan şirketin 7 üretim tesisinde 37 milyon ürün/yıl üretim kapasitesi bulunmaktadır. Şirketin ayrıca tekstil pazarlama, enerji üretimi, araç muayene ve seracılık gibi şirketleri içeren iştirakleri bulunmaktadır.</td> </tr> <tr> <td>FAVÖK</td> <td>27,8 m TL</td> </tr> <tr> <td>Şirket Değeri</td> <td>242 m TL</td> </tr> </tbody> </table>	Faaliyet Konusu	İplik, dokuma, örgü, baskı-boya, astar-tela, konfeksiyon üretimi	1958 yılında kurulan şirketin 7 üretim tesisinde 37 milyon ürün/yıl üretim kapasitesi bulunmaktadır. Şirketin ayrıca tekstil pazarlama, enerji üretimi, araç muayene ve seracılık gibi şirketleri içeren iştirakleri bulunmaktadır.	FAVÖK	27,8 m TL	Şirket Değeri	242 m TL
Faaliyet Konusu	İplik, dokuma, örgü, baskı-boya, astar-tela, konfeksiyon üretimi	1958 yılında kurulan şirketin 7 üretim tesisinde 37 milyon ürün/yıl üretim kapasitesi bulunmaktadır. Şirketin ayrıca tekstil pazarlama, enerji üretimi, araç muayene ve seracılık gibi şirketleri içeren iştirakleri bulunmaktadır.						
FAVÖK	27,8 m TL							
Şirket Değeri	242 m TL							
	<p>Vakko Tekstil ve Hazır Giyim Sanayi İşletmeleri A.Ş.</p> <table border="1"> <tbody> <tr> <td>Faaliyet Konusu</td> <td>İpek, pamuk, yünden üretilen eşarp, kravat, gömlek vs. üretimi</td> <td rowspan="3">1934 yılında kurulan şirketin 13 ana mağazasının yanı sıra 3'ü yurtdışında olmak üzere toplam 35 butik mağazası bulunmaktadır. Şirket'in ayrıca W ve Vakkorama isimleri altında daha düşük gelirli segmente yönelik olan markaları bulunmaktadır.</td> </tr> <tr> <td>FAVÖK</td> <td>14,5 m TL</td> </tr> <tr> <td>Şirket Değeri</td> <td>211 m TL</td> </tr> </tbody> </table>	Faaliyet Konusu	İpek, pamuk, yünden üretilen eşarp, kravat, gömlek vs. üretimi	1934 yılında kurulan şirketin 13 ana mağazasının yanı sıra 3'ü yurtdışında olmak üzere toplam 35 butik mağazası bulunmaktadır. Şirket'in ayrıca W ve Vakkorama isimleri altında daha düşük gelirli segmente yönelik olan markaları bulunmaktadır.	FAVÖK	14,5 m TL	Şirket Değeri	211 m TL
Faaliyet Konusu	İpek, pamuk, yünden üretilen eşarp, kravat, gömlek vs. üretimi	1934 yılında kurulan şirketin 13 ana mağazasının yanı sıra 3'ü yurtdışında olmak üzere toplam 35 butik mağazası bulunmaktadır. Şirket'in ayrıca W ve Vakkorama isimleri altında daha düşük gelirli segmente yönelik olan markaları bulunmaktadır.						
FAVÖK	14,5 m TL							
Şirket Değeri	211 m TL							
	<p>Akın Tekstil A.Ş.</p> <table border="1"> <tbody> <tr> <td>Faaliyet Konusu</td> <td>İplik, dokuma, boya-terbiye üretimi</td> <td rowspan="3">1956 yılında kurulan şirketin başlıca ürünleri arasında kumaş, konfeksiyon ve teknik tekstil yer almaktadır. Şirketin konfeksiyon bölümünde 2 milyon adet/yıl, kumaş bölümünde 8,7 milyon m/yıl üretim kapasitesi bulunmaktadır.</td> </tr> <tr> <td>FAVÖK</td> <td>-20,5 m TL</td> </tr> <tr> <td>Şirket Değeri</td> <td>192 m TL</td> </tr> </tbody> </table>	Faaliyet Konusu	İplik, dokuma, boya-terbiye üretimi	1956 yılında kurulan şirketin başlıca ürünleri arasında kumaş, konfeksiyon ve teknik tekstil yer almaktadır. Şirketin konfeksiyon bölümünde 2 milyon adet/yıl, kumaş bölümünde 8,7 milyon m/yıl üretim kapasitesi bulunmaktadır.	FAVÖK	-20,5 m TL	Şirket Değeri	192 m TL
Faaliyet Konusu	İplik, dokuma, boya-terbiye üretimi	1956 yılında kurulan şirketin başlıca ürünleri arasında kumaş, konfeksiyon ve teknik tekstil yer almaktadır. Şirketin konfeksiyon bölümünde 2 milyon adet/yıl, kumaş bölümünde 8,7 milyon m/yıl üretim kapasitesi bulunmaktadır.						
FAVÖK	-20,5 m TL							
Şirket Değeri	192 m TL							



Kaynak: Bloomberg, Şirket Yönetimi

Karşılaştırılabilir şirketler özet bilgiler (3/4)

