

Değerleme Hizmetleri

CLK Holding A.Ş.

31 Aralık 2013 tarihi itibariyle Çelik İplik'in Hisse Değeri Tahminine İlişkin Değerleme Raporu

Gizli ve Özel

25 Nisan 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

25 Nisan 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”) 31.12.2013 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 yönetiminin 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	14
3 Finansal Performans ve Durum	24
Değerleme Analizi	30
4 Gelir Yaklaşımı	31
5 Piyasa Yaklaşımı	42
Ekler	49
1 Sözleşme	50
2 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	56
3 Değerleme Yöntemleri	57
4 Bilgi Kaynakları	58
Kısaltmalar	59

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 31.12.2013 tarihi itibarıyla 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 itibarıyla 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 31 Aralık 2013 tarihi itibarıyla, 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 2014 ve 2016 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 2014 ile 2016 yılları arasındaki satışları, satılan malların maliyetlerini, faaliyet giderlerini, yatırım harcamalarını ve net işletme sermayesi ihtiyacını içermektedir. 2016 yılı sonrası dönem için satışların reel olarak korunacağı tahmin edilmiştir.

Değerleme çalışmasında kullanılan gelir ve gider kalemleri ile normalize işletme sermaye seviyelerinin bulunmasında Şirket yönetimi tarafından sağlanan bağımsız denetim raporu, yönetim raporları 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 CLK Holding yönetimine Şirket'in değeri hakkında bir veri sağlaması beklenmelidir.

Giriş (3/5)

Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Değerleme çalışmasında Gelir Yaklaşımı, Piyasa Yaklaşımı ve Net Aktif Değer Yöntemi kullanılmıştır.

1 Gelir Yaklaşımı

Bu yöntemde şirketin 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, yatırım harcamalarını, 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 oranı kullanılarak bugüne indirgenmesiyle hesaplanmıştır.

2 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.

3 Net Aktif Değer Yöntemi

Şirket’in 31 Aralık 2013 tarihi itibarıyla denetlenmiş 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 2014 ve 2016 yılları arasındaki dönemi 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 Ekonomi 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, birçok değerlendirme ve finansal modelleme 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'in ilk çeyrek 2014 sonuçları analiz edildiğinde hedeflenen bütçenin oldukça gerisinde kaldığı anlaşılmıştır. Ancak Şirket yönetimi tarafından sağlanan projeksiyonlarda 2014 yılı için 2013 yılına göre %16 büyüme öngörülmektedir. 2014 yılında satışlardaki artışın ana nedenleri, TL/ABD\$ kurundaki artış 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. Projeksiyon dönemindeki 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.

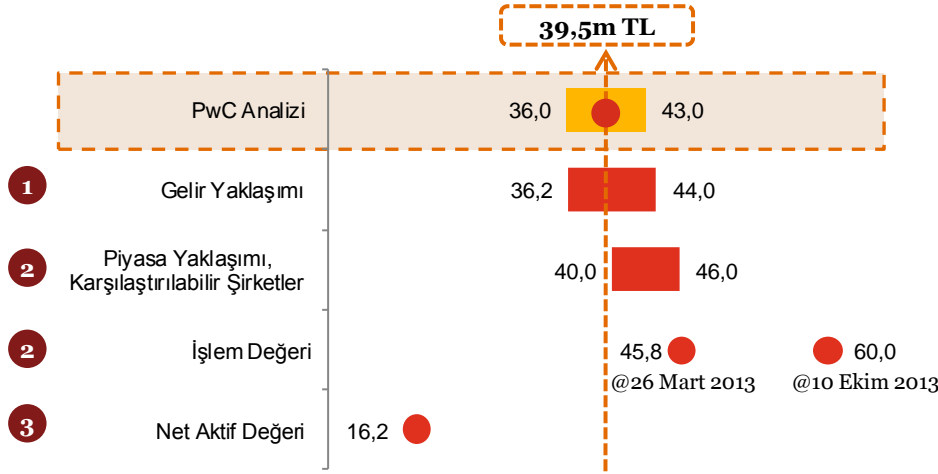
Geçmiş dönem finansal veriler: Değerleme çalışmamızda, geçmiş dönem ile ilgili finansal veriler SPK mevzuatına göre hazırlanmış bağımsız denetim raporlarından alınmıştır. Bağımsız denetim raporlarındaki finansallar mümkün olduğunda yasal hesaplar ile ilişkilendirilmiş, buna bağlı olarak da yasal hesaplardaki detaylardan faydalanılmıştır.

Yönetici Özeti

Değerleme Sonuçları (1/2)

Değerleme çalışması sonucunda Çelik İplik'in toplam makul hisse değeri **36,0m TL ile 43,0m TL** aralığında tahmin edilmiştir.

Çelik İplik Hisse Değeri (m TL)



Değerleme Analizi (m TL)

	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri	47,7	51,2	54,7
Net Borçluluk	(17,9)	(17,9)	(17,9)
Operasyonel Olmayan Varlıklar	6,2	6,2	6,2
Hisse Değeri	36,0	39,5	43,0
FAVÖK			
MY13	6,5	6,5	6,5
MY14 (indirgenmiş)	6,8	6,8	6,8
ŞD/FAVÖK (x)			
MY13	7,4 x	7,9 x	8,5 x
MY14 (indirgenmiş)	7,0 x	7,5 x	8,0 x

Kaynak: Şirket Yönetimi, BIST, PwC Analizi

Değerlemenin Amacı:

- 31 Aralık 2013 tarihi itibarıyla Çelik İplik'in toplam hisse değerinin tahmin edilmesidir.

Değerleme Yöntemleri:

- Şirket'in hisse değeri tahmininde Gelir Yaklaşımı kapsamında İNA yöntemi, Piyasa Yaklaşımı kapsamında Karşılaştırılabilir Şirketler ve Karşılaştırılabilir İşlemler yöntemleri ile Net Aktif Değer yöntemi kullanılmıştır.
- Çelik İplik'in tahmin edilen şirket değeri üzerinden net borcu düşülerek operasyonel hisse değerine ulaşılmıştır. Şirket'in operasyonel olmayan gayrimenkulleri makul hisse değeri tahmininde ayrıca dikkate alınmıştır.

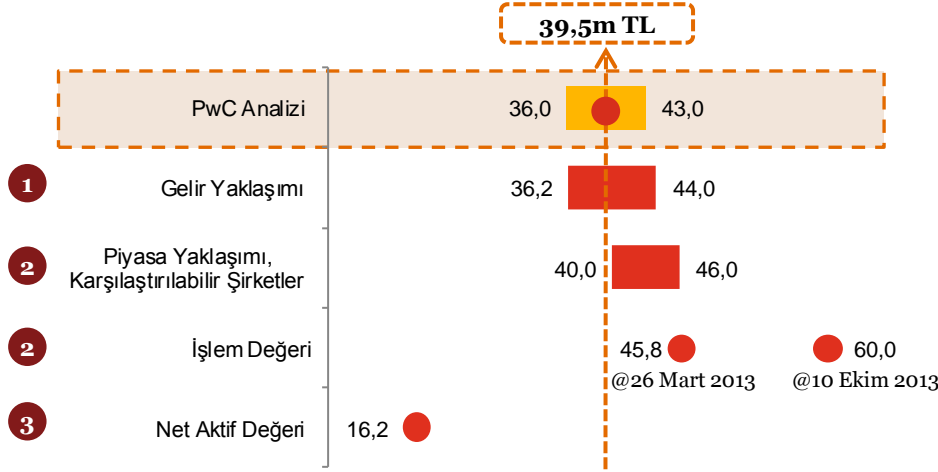
- Gelir Yaklaşımı** kapsamında uygulanan İNA yönteminde, projeksiyon döneminde ve devam eden dönemde yaratılması beklenen nakit akımları uygun bir iskonto oranı ile değerlendirilmiştir. Yapılan duyarlılık analizi kapsamında 31 Aralık 2013 itibarıyla Şirket'in toplam hisse değeri **36,2m TL ile 44,0m TL** arasında tahmin edilmiştir.

- Piyasa Yaklaşımı** kapsamında Karşılaştırılabilir Şirketler için gelişmekte olan ülkelerde ilgili sektörde faaliyet gösteren ve benzer operasyonlara sahip halka açık şirketlerin finansal verileri incelenmiştir. Karşılaştırılabilir İşlemler yöntemi kapsamında 26 Mart 2013 ile 10 Ekim 2013 tarihlerinde Çelik İplik için gerçekleşen hisse devir işlemleri dikkate alınmıştır. Buna göre Piyasa Yaklaşımı kapsamında 31 Aralık 2013 itibarıyla Şirket'in toplam hisse değeri Karşılaştırılabilir Şirketler analizine göre **40,0m TL ile 46,0m TL** arasında tahmin edilmiştir. Ayrıca 2013 yılında gerçekleşen hisse devir işlemleri sonuçlarına göre Şirket'in hisse değeri sırasıyla **45,8m TL ve 60,0m TL** olarak gerçekleşmiştir.

Değerleme Sonuçları (2/2)

Değerleme çalışması sonucunda Çelik İplik'in toplam makul hisse değeri **36,0m TL ile 43,0m TL** aralığında tahmin edilmiştir.

Çelik İplik Hisse Değeri (m TL)



- 3 **Net Aktif Değer Yöntemi** kapsamında Şirket'in değerleme tarihi itibarıyla UFRS mali tablolarındaki özsermayesi tutarı baz alınmıştır. Özsermaye tutarı gelecekte yaratılması beklenen nakit akımlarının etkilerini içermediğinden, başka bir deyişle Şirket'in gerçek potansiyelini yansıtmadığından; yöntemin toplam hisse değeri tahminindeki ağırlığı düşük seviyede tutulmuştur.

Değerleme Sonuçları:

- Şirket'in makul değer aralığı belirlenirken, Şirket'in gerçek potansiyelini daha iyi yansıttığı düşünülen Gelir Yaklaşımı'na %70 oranında ağırlık verilmiştir. Piyasa Yaklaşımı kapsamında uygulanan Karşılaştırılabilir Şirketler ve Karşılaştırılabilir İşlemler yöntemlerine ayrı ayrı %10 oranında ağırlık verilmiştir. Aynı şekilde Net Aktif Değer Yöntemi'nin toplam içindeki ağırlığı %10 seviyesinde tutulmuştur.
- Yapılan duyarlılık analizleri ve uygulanan yöntemlerin ağırlıkları dikkate alındığında Şirket'in toplam makul hisse değeri **36,0m TL ile 43,0m TL** aralığında tahmin edilmiştir.

Değerleme Analizi (m TL)

	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri	47,7	51,2	54,7
Net Borçluluk	(17,9)	(17,9)	(17,9)
Operasyonel Olmayan Varlıklar	6,2	6,2	6,2
Hisse Değeri	36,0	39,5	43,0
FAVÖK			
MY13	6,5	6,5	6,5
MY14 (indirgenmiş)	6,8	6,8	6,8
ŞD/FAVÖK (x)			
MY13	7,4 x	7,9 x	8,5 x
MY14 (indirgenmiş)	7,0 x	7,5 x	8,0 x

Kaynak: Şirket Yönetimi, BIST, PwC Analizi

Satın Alma İşlemlerinin Özeti

Sermaye Yapısı	30.09.2013 itibariyle		31.12.2013 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

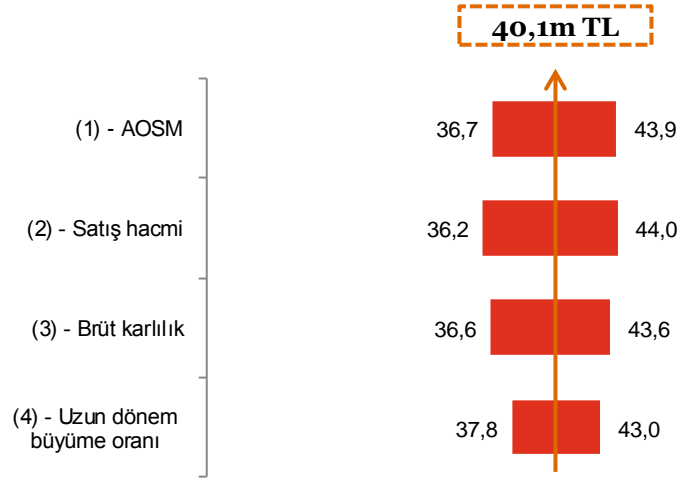
Hisse devir işlemi sonrası, Şirket'in Ossis Sınai Yatırımlar'a ait olan %45 hissesi CLK Holding'e devredilecektir.

Şub 2013	Çelik İplik ortaklık yapısı %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 değerlendirme 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 60m TL hisse değeri üzerinden 27m TL'ye Ossis Sınai Yatırımlar'a satıldı.
2014	%100 CLK Holding	Hisse devir işlemi: Yapılmakta olan iki değerlendirme 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 değeri **36,2m TL ile 44,0m 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 **36,2m TL ile 44,0m TL arasında tahmin edilmiştir.**

Pazar ve Şirket Bilgileri

Genel Ekonomik Görünüm

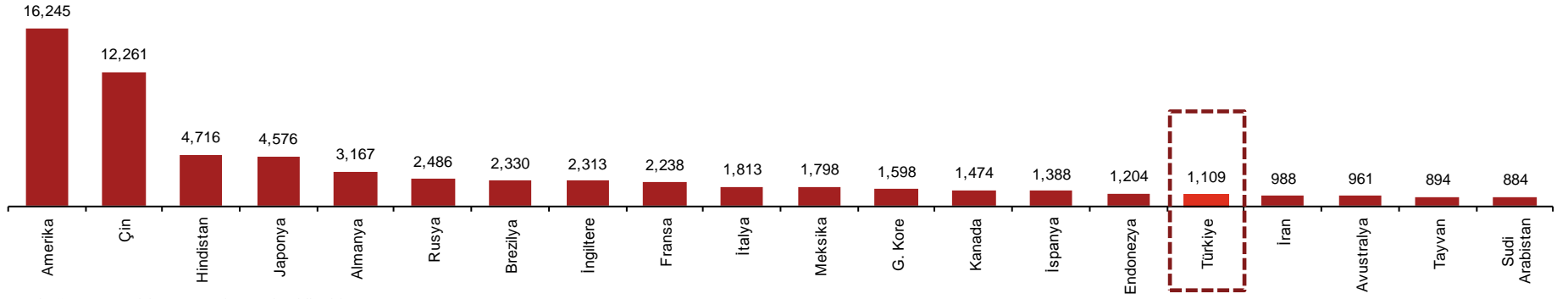
Nüfus (Aralık 2013)	76,7m	İhracat (2012/2013)	152,5 / 151,9 milyar \$																																													
İşgücü (Aralık 2013)	28,5m	İthalat (2012/2013)	236,5 / 251,7 milyar \$																																													
İşsizlik Oranı (Aralık 2013)	%9,4	Dış Ticaret Açığı (2012/2013)	84,1 / 99,8 milyar \$																																													
Ortanca Yaş (Aralık 2013)	30,4	Başlıca İhracat Yapılan Ülkeler (Toplam İhracata Oranı)	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2000</th> <th>2006</th> <th>2012</th> <th>2013</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>AB</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>%23</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	2013	AB	%56	%56	%39	%42	Almanya	%19	%11	%9	%9	O.Doğu	%9	%13	%28	%23	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	2013																																											
AB	%56		%56	%39	%42																																											
Almanya	%19		%11	%9	%9																																											
O.Doğu	%9		%13	%28	%23																																											
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>2013</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>AB</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>%6</td> </tr> <tr> <td>Afrika</td> <td>%5</td> <td>%3</td> <td>%3</td> <td>%2</td> </tr> <tr> <td>İngiltere</td> <td>%5</td> <td>%4</td> <td>%2</td> <td>%3</td> </tr> </tbody> </table>		2000	2006	2012	2013	AB	%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	%6	Afrika	%5	%3	%3	%2	İngiltere	%5	%4	%2	%3
	2000		2006	2012	2013																																											
AB	%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	%6																																											
Afrika	%5		%3	%3	%2																																											
İngiltere	%5		%4	%2	%3																																											
Nominal GSYH (2012 / 2013)	786,3 / 820,0 milyar \$																																															
GSYH-Reel Büyüme Oranı (2012 / 2013 / 2014T)	%2,1 / %4,0 / %2,3																																															
Kişi Başı GSYH(2012/2013)	10.497 \$ / 10.782\$																																															
Yıl Sonu– Ortalama TÜFE (2012/ 2013)	%6,2 - %8,9 / %7,4 - %7,5																																															
Genel Borç Stoku (AB tanımlı, GSYH%) (2012 / 2013)	%36,2 / %36,3																																															
Turizm Gelirleri (2012 / 2013)	29,1 / 32,8 milyar \$																																															
Doğrudan Yabancı Yatırım (2012 / 2013)	13,2 / 12,9 milyar \$																																															
Genel Bütçe Dengesi (GSYH%) (2012 / 2013)	%6,0 / %7,9																																															