 <p>SÖNMEZ HOLDİNG</p>	<p>Sönmez Pamuklu Sanayi A.Ş.</p> <table border="1"> <tbody> <tr> <td>Faaliyet Konusu</td> <td>Pamuk ipliği üretimi</td> <td rowspan="4">1981 yılında kurulan şirket Sönmez Endüstri Holding bünyesinde bulunmaktadır. Şirketin 23.760 iş kapasiteli üretim tesisi bulunmaktadır.</td> </tr> <tr> <td>FAVÖK</td> <td>4,8 m TL</td> </tr> <tr> <td>Şirket Değeri</td> <td>189 m TL</td> </tr> </tbody> </table>	Faaliyet Konusu	Pamuk ipliği üretimi	1981 yılında kurulan şirket Sönmez Endüstri Holding bünyesinde bulunmaktadır. Şirketin 23.760 iş kapasiteli üretim tesisi bulunmaktadır.	FAVÖK	4,8 m TL	Şirket Değeri	189 m TL
Faaliyet Konusu	Pamuk ipliği üretimi	1981 yılında kurulan şirket Sönmez Endüstri Holding bünyesinde bulunmaktadır. Şirketin 23.760 iş kapasiteli üretim tesisi bulunmaktadır.						
FAVÖK	4,8 m TL							
Şirket Değeri	189 m TL							
 <p>SANKO Pazarlama</p>	<p>Sanko Pazarlama İthalat İhracat A.Ş.</p> <table border="1"> <tbody> <tr> <td>Faaliyet Konusu</td> <td>Pamuk ipliği, boyalı-baskılı ve denim kumaş pazarlama</td> <td rowspan="3">1992 yılında kurulan şirket Sanko Grubu bünyesindeki şirketlerin ve fabrikaların tekstil ürünlerini iç ve dış piyasalara pazarlamaktadır.</td> </tr> <tr> <td>FAVÖK</td> <td>0,2 m TL</td> </tr> <tr> <td>Şirket Değeri</td> <td>126 m TL</td> </tr> </tbody> </table>		Faaliyet Konusu	Pamuk ipliği, boyalı-baskılı ve denim kumaş pazarlama	1992 yılında kurulan şirket Sanko Grubu bünyesindeki şirketlerin ve fabrikaların tekstil ürünlerini iç ve dış piyasalara pazarlamaktadır.	FAVÖK	0,2 m TL	Şirket Değeri
Faaliyet Konusu	Pamuk ipliği, boyalı-baskılı ve denim kumaş pazarlama	1992 yılında kurulan şirket Sanko Grubu bünyesindeki şirketlerin ve fabrikaların tekstil ürünlerini iç ve dış piyasalara pazarlamaktadır.						
FAVÖK	0,2 m TL							
Şirket Değeri	126 m TL							
 <p>ARŞAN</p>	<p>Arşan Tekstil Ticaret ve Sanayi A.Ş.</p> <table border="1"> <tbody> <tr> <td>Faaliyet Konusu</td> <td>Open end, karde ve penye iplik üretimi</td> <td rowspan="3">Şirket, 1986 yılında kurulmuş olup Arşan Dokuma Boya Sanayi ve Tic A.Ş.'nin de kurucusu olan ve Pamuk ipliği, boyalı-aprelî örme kumaş, gömleklî kumaş üretimi gerçekleştiren Arşan Tekstil Grubu bünyesinde bulunmaktadır.</td> </tr> <tr> <td>FAVÖK</td> <td>9,7 m TL</td> </tr> <tr> <td>Şirket Değeri</td> <td>177 m TL</td> </tr> </tbody> </table>	Faaliyet Konusu	Open end, karde ve penye iplik üretimi	Şirket, 1986 yılında kurulmuş olup Arşan Dokuma Boya Sanayi ve Tic A.Ş.'nin de kurucusu olan ve Pamuk ipliği, boyalı-aprelî örme kumaş, gömleklî kumaş üretimi gerçekleştiren Arşan Tekstil Grubu bünyesinde bulunmaktadır.	FAVÖK	9,7 m TL	Şirket Değeri	177 m TL
Faaliyet Konusu	Open end, karde ve penye iplik üretimi	Şirket, 1986 yılında kurulmuş olup Arşan Dokuma Boya Sanayi ve Tic A.Ş.'nin de kurucusu olan ve Pamuk ipliği, boyalı-aprelî örme kumaş, gömleklî kumaş üretimi gerçekleştiren Arşan Tekstil Grubu bünyesinde bulunmaktadır.						
FAVÖK	9,7 m TL							
Şirket Değeri	177 m TL							
 <p>BİSAŞ TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.</p>	<p>Bisaş Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.</p> <table border="1"> <tbody> <tr> <td>Faaliyet Konusu</td> <td>Tekstil boya ile terbiye üretim ve ticareti</td> <td rowspan="3">1976 yılında kurulan şirket günlük 60.000 m kapasitesiyle fason olarak üretim gerçekleştirmektedir.</td> </tr> <tr> <td>FAVÖK</td> <td>1,2 m TL</td> </tr> <tr> <td>Şirket Değeri</td> <td>18 m TL</td> </tr> </tbody> </table>	Faaliyet Konusu	Tekstil boya ile terbiye üretim ve ticareti	1976 yılında kurulan şirket günlük 60.000 m kapasitesiyle fason olarak üretim gerçekleştirmektedir.	FAVÖK	1,2 m TL	Şirket Değeri	18 m TL
Faaliyet Konusu	Tekstil boya ile terbiye üretim ve ticareti	1976 yılında kurulan şirket günlük 60.000 m kapasitesiyle fason olarak üretim gerçekleştirmektedir.						
FAVÖK	1,2 m TL							
Şirket Değeri	18 m TL							

Kaynak: Bloomberg, Şirket Yönetimi

Karşılaştırılabilir şirketler özet bilgileri(4/4)