Kaynak: TÜİK, IMF, OECD, Ekonomi Bakanlığı, Hazine Müsteşarlığı

GSYH Sıralaması

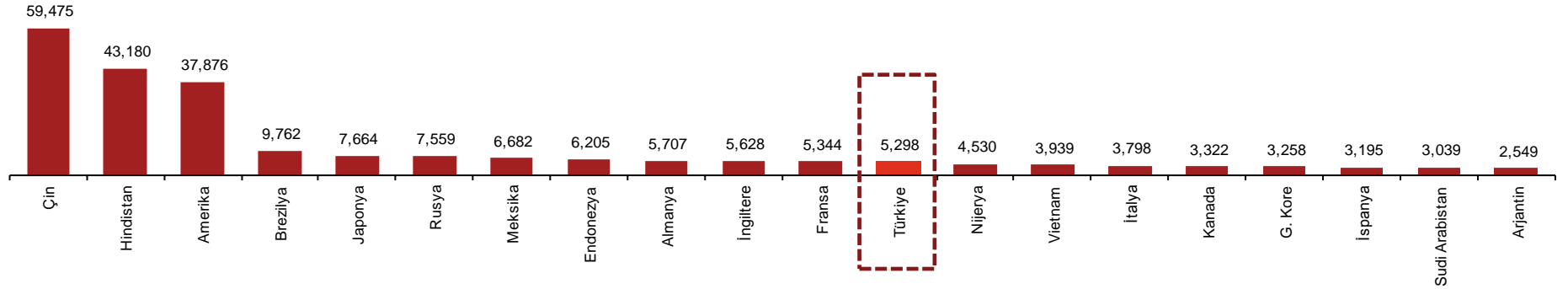
Türkiye Dünya GSYH sıralamasında 16. sırada yer almaktadır ve 2050 yılında en büyük 12. ekonomiye sahip olması beklenmektedir.

Dünya Sıralaması, 2012 (milyar \$)



Kaynak: "IMF World Economic Outlook" Ekim 2013

Dünya Sıralaması, 2050T (milyar \$)



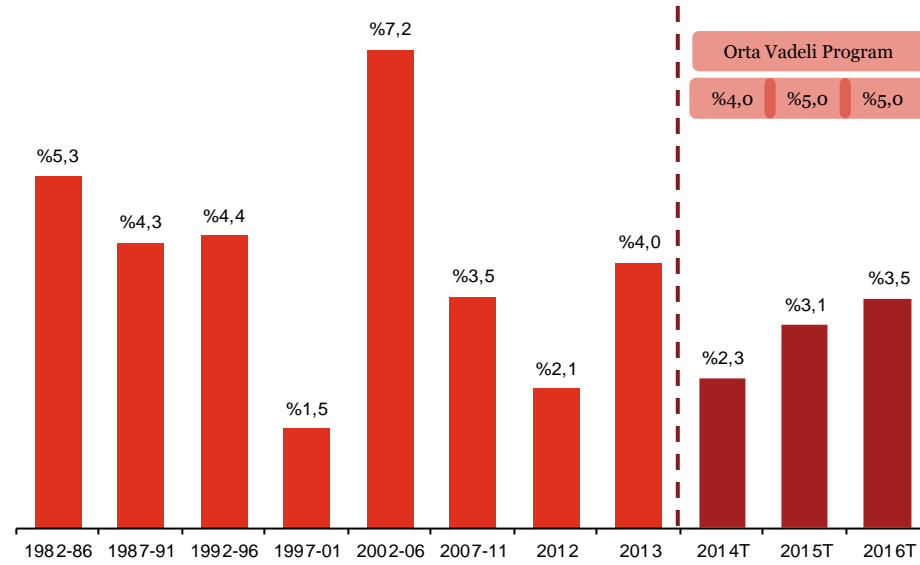
*Satın alma gücü paritesine göre GSYH sıralamasını göstermektedir.

Kaynak: PWC Analizi

GSYH Büyüme Oranı ve Kişi Başı GSYH

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

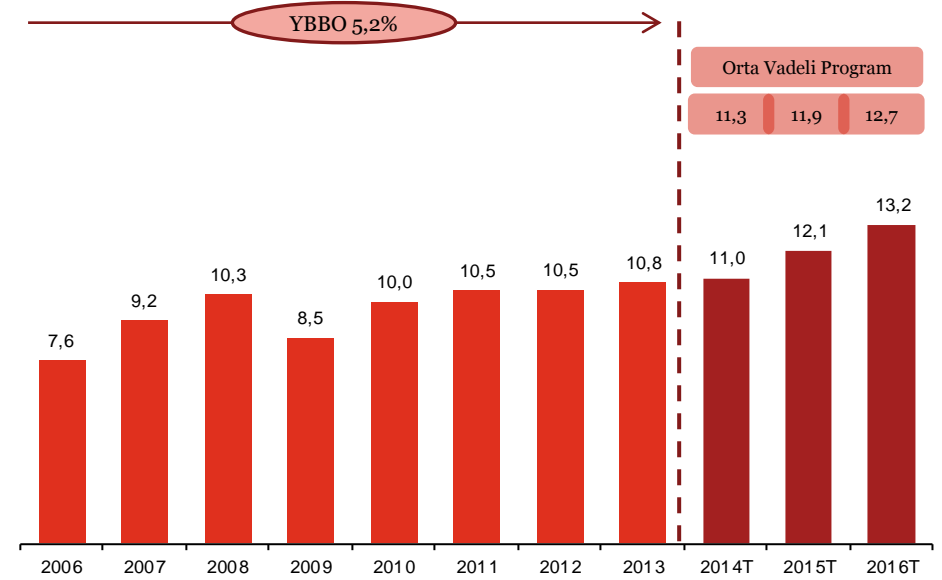
GSYH Büyüme Oranı (yıllık ortalama %)



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 ve 2013 yılında %4,0 olarak gerçekleşmiştir.

Kişi Başına GSYH ('000 \$)



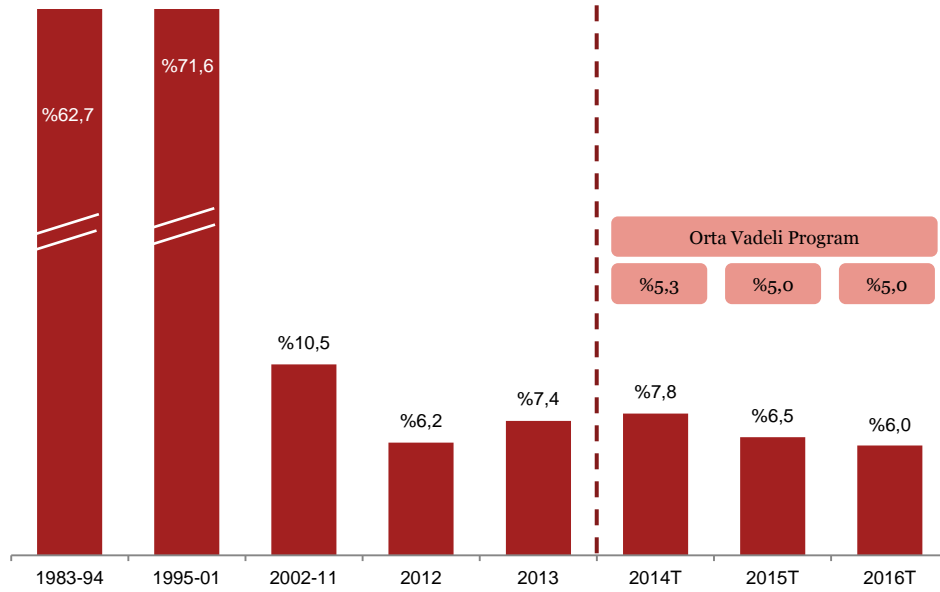
Kaynak: TÜİK, IMF, Orta Vadeli Program 2014-2016, Ekonomi Bakanlığı

- Kişi başına GSYH yıllık bileşik %5,2 büyüme oranı ile artarak 2006 yılındaki 7.586\$ seviyesinden 2013 yılında 10.782\$ seviyesine ulaşmıştır.
- IMF ve Orta Vadeli Program'a göre kişi başına GSYH'nin 2016 yılı sonunda 13,2 bin \$ ve 12,7 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-%8 seviyelerinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

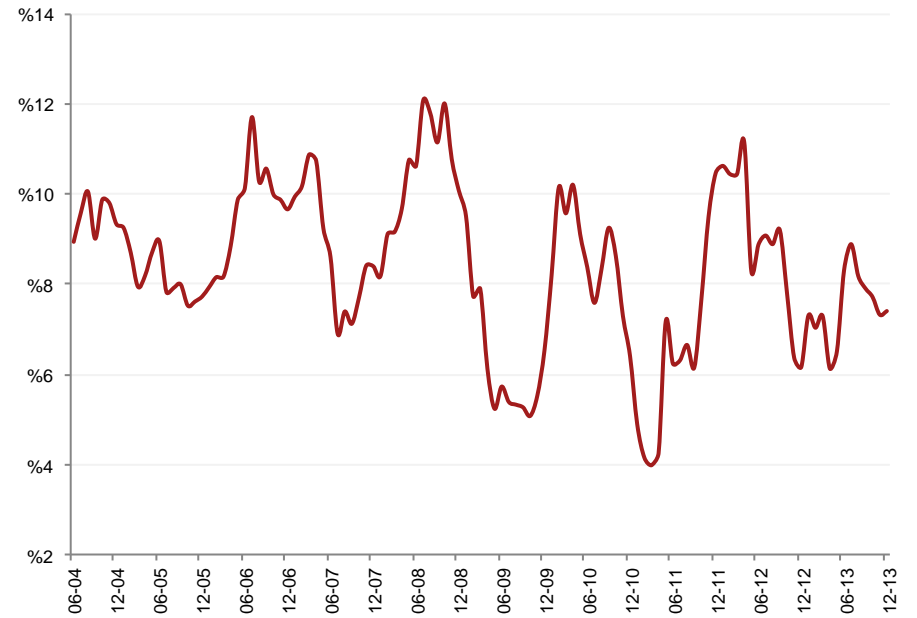
TÜFE (Yıl Sonu)



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 %7,8 olması beklenmektedir.