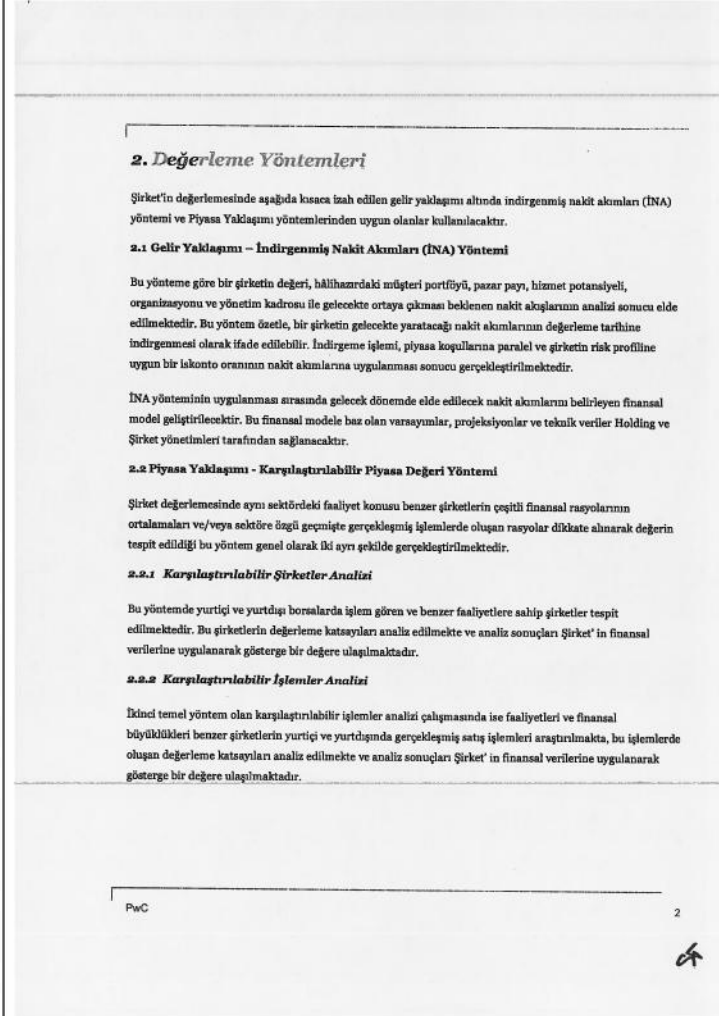
Birlik Mensucat A.Ş.			
	Faaliyet Konusu	Havlu-bornoz, ev tekstili, perde, yatak ve baza takımları üretimi	<p>1953 yılında pamuk ipliği üretimiyle faaliyetlerine başlamıştır. Geliştirdiği başlıca markalar arasında Soley ve Denimo gösterilebilir. Şirket ayrıca gabardin kumaş ve poplin üretimi de gerçekleştirmektedir.</p>
	FAVÖK	-1,1 m TL	
	Şirket Değeri	23 m TL	
Karsu Tekstil Sanayii Ticaret A.Ş.			
	Faaliyet Konusu	Ring, open-end, compact, sire, airjet, core-spun iplik üretimi	<p>1970 yılında faaliyetlerine başlayan şirketin 115.000 iğ üretim kapasitesi bulunmaktadır. Şirket ana faaliyet alanı olan iplik üretiminin dışında boyalı, katlı örgü ve örgü kumaş üretimi de gerçekleştirmektedir.</p>
	FAVÖK	2,6 m TL	
	Şirket Değeri	80 m TL	

Kaynak: Bloomberg, Şirket Yönetimi

Ekler

Ekler	48
1 Sözleşme	49
2 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	55
3 Değerleme Yöntemleri	56
4 Bilgi Kaynakları	57

Sözleşme (1/6)



Sözleşme (2/6)

3. Yönetimce Sağlanan Bilgilerin Doğruluğu

Değerleme çalışması sırasında, Holding ve Şirket yönetimleri tarafından sağlanan, değerlendirme tarihine kadar olan süreyi kapsayan mali tablolar, tahmini finansal veriler ve projeksiyonlar ile çalışılacaktır. Bu finansal bilgilere itimat edilmesi ve bu bilgilerin kullanılması görüşümüzün bir ifadesi olarak algılanmamaktadır. Dolayısıyla değerlememizde kullandığımız veri olarak kabul ettiğimiz finansal bilgilerde sonradan ortaya çıkacak eksiklikler dolayısıyla sorumluluk kabul etmemiz beklenmemelidir.

Değerleme çalışması sırasında kullanılacak projeksiyonların sorumluluğu tamamen Holding ve Şirket yönetimine aittir. Bu kapsamda PwC, çalışmada kullanılan projeksiyonların geçerliliği veya gerçekleştirilebilirliği konusunda herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir.

4. Çalışma Planı ve Süresi

Çalışmamız tarafınızla görüşülerek uygun görülen bir tarihte başlayacaktır. Raporumuz bilgilerin zamanında gelmesine bağlı olarak çalışmamızın başlangıcından itibaren 2-3 hafta içerisinde teslim edilecektir.

Çalışmaya başlamadan önce Holding ve Şirket yönetimine ihtiyaç duyacağımız bilgilerin bir dokümanı gönderilerek gerekli hazırlıkların yapılması sağlanacaktır. Yukarıda belirtilen zaman planı doğrultusunda çalışmanın yapılabilmesi gerekli bilgilerin Holding ve Şirket yönetimlerince sağlanmasına bağlıdır.

Raporumuz Holding ve Şirket yönetimleri için hazırlanacak ve yazılı iznim olmadan yasal kurumlar (Maliye Bakanlığı, mahkemeler ve bilirkişiler, vb.) ile düzenleyici otoriteler (Sermaye Piyasası Kurulu) dışında kalan üçüncü şahıslar tarafından kullanılmayacaktır. Hangi amaçla olursa olsun raporun kullanımı PwC'nin ancak yazılı rızası ile mümkündür.

5. Proje Ekibi

Projenin sorumlu ortak Serkan Tarmur'dur. Kendisine proje sırasında Değerleme Hizmetleri bölümünde direktör Serkan Aslan yardımcı olacaktır. Serkan Aslan, değerlendirme sırasında saha çalışmasını yapacak uzman ekibi yönetecektir.

PwC

3

6. Proje Ücreti

7. Sorumluluğun Sınırlaması

PwC bu yazda sözü edilen hizmetleri ifa etmekte gerekli dikkat ve özeni gösterecektir. PwC, sözleşmenin kendisi tarafından ihlal edilmesi veya bu mektup ve sözleşmede belirtilen hizmetlerdeki kusuru nedeniyle meydana gelen tüm zararları ödemeyi kabul eder. Ancak PwC şirketinin, ortaklarının ya da çalışanlarının sorumluluğu hiçbir şekilde PwC'ye ödenecek ücreti geçmeyecektir.

Bununla beraber, PwC hiçbir şekilde şirket müdürlerinin, çalışanlarının yanlış, aldatıcı beyan ve davranışları nedeniyle oluşacak zarar, ziyan veya masraftan sorumlu olmayacaktır.

8. Danışmanlık Sözleşmesi Hüküm ve Şartları ("Hüküm ve Şartlar")

Sözleşmeye ek teşkil edecek Hüküm ve Şartlar, verilecek hizmetlerin gerektirdiği hususlara bağlı olarak her iki tarafın karşılıklı görev ve sorumluluklarını belirtmektedir. Hüküm ve Şartlar, belirli koşullarda sorumluluk kabul etmeyeceğimizi ve diğer koşullar altında da sözleşmeden ya da başka nedenlerle doğabilecek toplam sorumluluğumuzun hizmetler için sizin tarafınızdan ödenen ücret tutarı ile sınırlı olduğunu belirtmektedir.

9. Gizlilik ve Bağımsızlık

PwC Türkiye olarak mesleğimizin ve firmamızın ahlaki kurallarına tam anlamıyla bağlıyız. Çalışmamızın her safhasında PwC çalışanları olarak gizlilik esasına uygun davranacağımızı ve bize verilen bilgiler konusunda gizliliğin muhafaza edilceğini taahhüt ederiz.

PwC

4

Sözleşme (4/6)

Aşağıda, ilglikte sunulan Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi'nde belirtilen Hizmetlerin yerine getirilmesine uygulanacak hüküm ve şartlar ("Danışmanlık Sözleşmesi'nin Hüküm ve Şartları") yer almaktadır. Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi ile Danışmanlık Sözleşmesi'nin Hüküm ve Şartları bir bütün halinde "Sözleşme" veya "Kontrat" olarak anılacaktır. Kontrat, hizmetlerimizle ilgili karşılıklı olarak yaptığımız anlaşmanın bütünüdür temad eder ve daha önce verilmiş tekliflerin, yazışmalar aracılığıyla varılan anlaşmaların ve/veya yazılı veya sözlü olarak kurulmuş olan diğer tüm iletişimin yerine geçer. Kontrat metni dahilinde yer alan başlıklar okuma kolaylığı sağlamak amacıyla konulmuş olup Kontrat'ın bir parçasını teşkil etmezler.

1. Rapor ve tavsiyeler

1.1 Taslak raporların bağlayıcılığı: Tarafımıza sözlü ya da yazılı olarak sunulan taslak raporlar, sonuç bildirimleri ve tavsiyelerin ek çalışma, düzeltme ve diğer müdahalelere tabi olabileceği, dolayısı ile söz konusu taslakların nihai rapor ve tavsiyelerden esas bakımından farklılıklar gösterebileceği ve bunların bizim bakımımızdan bağlayıcı metin ve ifadeler olmadığı tarafımızdan peşinen kabul edilmiştir.

1.2 Rapor ve tavsiyelerin kullanım yeri ve amacı: Tarafımızca oluşturulan raporlar ve tavsiyeler yalnız sizin tarafımızdan kullanılmak ve yararlanılmak üzere ve yalnızca hizmetlerin verilme amacına uygun kullanım için sunulmaktadır. Yasalar aksini gerektirmediği müddetçe, raporumuz, Şirket çalışanları, yöneticileri, denetçileri ve profesyonel danışmanları haricinde 3. kişilere verildiği takdirde, Şirket, raporun verildiği tarih ve kişi/kurum hakkında PwC'ye yazılı bildirimde bulunacaktır. Bildirim yapılmış olsun veya olmasın, rapor ve tavsiyelerimizin 3. kişilere açıklanması ya da erişimlerine sunulması halinde, bu kişilere karşı hiç bir şekilde sorumluluğumuz bulunmamaktadır.

2. Yasal ve idari gerekler

2.1 Taraflar hukuka uygun ve geçerli bir sözleşme yapabilmek için gerekli yetkilere sahip olduklarını ve gerekli tüm izin, onay ve rızaları almış olduklarını taahhüt ve teyit etmektedirler.

3. Ücretlendirme ve ek hizmetler

3.1 Ücret tespiti: Ücretimiz Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi'nde belirtilen şekilde faturalandırılacaktır.

3.2 Hizmetlerde yapılacak değişiklikler: Hizmetlerde değişiklik teklifi her iki tarafa da yapılabilir. Ek hizmetler için gerekli zamanın verilmesi ve belirleneceğimiz makul ek ücretin ödenmesi karşılığında hizmet sözleşmesiyle ilgili hususları sizlerle birlikte gözden geçirip değişiklik yapmayı kabul etmekteyiz. Kontrat'ın herhangi bir maddesinde, ücretlerimizde, hizmetlerimizin kapsamında veya öngörülen sürelerde yapılacak değişiklikler, yine bu Danışmanlık Sözleşmesinin hüküm ve şartlarının uygulanacağı ayrı bir Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi'nde yer alacak ve Kontrat'ın bir parçası olacaktır.

PwC

1

3.3 Ücretin ödemesi: Ücret ve masrafların zamanında ödemesi esastır. Fatura tarihini izleyen 10 gün içerisinde ödememin elimize geçmemesi durumunda diğer tüm haklarımız saklı kalmak kaydıyla borcunuz olan toplam TL tutar üzerinden yıllık %10 oranında faiz uygulaması başlatılacaktır. Fatura tarihi üzerinden 30 gün geçmesine rağmen ödeme yapılmadığı takdirde, aşağıda belirtilen 6.2. maddede uyarınca ücretin tümü ödenecek, verilmekte olan hizmetler durdurulacaktır. Yaptığımız faturalamaya istinaden oluşan borcunuzu itirazınız olması durumunda, itirazınız fatura tarihinden itibaren 10 gün içerisinde tarafımıza yazılı olarak bildirmeniz gerekmektedir. Bu süre içerisinde itirazınızı yazılı olarak tarafımıza bildirmediginiz takdirde bu hakkınızdan feragat etmiş sayılacaksınız.