TÜFE (Dönem Sonu)



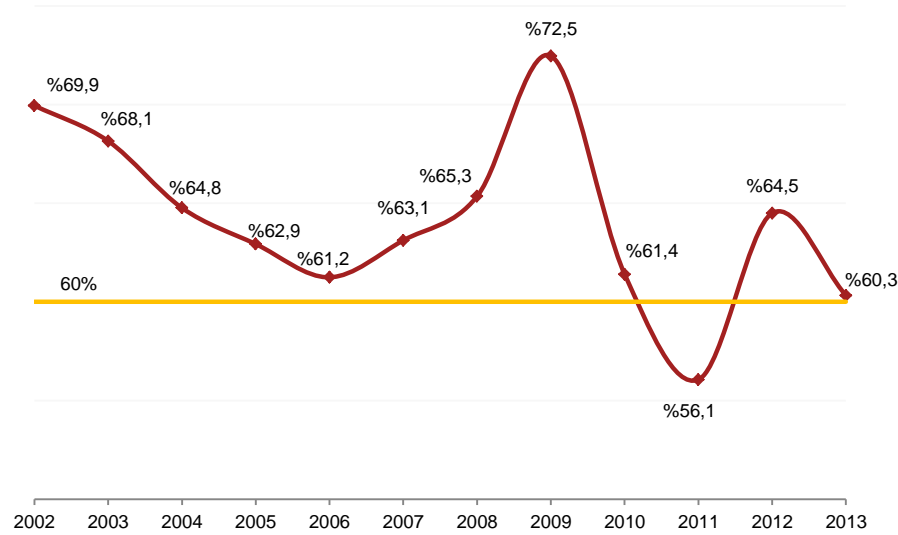
Kaynak: TÜİK, IMF

- 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.

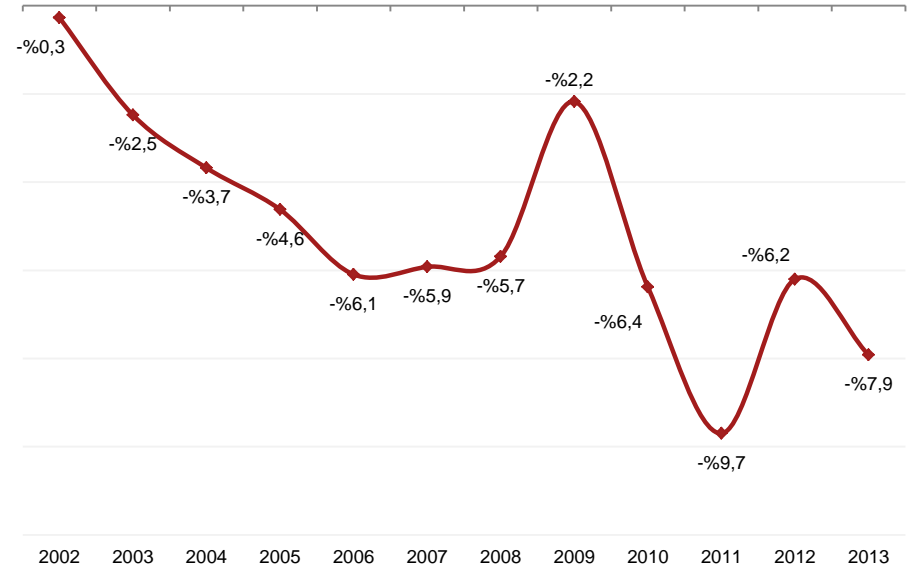
Dış Ticaret ve Cari İşlemler Dengesi

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

- 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 2013 yılsonu itibariyle %60,3 olarak gerçekleşmiş, 2012 yıl sonuna göre kıyaslandığında düşüş eğilimi sergilemiştir.

Kaynak: TCMB, IMF

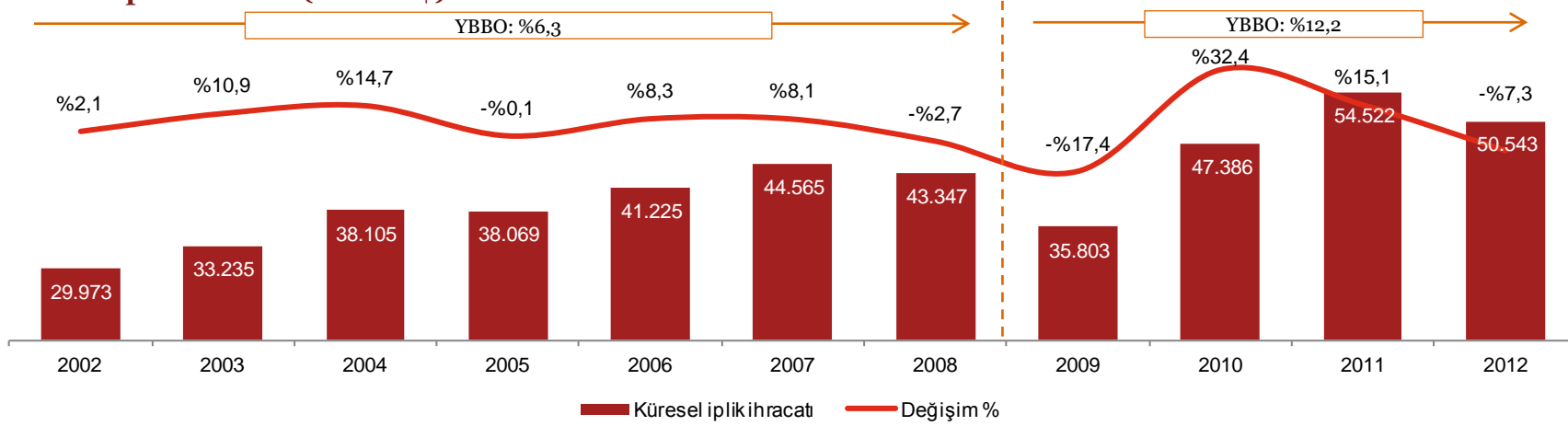
- TCMB fiyat istikrarının yanı sıra finansal istikrarı da sağlayacak politikalar üretmeye odaklanmıştır.
- 2009 yılından sonra ekonomik krizin etkilerinin azalması ile birlikte özel tüketim harcamalarının artması cari açığın GSYH'ye oranının 2011 yılında -%9,7'ye ulaşmasına neden olmuştur. 2012 yılında ithalat hacmindeki artışın yavaşlaması ve ihracat hacminin istikrarlı artışını sürdürmesi cari açığın GSYH'ye oranının 2011 yılındaki en yüksek noktasından 2012 yılında -%6,2'ye gerilemesini sağlamıştır. Buna karşın, 2013 yıl sonunda cari açığın GSYH'ye oranı -%7,9 olarak gerçekleşmiştir.

Sektör Bilgileri

Dünya iplik ihracatı (1/2)

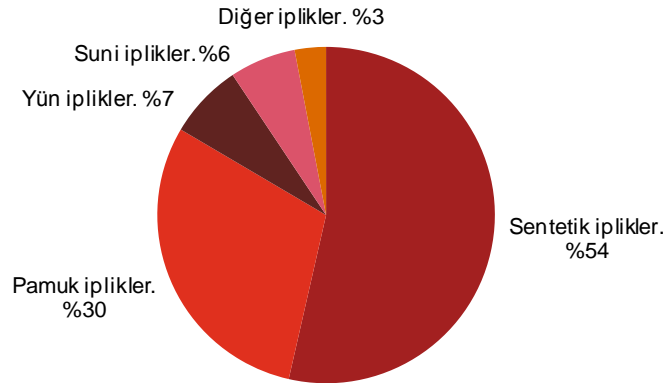
Küresel tekstil ihracatının yaklaşık beşte birini iplik ihracatı oluşturmaktadır.