3.4 Vergi ödemesi: Hizmetlerimizle ilgili tüm ücretler, ilgili vergilere tabi olacaktır.

3.5 Üçüncü şahıslarla ilgili sorumluluğumuz: Söz konusu Danışmanlık Hizmetleri ile ilgili olarak, tarafımızca tahkim edilmiş olsun veya olmasın, tarafımızca Danışmanlık Hizmetleri'nin verilmesinde görevlendirilmiş üçüncü şahısların hizmetlerinin kapsamı ve ücretlerinin sorumluluğu tamamen size aittir. Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi'nde aksine bir hüküm bulunmadığı takdirde, hukuki idari, muhasebe veya vergi ile ilgili konularda uzman görüşü verme veya bu alanlardaki görüş ve önerileri inceleme, özel mali inceleme veya diğer inceleme raporları hazırlama yükümlülüğümüz bulunmamaktadır.

4. Gizlilik

4.1 Sözleşmeyi imzalayan taraflar, diğer tarafın ön yazılı izni olmaksızın, hizmetlerin alımı veya sunulması sırasında edinilen ve gizli olarak nitelendirilebilecek (başlı olarak alındığında üzerinde "gizli" ibaresi olan, diğer şekillerde alınması durumunda yazılı olarak gizli ve özel olduğu belirtilen, veya hangi şekilde olursa olsun, gizli olduğu açıkça belli olan) bilgileri üçüncü şahıs veya kişilere açıklamazlar. Her iki taraf, karşı tarafın verdiği gizli bilgileri yalnızca bu ve taraflarca imzalanan diğer Kontrat'lar kapsamındaki hizmetleri vermek ya da almak amacıyla kullanmayı kabul eder. Söz konusu sınırlamalar aşağıda belirtilen nitelikteki bilgileri kapsamamaktadır:

4.1.1 5. Maddede belirtilen yükümlülüklerin ihlali dışında bir sebep ile kamuya açık hale gelmiş bilgiler,

4.1.2 Hiçbir gizlilik yükümlülüğü bulunmayan üçüncü şahıslardan alınmış bilgiler,

4.1.3 Alıcı tarafından, bağımsız bir şekilde oluşturulan ya da oluşturulmuş olan bilgiler.

4.2 Taraflar, 4.1. maddede belirtilen hususlar saklı kalmak kaydıyla, aşağıdaki durumlarda diğer tarafla ilgili gizli bilgileri açıklama hakkına sahiptirler: a) sigorta şirketine ve hukuk danışmanlarına b) yetkili mahkeme veya idari makamlar tarafından gerekli görüldüğü durumlarda veya kanuni bir hakın, görevin ya da zorunluluğun yerine getirilmesi amacıyla açıklama söz konusu olduğunda, karşı tarafa en az iki iş günü öncesinden yazılı tebligat yapılması - yasa ve uygulama bakımından mümkün ve makul olduğu ölçüde - şartı ile üçüncü kişilere.

4.3 Üstteki maddedeki hususlar saklı kalmak kaydıyla bizler 5. maddede sözü edilen bilgileri diğer PricewaterhouseCoopers tüzel kişiliklerine açıklama ve dahili kalite kontrol çalışmalarında kullanma yetkisine sahip bulunmaktayız. Üstteki maddedeki hususlar saklı kalmak kaydıyla Şirket tüzel kişiliklerine açıklama ve dahili olarak kullanma yetkisine sahiptir.

PwC

2

Sözleşme (5/6)

5. Sözleşme'nin sona ermesi

5.1 Sözleşme'nin 30 gün önceden ihbar verme suretiyle sona ermesi: Sözleşme süresi boyunca taraflar, her ne sebeple olursa olsun, diğer tarafa yazılı olarak gönderecekleri ihbar mektubu ile 30 günlük ihbar süresinin dolmasının ardından Sözleşme'yi sona erdirebilirler. İhbar süresi ihbar mektubunun diğer tarafa gönderildiği tarihte başlar.

5.2 Sözleşme'nin derhal askya alınması: Sözleşme süresi boyunca, aşağıda belirtilen durumlar söz konusu olduğu takdirde, taraflar, derhal karşı tarafa bildirim yapmak suretiyle Sözleşme'de belirtilen görev ve yükümlülüklerinin uygulanmasını askya alabilirler:

5.2.1 Bildirimde bulunan tarafın makul anlayışına göre, Kontrattan doğan borç ve yükümlerinin yerine getirilmesini olumsuz yönde ve somut biçimde etkileyen hallerin varlığı ya da bunların ortaya çıkması durumunda

5.2.2 Taraflardan birinin görev ve yükümlülüklerini yerine getirebilmesi için diğer tarafın Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi'nin imza tarihinden önce ya da sonra kendisine vermesi gereken bilgileri sağlayamaması durumunda

5.2.3 Fatura tarihi üzerinden 45 gün geçmesine rağmen tarafınızca herhangi bir ödeme yapılmaması olması durumunda

5.3 Derhal askya alma işleminin ardından Sözleşme'nin sona erdirilmesi: Taraflar, askya alma tarihinden itibaren 30 gün içerisinde askya alınmaya neden olan durumun düzeltilenmiş olması halinde, karşı tarafa yazılı bildirim yapmak suretiyle Sözleşme'yi sona erdirebilirler.

5.4 Derhal askya alınmanın ardından değişiklik yapılması: Sözleşmenin bizim tarafımızdan yukarıda madde 5.2'ye göre derhal askya alınması halinde, Sözleşme'nin tekrar yürürlüğe girmesi durumunda, Sözleşmenin henüz yerine getirilmemiş kısmı ile ilgili önceden belirlenmiş olan ücretlerde makul değişiklikler yapma konusunda taraflar iyi niyet çerçevesinde görürlür.

5.5 Sözleşmenin sona ermesinin ardından yapılması gerekenler: Sözleşmenin sona ermesiyle birlikte,

5.5.1 Taraflar, karşı tarafın yazılı olarak bildireceği talep ile birbirlerinden aldıkları diğer tarafa ait her türlü evrak ve dokümanları geri vermek zorundadırlar. Ancak bu, Hizmetlerimizle ilgili mesleki kayıtlarımızda kullanılmak üzere adı geçen dokümanların bir kopyasını elimizde tutma hakkına engel teşkil etmez.