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.

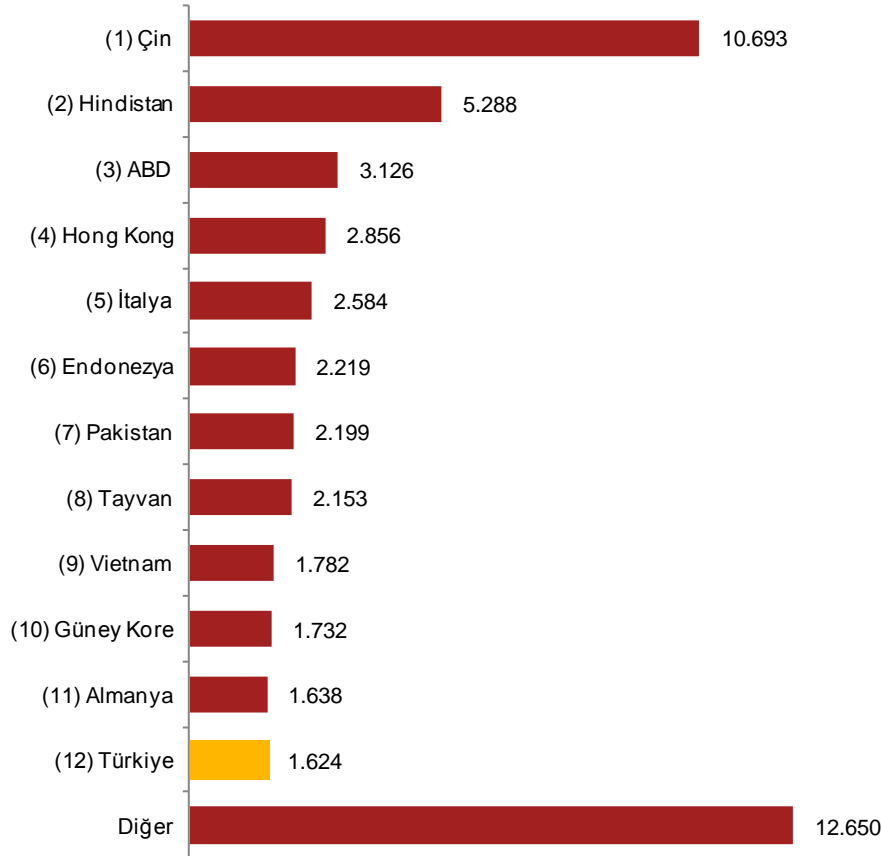
Kaynak: İtkib İplik Ticaret Raporu Ekim 2013 (ITC Trademap)

Sektör Bilgileri

Dünya iplik ihracatı (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 itibariyle %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 ticaretinde net ithalatçı konumundadır. Türkiye'nin iplik ithalatı 2011 yılında 3,0 milyar ABD \$, 2012 yılında 2,9 milyar ABD \$ olarak gerçekleşmiştir.

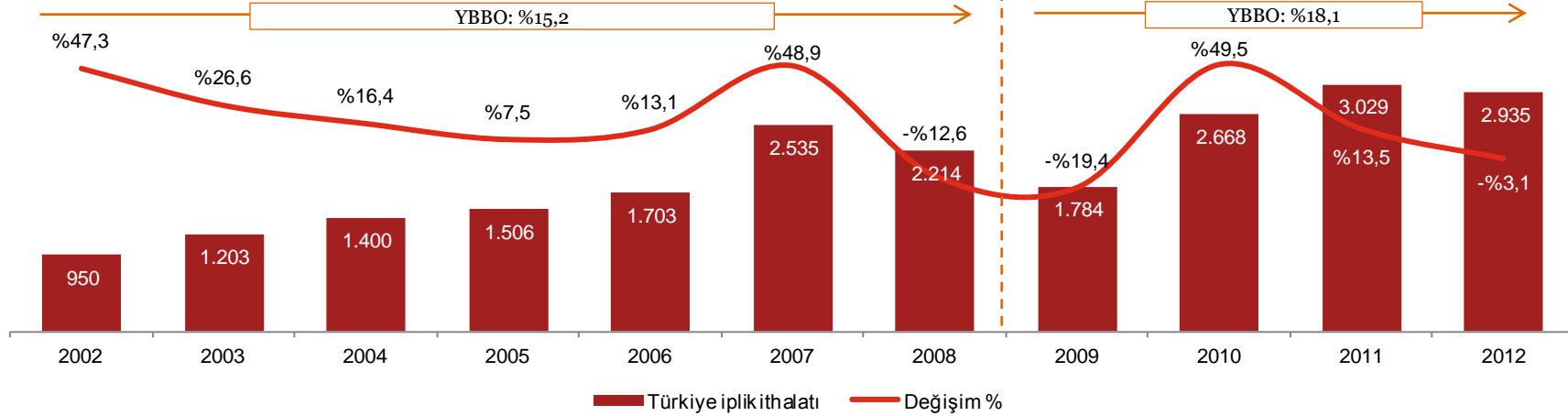
Kaynak: İtkib İplik Ticaret Raporu Ekim 2013 (ITC Trademap)

Sektör Bilgileri

Türkiye iplik ithalatı

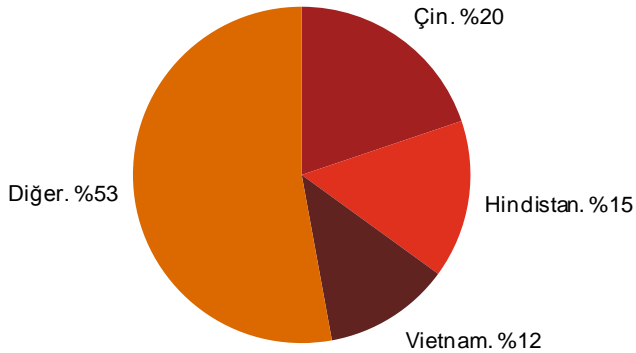
Türkiye, dünyanın 3. büyük iplik ithalatçısıdır. En çok ithalat Çin (%19,8), Hindistan (%15,2) ve Vietnam'dan (%12,1) yapılmaktadır.

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



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

Türkiye'nin ülke bazında iplik ithalatı 2012 (%)

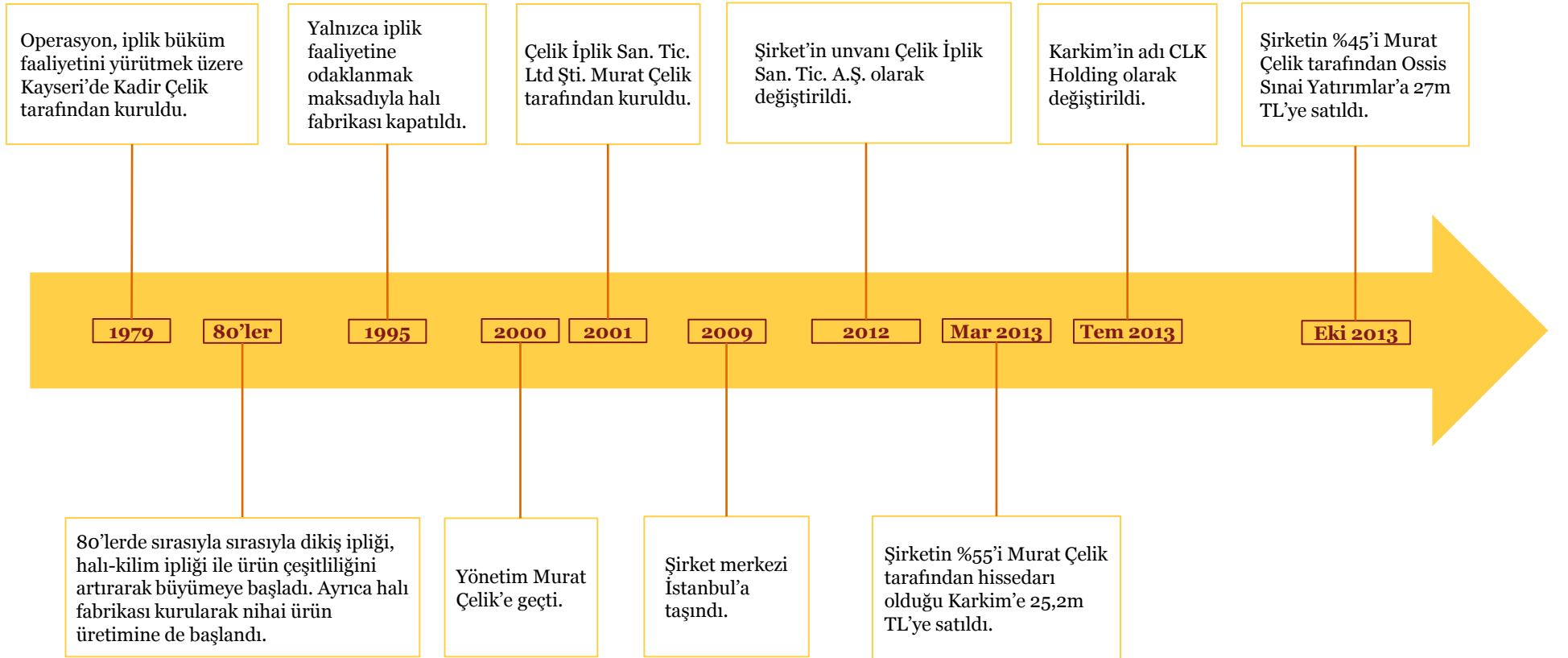


Türkiye'nin iplik ithalatı 2011'den 2012'ye dolar bazında %3,1'lik bir düşüş göstermiştir. Düşüş 2012 yılında küresel tekstil endüstrisinde yaşanan daralmayla ilişkilendirilebilir.