5.5.2 Sözleşme'nin sona erme tarihine kadar vermiş olduğumuz hizmetlerin ücretin, masraflarımız ve ayrıca sona erdirme işlemleri ile ilgili her türlü masraf, talebimiz üzerine tarafınıza ödenecektir.

5.6 Sona erme tarihi: Şüpheye yer vermemek açısından, Sözleşme'nin sona erme tarihi, ilgili ihbar süresinin bitiş tarihidir.

5.7 Doğmuş haklar: Sözleşme'nin sona erdirilmesi, tarafların sona erdirilme tarihine kadarki sürede doğmuş olan haklarına halel getirmez.

PwC

3

CK

5.8 Hükümlerin sürekliliği: Sözleşme feshedildikten sonra her iki taraf için de yürürlükte kalmaya devam edecekleri doğrudan ya da dolaylı olarak belirtilmiş olan Sözleşme maddeleri, her iki taraf için de geçerliliğini korur.

6. Sorumluluğun sınırlandırılması

6.1 Sorumluluğumuzun sınırları: Firmamız, Sözleşme'yle ya da Sözleşme'ye yapılan eklemelerle ilgili olarak veya onların sonucunda tarafımıza gerçekleştiren önemli ihmali, Sözleşme'yi ihlal ya da diğer hakusuz fiillerin doğrudan sonucu olarak ortaya çıkan kayıplara karşılık talep edilebilecek (müteakip oluşan zararlar, ekonomik kayıplar, öngörülen ancak elde edilemeyen kazançlar/tasarruflar/diğer faydalar dahil olmak üzere) tazminatın, doğrudan ve sadece bizim tarafımızca neden olunan zararlardan oluşan kısmını karşılamakla yükümlüdür. Her halükarda toplam yükümlülüğümüz, Danışmanlık Hizmeti Sözleşmesi'nde belirtilen tazminat miktarını aşamaz.

6.2 Sorumluluk sınırları ve bilgi iletilmesi: 6.1. maddedeki hususlar saklı kalmak kaydıyla, bize çalışmamız kapsamında bilgi sağlama yükümlülüğünüz ile ilgili olarak ya da bu bilgileri zamanında iletmeme, hiç iletmeme, yanlışlıklarla iletmeme, yanlış beyan verme veya kasıtlı olarak yerine getirmeme sonucunda ortaya çıkacak zarar ya da kayıplardan firmamız hiçbir şekilde sorumlu değildir.

6.3 Hukuki işlemler: Firmamızın sorumlu ortaklarımızın, direktörlerinin, müdürlerinin, personelinin ve diğer çalışanlarının eylem ve ihmalleri neticesinde firmamızın 6.1. maddede açıklanan sorumluluğuna rağmen, söz konusu Kontrat (ve/veya ekleri, değişiklikleri) kapsamında firmamızın sorumlu ortakları, direktörleri, müdürleri, personeli ve diğer çalışanları aleyhine kişisel olarak hiçbir dava veya adli takip işlemleri başlatılmayacağını kabul etmekteyiz.

6.4 Hukuki işlemlerin başlatılması: Sözleşme (ve/veya ekleri, değişiklikleri) kapsamında ortaya çıkabilecek hukuki işlemlerin, iddialarımızdaki sorumluluğumuzu oluşturan hususları fark ettiğiniz tarihten itibaren 1 yıl içerisinde ve sorumluluğumuzu oluşturan olayın gerçekleşme tarihinden itibaren yasalarla öngörülen süreler içerisinde başlatılması gerektiğini kabul etmekteyiz.

7. Üçüncü kişi ya da kurumlara olan sorumluluklarla ilgili tazminat

7.1 Sizin dışınızda bir kurum ya da kişi tarafından aleyhimize yapılan iddialarda Sözleşme'nin kapsamında tarafımızca kasıtlı vaziye suistimali ve ağır ihmaller dışında ki tüm sorumluluk, zarar, tazminat, iddia, talep, makul masraflar, hukuki ücretler ve masraflar, şirket içi yönetim zamanı ve idari maliyetler dahil ancak bunlarla sınırlı olmayan diğer tüm giderler için herhangi bir sorumluluğumuzun olmadığını ve kanunca tanıyan en üst düzeyde tarafımıza kefil olduğumuzu kabul etmekteyiz.

8. Garantiler

8.1 Hizmetlerimiz, hizmetlerimizin tutum edici şekilde sonuçlandırılması ve/veya hizmetlerimiz neticesinde karşılaşılabileceğiniz ekonomik, mali ya da diğer sonuçlar konusunda hiçbir garanti ve/veya teminat vermediğimizi kabul etmekteyiz.

PwC

4

CK

Sözleşme (6/6)

9. Düzenleyici yasalar

9.1 Uygulanabilir yasalar: Bu Kontrat, Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi'nde yer alan ülke/devlet yasalarına yorumlanır ve düzenlenir. Söz konusu ülke/devlet mahkemeleri Kontrat'tan kaynaklanan herhangi bir iddia, tartışma veya ortaya çıkabilecek farklılıklarla ilgili yargı hakkını tek başına elinde bulundurmaz. Taraflar geri dönülemez bir şekilde söz konusu mahkemelerce alınan kararlara, konunun uygun olmayan bir mahkemede görüldüğü veya adı geçen mahkemelerin yargı yetkisinin olmadığını iddia ederek itiraz etme hakkından feragat etmeyi kabul ederler.

9.2 Anlaşmazlıkların çözülmesi: Aramızda çıkabilecek anlaşmazlıklar iyi niyet çerçevesinde taraflar arasında üst düzey görüşmelerle çözülmeye çalışılacaktır. Tarafların iyi niyet çerçevesinde görüşmeleri sonucunda çözüme ulaşılamama durumunda her iki taraf da İstanbul Merkez Mahkemeleri'nin ve Türk Hukuku'nun konunun çözülmesi ile ilgili yargı yetkisini elinde bulunduracağını kabul etmektedir.