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

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

Şirketin Tarihçesi



Finansal Performans ve Durum

Geçmiş Finansal Performans (1/5) Bilanço

Şirket, müşterileriyle uzun vadeli çekler ile çalıştığından net işletme sermayesi ihtiyacı oluşmakta olup, bu ihtiyaç kısa vadeli banka kredileri ile karşılanmaktadır.

('000 TL)	UFRS 31.12.2011	UFRS 31.12.2012	UFRS 31.12.2013
Nakit ve nakit benzerleri	22	112	1.093
Ticari alacaklar	19.894	40.036	17.663
Ortaklardan alacaklar	-	-	12.256
Stoklar	3.012	343	2.569
Diğer dönen varlıklar	409	5.807	2.074
Dönen varlıklar	23.336	46.298	35.655
Maddi duran varlıklar	2.235	3.426	6.340
Maddi olmayan duran varlıklar	1	16	37
Ertelenmiş vergi varlığı	29	466	97
Diğer duran varlıklar	744	4.731	-
Duran varlıklar	3.008	8.640	6.474
Toplam varlıklar	26.344	54.937	42.128
Kısa vadeli finansal borçlar	13.535	22.920	14.832
Ticari borçlar	2.079	15.128	6.554
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	59	1.626	4.493
Kısa vadeli yükümlülükler	15.673	39.674	25.879
Uzun vadeli finansal borçlar	-	73	-
Kıdem tazminatı karşılığı	0	3	7
Uzun vadeli yükümlülükler	0	75	7
Ödenmiş sermaye	10.000	15.000	15.000
Sermaye düzeltmesi farkları	80	-	-
Kapsamlı gelirler veya giderler	-	-	(3)
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	34	34	34
Geçmiş yıllar kar / (zararları)	14	(113)	155
Net dönem karı	543	267	1.056
Özkaynaklar	10.671	15.188	16.242
Toplam kaynaklar	26.344	54.937	42.128

Ticari alacaklar ağırlıklı olarak alınan çek ve senetlerden oluşmaktadır. Şirket müşterileriyle ortalama 3,5 ay vadeli çek-senetle çalışmakta, bu durum önemli miktarda işletme sermayesi ihtiyacı yaratmaktadır.

Ortaklardan alacaklar, ortakların teminat olarak kullanması için verilen müşteri çeklerini içermektedir.

Stoklar ticari mallardan oluşmaktadır. Şirket mal alımlarını stoklara sokmadan müşteriye gönderdiğinden stok devir günü oldukça düşüktür. (31 Aralık 2013 itibarıyla 11 gün). Mevcut stoklar uzak doğudan yaklaşık 1 ayda gelen yoldaki mallardan kaynaklanmaktadır.

Maddi duran varlıklar, genel olarak tahsilat problemleri nedeniyle ödeme olarak kabul edilen sabit kıymetler ile 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 içermektedir. Tedarikçilerle çalışma vadesi ortalama 1 aydır.

Diğer kısa vadeli yükümlülükler, 31 Aralık 2013 itibarıyla Şirket'in eski ortağı olan Murat Çelik'e olan 4,2m TL borcu içermektedir.

Kaynak: Şirket Yönetimi

Geçmiş Finansal Performans (2/5) Gelir tablosu

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

('000 TL)	UFRS MY11	UFRS MY12	UFRS MY13
Net satışlar	136.676	101.861	95.665
Satışların maliyeti	(131.845)	(94.818)	(87.005)
Brüt kar	4.831	7.042	8.660
Brüt kar marjı (%)	%3,5	%6,9	%9,1
Satış pazarlama giderleri	(541)	(427)	(866)
Genel yönetim giderleri	(479)	(479)	(1.343)
FAVÖK	3.811	6.136	6.451
FAVÖK marjı (%)	%2,8	%6,0	%6,7
Amortisman giderleri	(139)	(180)	(227)
FVÖK	3.672	5.957	6.224
FVÖK marjı (%)	%2,7	%5,8	%6,5
Diğer faaliyet gelirleri/(giderleri)	(386)	(3.378)	157
Finansal gelirler/(giderler)	(2.594)	(2.231)	(4.518)
Vergi öncesi kar	692	347	1.863
Dönem vergi gideri	(177)	(517)	(437)
Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	29	438	(369)
Dönem net karı	543	267	1.056

Kaynak: Şirket Yönetimi

2011 yılındaki yüksek satış seviyesi düşük marjlı yüksek satış stratejisi nedeniyle. Şirket 2012 yılında 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 ve reklamasyon giderlerinden oluşmaktadır. 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	UFRS MY13
Raporlanan FAVÖK	3.811	6.136	6.451
<i>Raporlanan FAVÖK marjı (%)</i>	<i>%2,8</i>	<i>%6,0</i>	<i>%6,7</i>
Düzeltilmeler:			
(1) Tek seferlik satışların brüt karı	-	(739)	-
(2) Tapu masrafları	46	-	111
(3) Araç alım giderleri	92	26	44
(4) Bağış ve yardımlar	-	-	92
Toplam düzeltilmeler	138	(713)	247
Düzeltilmiş FAVÖK	3.949	5.424	6.698
<i>Düzeltilmiş FAVÖK marjı (%)</i>	<i>%2,9</i>	<i>%5,8</i>	<i>%7,0</i>

Düzeltilmiş FAVÖK

('000 TL)	UFRS MY11	UFRS MY12	UFRS MY13
Net satışlar	136.676	94.128	95.665
Satışların maliyeti	(131.845)	(87.825)	(87.005)
Düzeltilmiş brüt kar	4.831	6.304	8.660
<i>Düzeltilmiş brüt kar marjı (%)</i>	<i>%3,5</i>	<i>%6,7</i>	<i>%9,1</i>
Satış pazarlama giderleri	(541)	(427)	(866)
Genel yönetim giderleri	(341)	(453)	(1.096)
Düzeltilmiş FAVÖK	3.949	5.424	6.698
<i>Düzeltilmiş FAVÖK marjı (%)</i>	<i>%2,9</i>	<i>%5,8</i>	<i>%7,0</i>

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

(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.

(4) Şirketin yapmış olduğu bağış ve yardımlar operasyonunun bir parçası olmadığından FAVÖK dışında değerlendirilmiştir.

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

Net işletme sermayesi analizimiz bazı düzeltmelerin gerekliliğini ortaya koymuştur. Net işletme sermayesinin satışlara oranı 31 Aralık 2013 itibariyle %28,9 olarak gerçekleşmiştir.

Net işletme sermayesi analizi

('000 TL)	UFRS	UFRS	UFRS
	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Ticari alacaklar	19.894	40.036	17.663
Stoklar	3.012	343	2.569
Ortaklardan alacaklar	-	-	12.256
Diğer dönen varlıklar	409	5.807	2.074
Ticari borçlar	(2.079)	(15.128)	(6.554)
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	(59)	(1.626)	(4.493)
Raporlanan NİS	21.177	29.432	23.515
<i>Raporlanan NİS / Net satışlar (%)</i>	<i>%15,5</i>	<i>%28,9</i>	<i>%24,6</i>
Düzeltilmeler:			
(1) Murat Çelik'e olan borçlar	-	-	4.158
(2) Ortaklardan alacaklar	-	(6.203)	-
Düzeltilmiş NİS	21.177	23.228	27.673
<i>Düzeltilmiş NİS / Net satışlar (%)</i>	<i>%15,5</i>	<i>%22,8</i>	<i>%28,9</i>

(1) Şirket'in Murat Çelik'e olan 4,2m TL borcu finansman niteliğinde olduğundan işletme sermayesinden çıkarılmış, net borçluluğa dahil edilmiştir.