10. Personel

10.1 Sözleşme süresi içerisinde ya da Sözleşme'nin sona eriş tarihini takip eden altı ay içerisinde, taraflar, karşı tarafın önceden yazılı izni olmaksızın, doğrudan birbirlerinin çalışanlarına, aracına ya da temsilcisine, hizmet sözleşmesi yapmayı teklif edemez. Sözleşme sırasında ya da Sözleşme'nin bitişini takip eden üç ay içerisinde taraflardan birinin herhangi bir çalışanı, Sözleşme sırasında oluşan tanıyıcılık neticesinde diğer tarafın iş teklifini kabul eder ise, teklifi veren taraf diğerine söz konusu çalışanın altı aylık brüt maaşı ve Sözleşme süresinde ve Sözleşme'nin sona eriş tarihini takip eden altı ay zarfında alacağı parasal ikramiyelerin toplamı tutarında ödeme yapmakla yükümlüdür.

11. Diğer şartlar

11.1 Sözleşme hükümlerinin geçerliliği: Bu Sözleşme hükümlerinden herhangi birinin geçersizliği durumunda o hüküm Sözleşme'den çıkarılır. Sözleşme'nin geri kalan maddeleri bu durumdan etkilenmez. Ancak, bir maddenin çıkarılması Sözleşme'nin ticari niteliğine esaslı olarak tesir ediyor ve/veya değişikliğe neden oluyor ise, taraflar arzu edilen değişiklikleri yapmak amacı ile iyi niyet dahilinde görüşmeler yürütürler.

11.2 Hizmetler için adres: Tarafımıza yapılacak olan bildirimler elden, isadeli taahhütlü mektup ile veya faks aracılığı ile Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi'nde adı belirtilen sorumlu ortağın dikkatine olarak adresimize ulaştırılır. Tarafımıza yapılacak olan bildirimler ise en son bildirmiş olduğumuz adrese iletilir. Tüm bildirimlerin, normal koşullar altında taraflara ulaşımının gerçekleştirileceği tarihte ulaştığı kabul edilir.

11.3 Hukukun yapılması zorunlu eylemler: Sözleşme'deki hiçbir hüküm, yasalar tarafından getirilen zorunlu eylemleri yerine getirmemiz, talepleri karşılamamız veya ilgili meslekli organların ve devlet kuruluşlarının düzenlemelerine uymamızı engellemez.

PwC

5

11.4 Mücbir sebep: Taraflar, elde olmayan sebeplerden dolayı yükümlülüklerini yerine getirememeleri ya da gecikmeli olarak yerine getirmeleri durumunda birbirlerine karşı sorumlu değildirler. Söz konusu sebepler, taraflardan birinin görev ve yükümlülüklerini yerine getirmesini 60 günden daha uzun bir süre boyunca engeller ise, taraflar yapılması gereken işlemler için birbirlerine danışarak karar verirler.

11.5 Referanslar: Herhangi bir probleme neden olmamak kaydıyla, "biz" ve "bizim" sözcükleri ile PricewaterhouseCoopers; "siz" ve "sizin" sözcükleri ile Danışmanlık Hizmetleri Sözleşmesi'ni kabul eden ve onaylayan Şirket addedilmektedir.

12. Diğer müşteriler için yapılan çalışmalar

12.1 Sözleşme dahilindeki hiçbir hüküm diğer müşterilerimizle hizmet vermemizi engelleyemez veya kısıtlamaz. Bu proje süresince tarafımıza iletilen gizli bilgilerin gizli kalması ve sizinle çıkar çalışması olabilecek Şirketle ilgili başka projelerin olması durumunda, söz konusu bilgilerin, ilgili projenin sorumlu ortağı ve ekibinizin erişiminde olmamasını sağlamak için gerekli önlemler tarafımıza alınacaktır.

PwC

6

Gelir Yaklaşımı

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Parametreler	Hesaplama	Formül	Notlar
Risksiz getiri oranı (RGO)	%9,2	a	30 Eylül 2013 itibariyle 10 yıllık TL cinsinden devlet tahvili getirisi
Varlık betası	0,60	b	Benzer şirketler analizi ile bulunmuştur. (Sermaye betalarının Miller Modigliani formülüne göre değiştirilmesiyle bulunmuştur.)
Borç/sermaye oranı	%40	c	Benzer şirketler analizi ile şirket hisse değeri ve borcu göz önünde bulundurulmuştur.
Borç/ kaynak oranı	%28,6	$d=(1/(1+1/c))$	Hedef kaldıraç oranı = Borç / (Borç + Sermaye)
Sermaye betası	0,79	$e=b*(1+c*(1-t))$	Halka açık karşılaştırılabilir şirketler analiz edilerek hesaplanmıştır. Sermaye Betası: Varlık Betası*(1+B/S*(1-Vergi))
Piyasa risk primi (PRP)	%6,5	f	PwC analizlerine ve tecrübelerine dayanarak PRP %6,5 olarak tahmin edilmiştir (Hisse senedi piyasası ortalama kazancı ile ortalama risksiz tahvil getirisi arasındaki geçmiş verilere dayanan fark)
Sermaye maliyeti	%14,3	$i=a+e*f$	Sermaye Maliyeti = (RGO) + Sermaye Betası x (PRP)
Vergi oranı	%20	t	Kurumlar vergisi oranı
Borç primi	%3	k	Risksiz getiri oranı üzerine eklenen borçlanma primi
Borç maliyeti	%9,7	$l=(a+k)*(1-t)$	Borç Maliyeti = (RGO + Borç Primi)*(1-Vergi oranı).
Vergi sonrası AOSM	%13,0	$m=l*d+i*(1-d)$	AOSM = [(Sermaye maliyeti * (1-Borç/(Borç + Sermaye)))] + [Borç maliyeti *(Borç/(Borç + Sermaye))]