(2) Ortaklardan alacaklar 31 Aralık 2012 itibariyle finansal nitelikte olduğundan işletme sermayesinden çıkarılarak net borçluluk kapsamında değerlendirilmiştir. 31 Aralık 2013 itibariyle ortaklardan alacaklar, ortakların teminat olarak kullanması amacıyla verilen müşteri çeklerinden oluşmaktadır. Bu nedenle ilgili bakiye işletme sermayesi içerisinde değerlendirilmiştir.

Net borçluluk analizi

('000 TL)	UFRS
	31.12.2013
Nakit ve nakit benzerleri	1.093
Kısa vadeli finansal borçlar	(14.832)
Raporlanan net borçluluk	(13.740)
Düzeltilmeler:	
(1) Murat Çelik'e olan borçlar	(4.158)
Düzeltilmiş net borçluluk	(17.897)

(1) Şirket'in Murat Çelik'e olan 4,2m TL borcu finansman niteliğinde olduğundan net borçluluğa dahil edilmiştir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Geçmiş Finansal Performans (5/5)

Operasyonel olmayan duran varlıklar

Operasyonel olmayan duran varlıklar

('000 TL)	31.12.2013 Net defter değeri
Spradon evler müstakil villa	1.505
Ece konut yapı koop.	578
Tekstilkent b6 zemin kat	363
İst Maltepe altay çeşme daire	350
Bahçelievler dükkan 2	294
Esenyurt c23	257
Esenyurt c27	224
Esenyurt c28	205
Esenyurt c3-26-203	205
Esenyurt c3-27-211	205
Esenyurt c3-27-210	205
Esenyurt c3-26-204	205
Esenyurt c19	197
Esenyurt c22	197
Esenyurt c24	197
Esenyurt c25	197
Esenyurt c32	197
Esenyurt c33	197
Tekstilkent b16 bodrum kat	127
Bahçelievler dükkan 1	98
Toplam bina	6.001
Açık en yuvarlak örme makinesi	151
Toplam makineler	151
Muhtelif tablo	72
Toplam demirbaşlar	72
Toplam	6.225

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

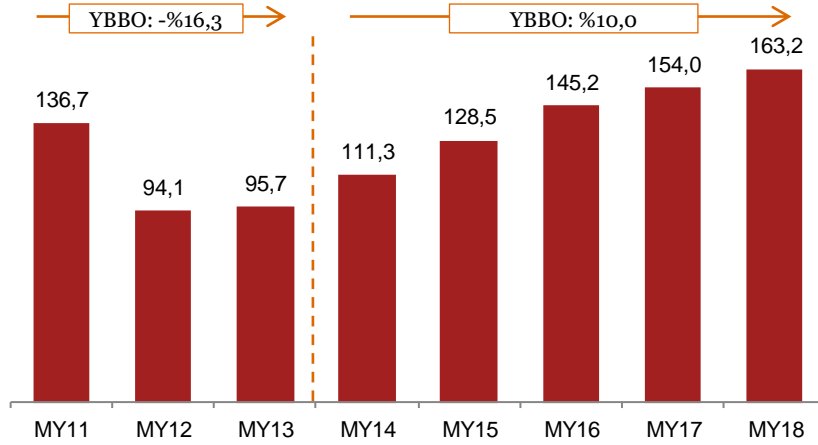
Değerleme Analizi		30
4	Gelir Yaklaşımı	31
5	Piyasa Yaklaşımı	42

Gelir Yaklaşımı

Net satışlar

Şirket yönetimi 2014 bütçesinde yeni kurulan pazarlama ekibi ve ABD\$ kur artışıyla ilgili fiyat yükselişine bağh olarak %16 büyüme planlamaktadır. Buna göre satışların 2014 yılında 111,3m TL'ye, projeksiyon dönemi sonunda ise 163,2m TL'ye artması beklenmektedir.

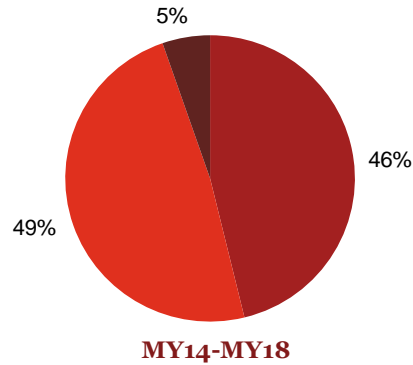
Net satışlar* (m TL)



Kaynak: Şirket Yönetimi

(* FAVÖK analizi sonucu elde edilen düzeltilmiş tutarları 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 yılında ise daha yüksek karlılıkla daha az satış (-31,1%) yapılması yoluna gidilmiştir.

Net satışlar MY12'den MY13'e yalnızca %1,6 artmıştır. Bunun nedeni Şirket'in 2013 yılında karlılığa odaklanarak yüksek marjla satış yapmasıdır.

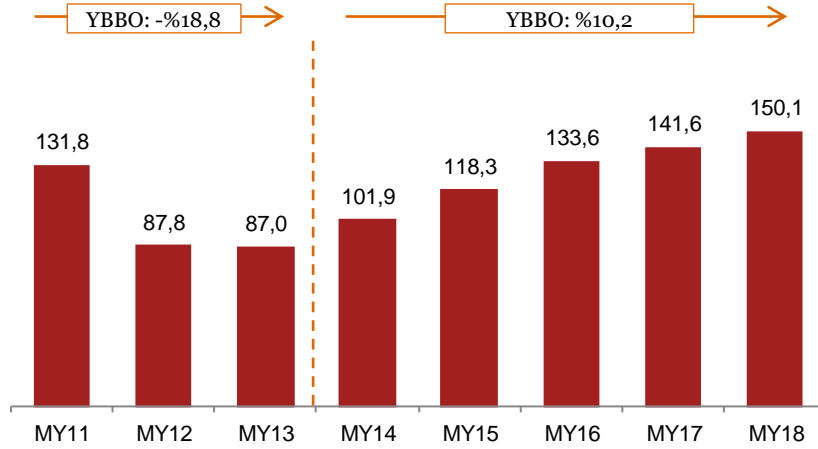
Şirket net satışlarda 2014 yılında %16, 2015 yılında %15 ve 2016 yılında %13 büyüme beklemektedir. 2016-2018 döneminde ise satılan ürün miktarının sabit kalacağı ve fiyatların Türkiye enflasyonuna göre artacağı tahmin edilmiştir. Buna göre, net satışların 2014-2018 döneminde yıllık bazda ortalama %10 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 birim fiyatı diğer ipliklere göre yüksek olan ürün grubunu temsil etmektedir.

Satışların maliyeti

Şirket'in 2013 yılında brüt kar marjı %9,1 olarak gerçekleşmiştir. Ancak projeksiyon döneminde planlanan büyümeyi desteklemek için brüt kar marjının azalarak 2014 yılında %8,5 ve ilerleyen dönemde %8,0 seviyelerine gerileyeceği öngörülmüştür.

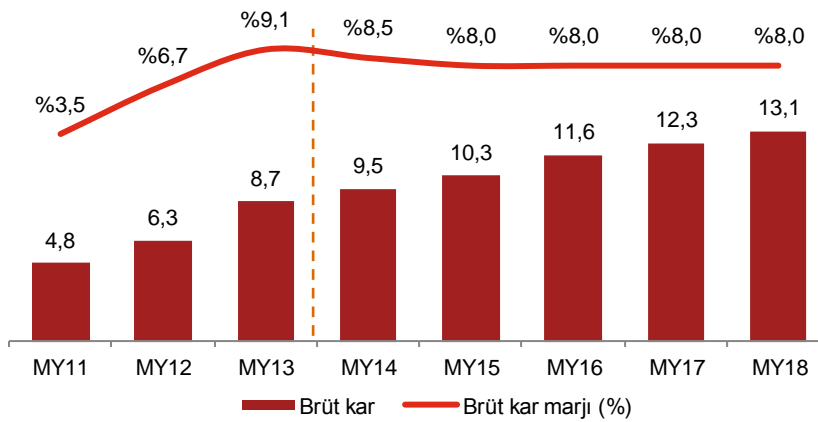
Satışların maliyeti* (m TL)



Satışların maliyeti, yalnızca ticari mamullerin satın alım maliyetlerini içermektedir. 2011 yılından 2012 yılına 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.

2014-2018 döneminde Şirket'in satışlarının maliyeti satışlara paralel yıllık bazda ortalama %10,2 büyümektedir; brüt kar marjının ise %8,0 seviyelerinde seyredeceği tahmin edilmektedir.