Kaynak: Bloomberg, PwC Analizi

Değerleme Yöntemleri

Gelir Yaklaşımı

- Gelir Yaklaşımı bir varlığın, varlık sahipleri için yarattığı gelir üzerine odaklanmaktadır. Bu gelir, varlığın kullanılabilir ömrü boyunca yaratması beklenen nakit akımı ile değerlendirilir. Varlığın değeri gelecekte öngörülen nakit akımının bugünkü değere çekilmesi (“İndirgenmiş Nakit Akımları” veya “İNA”) ile bulunur.
- Bugünkü değere çekerken kullanılan ıskonto oranı varlığın beklenen nakit akımlarını yaratma riski ile birlikte paranın zaman değerini içermektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

- Bu yöntemde Şirket’in halihazırdaki yapısı, müşteri portföyü, pazar payı, hizmet potansiyeli, yaratıcılık gücü, organizasyonu ve yönetim kadrosu ile gelecekte Şirket’in ortaya çıkarması beklenen nakit akımlarının analizi yapılır.
- Bu analiz sonucunda Şirket’in gelecekte yaratacağı nakit akımlarının değerlendirilme tarihine indirgenmesi gerçekleştirilir. İndirgeme işlemi, piyasa koşullarına paralel ve Şirket’in risk profiline uygun bir ıskonto oranının nakit akımlarına uygulanması sonucu gerçekleştirilmektedir. Bu ıskonto oranı hesaplanırken Finansal Varlıkların Fiyatlandırılması Modeli (Capital Asset Pricing Model) kullanılmaktadır.
- Bu yöntemde Şirket’in değeri, indirgenmiş nakit akımları ve faaliyet dışı varlıklarının toplamından oluşmaktadır. Özsermaye değeri hesaplanırken aynı zamanda değerlendirme tarihi itibarıyla mevcut olan banka kredilerinin piyasa değeri de göz önüne alınabilir.

- Bu yöntem ile Şirket’in hisse değerleri hesaplanırken, iştirakleri için ayrı değerlemeler de yapılabilir veya bilançodaki kayıtlı değeri dikkate alınabilir.
- İNA yönteminin uygulanması sırasında Şirket’e ait gelecek dönemde elde edilecek nakit akımlarını belirleyen finansal model geliştirilir. Bu finansal modele baz olan varsayımlar ve projeksiyonlar Şirket’in yönetimi tarafından hazırlanır.
- Serbest nakit akımlarının bugüne ıskonto edilmesinde ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (“AOSM”) kullanılır. AOSM hesaplamasının ayrıntıları aşağıdaki gibidir.
- AOSM borç verenlerin ve sermayedarların sermayenin finansmanına yaptıkları katkılara göre ağırlıklandırılan getiri taleplerini yansıtır.
- AOSM’nin hesaplanması ve değişkenlerin tanımları aşağıdaki gibidir:

$$\text{AOSM} = M_s * S / (B+S) + M_b * B / (B+S) * (1-v);$$

$$\text{AOSM} = \text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti}$$

$$M_b = \text{Borçlanma Maliyeti}$$

$$M_s = \text{Sermaye Maliyeti (sermayenin getirisi)}$$

$$B = \text{Finansal Borç Tutarı}$$

$$S = \text{Sermaye Tutarı (özsermaye veya piyasa değeri)}$$

$$v = \text{Vergi oranı}$$

Bilgi Kaynakları

- Yapılan değerleme çalışması, Şirket yönetimi tarafından sağlanan bilgilere ve diğer sektörel ve finansal kaynaklara dayandırılmıştır. Sonuçlar, bu kaynaklardaki bilgilerin doğruluğuna bağlıdır.
- Değerleme çalışması boyunca kullanılan başlıca kaynaklar aşağıdaki gibidir:
 - Görüşülen çalışanlar;
 - Tayfun Altay, CLK Holding Mali İşler Müdürü
 - Tolga Karaca, Karkim Sondaj Akışkanları Pay Sahipleri Birimi Müdürü
 - Bilgi kaynakları;
 - Şirket SPK bağımsız denetim raporları
 - Bloomberg
 - PwC Veritabanı
 - BMI
 - IMF
 - TCMB
 - TÜİK
 - EMI Tekstil ve Giysi Sektör Raporu
- Temin edilen dokümanlar:
 - İş Planı,
 - Geçmiş Dönem Bilanço, Gelir Tabloları ve Mizanları,
 - 30.09.2013 tarihi itibari ile ayrıntılı sabit kıymet listesi.

Kısaltmalar (1/3)

Terim	Tanım
A.Ş.	Anonim Şirketi
USD	Amerikan Doları
AOSM	Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
BIST	Borsa İstanbul
CLK Holding	CLK Holding A.Ş.
DED	Devam eden değer
EMI	Emerging Markets Insight
FAVÖK	Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar
FVÖK	Faiz ve vergi öncesi kar
GSYH	Gayrisafi yurtiçi hasıla
IMF	Uluslar arası Para Fonu
İNA	İndirgenmiş nakit akımları

Kısaltmalar (2/3)

Terim	Tanım
İtkib	İstanbul Tekstil ve Konfeksiyon İhracatçı Birlikleri
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
Karkim	Karkim Sondaj Akışkanları Enerji Mühendislik Hizmetleri San. ve Tic. A.Ş. (CLK Holding'in önceki adı)
KDV	Katma değer vergisi
m	Milyon
MY	Mali yıl
NİS	Net işletme sermayesi
Ossis Sınai Yatırımlar	Ossis Sınai Yatırımlar Holding A.Ş.
PRP	Piyasa Risk Primi
PwC	PricewaterhouseCoopers Danışmanlık Hizmetleri Ltd. Şti.
RGO	Risksiz Getiri Oranı
SMM	Satılan malların maliyeti

Kısaltmalar (3/3)

Terim	Tanım
S3A13	Son üç ay2013 (1 Ekim – 31 Aralık 2013 arasını kapsayan dönem)
Son 12 Ay 2013	1 Ekim 2012 ile 30 Eylül 2013 arasını kapsayan dönem
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
ŞD	Şirket değeri
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
T	Tahmini
UFRS	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
VUK	Vergi Usul Kanunu
YBBO	Yıllık bileşik büyüme oranı