Brüt kar ve brüt kar marjı* (m TL, %)



Şirket'in 2013 yılında brüt kar marjı %9,1 olarak gerçekleşmiştir. Ancak projeksiyon döneminde, satış büyümesine paralel olarak brüt karlılığın 2014 yılında %8,5 ve 2015-2018 döneminde 2012-2013 dönemi ortalama marjı olan %8,0 seviyelerinde gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

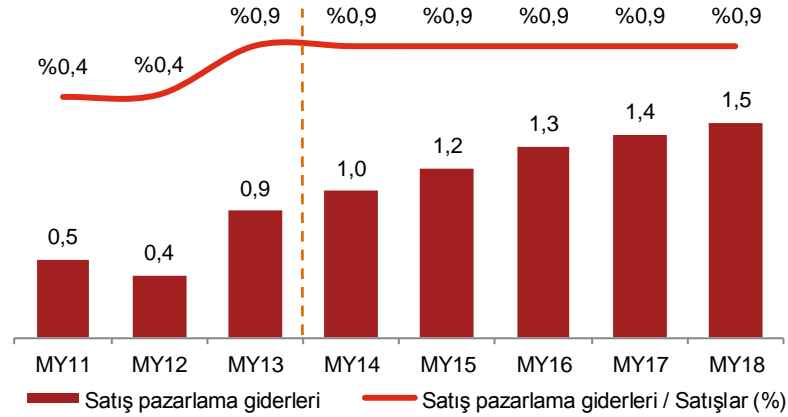
Kaynak: Şirket Yönetimi

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

Satış pazarlama giderleri

Satış pazarlama giderlerinin projeksiyon döneminde 2013 yılındaki satışlara oranını koruması beklenmektedir.

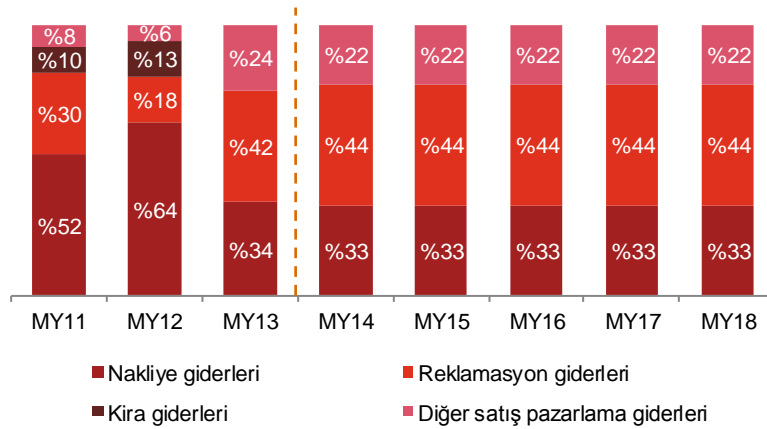
Satış pazarlama giderleri (m TL)



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

Projeksiyon döneminde 2013 yılındaki satış pazarlama giderlerinin satışa oranı olan %0,9'un korunması beklenmektedir.

Satış pazarlama giderleri (%)

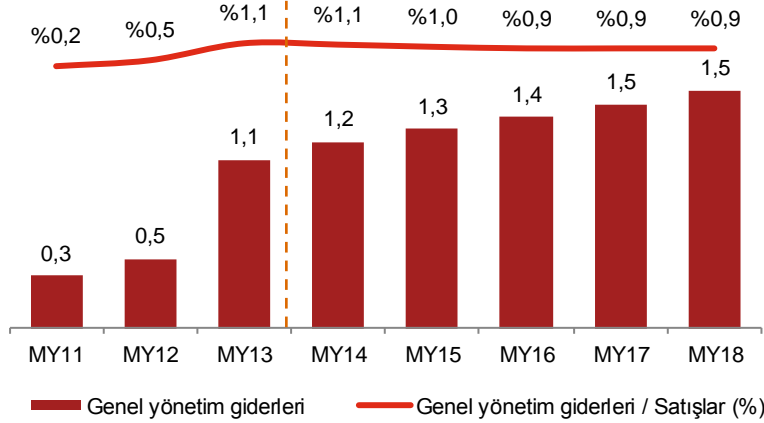


Kaynak: Şirket Yönetimi

Genel yönetim giderleri

Genel yönetim giderlerinin projeksiyon döneminde satışların yaklaşık %1'i kadar olması beklenmektedir.

Genel yönetim giderleri* (m TL)



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

2013 yılında göreve başlayan yeni genel müdür ve kurulan yeni pazarlama ekibinin etkisiyle çalışan sayısı artmış, bu nedenle personel giderleri yükselmiştir.

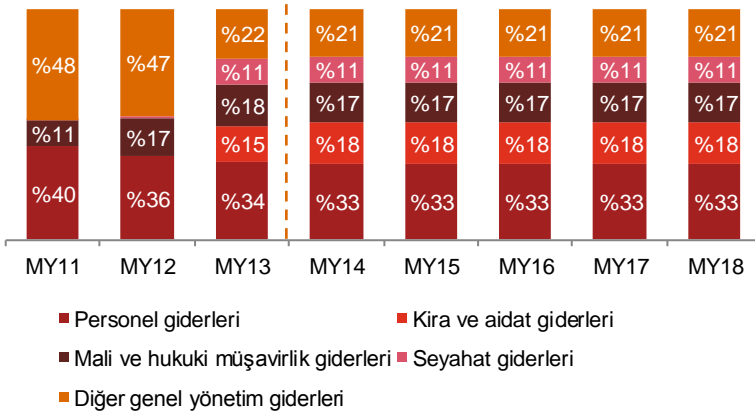
Kira giderleri 2013 yılı öncesinde satış pazarlama giderlerinde izlenmekte iken, yeni yönetimle beraber merkez ofisin plazaya taşınmasına bağlı olarak genel yönetim giderlerinde izlenmeye başlamıştır.

Seyahat giderleri yeni ekibin yurt içi ve yurt dışı seyahatleri sırasında oluşan giderleri içermektedir.

Tek seferlik giderler projeksiyon döneminde genel yönetim giderlerine dahil edilmemiştir. Tek seferlik giderler, Şirket'in esas faaliyet konusu ile doğrudan alakalı olmayıp tekrar etmeyen nitelikte olan giderlerden oluşmaktadır (Araç alım vergileri, tapu masrafları, bağış ve yardımlar vb.).

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

Genel yönetim giderleri* (%)

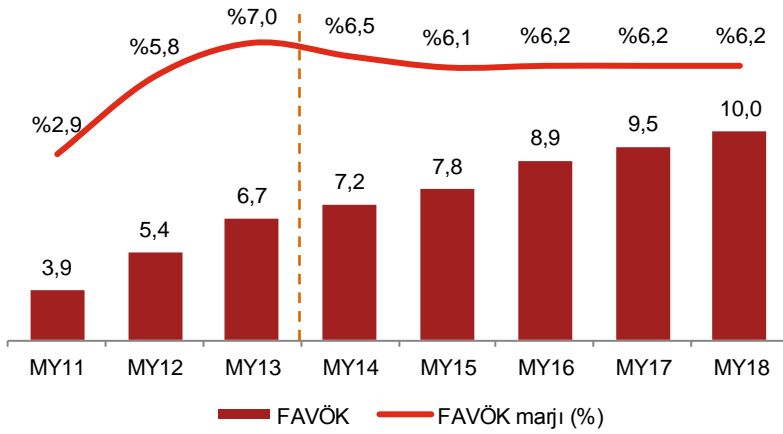


Kaynak: Şirket Yönetimi

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

FAVÖK

FAVÖK* (m TL) ve FAVÖK marjı* (%)



Kaynak: Şirket Yönetimi

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

Şirket'in FAVÖK marjı, 2011 yılındaki düşük brüt kar marjlı satışların etkisiyle %2,9 olarak gerçekleşmiş, 2012 yılında ise FAVÖK marjı %5,8 seviyelerine yükselmiştir. 2013 yılında brüt kar marjına bağlı olarak FAVÖK marjı daha da yükselerek %7,0 olarak gerçekleşmiştir.

Projeksiyon döneminde, 2014-2016 döneminde öngörülen satış artışları nedeniyle brüt kar marjının 2014 yılında %8,5'e ve sonrasında %8,0 seviyelerine gerileyeceği, FAVÖK marjının ise %6,0-%6,5 aralığında seyredeceği tahmin edilmektedir.

Amortisman ve vergi

Amortisman

('000 TL)	MY14	MY15	MY16	MY17	MY18
Mevcut yatırımların amortismanı	27	19	18	18	7
Yeni yatırım amortismanı	8	17	27	38	49
Toplam amortisman	35	36	46	56	57

Kaynak: Şirket Yönetimi

Kurumlar vergisi

(m TL)	MY14	MY15	MY16	MY17	MY18
FAVÖK	7.245	7.830	8.938	9.474	10.043
Amortisman	(35)	(36)	(46)	(56)	(57)
FVÖK	7.210	7.794	8.893	9.418	9.986
Vergi oranı	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
FVÖK üzerindeki vergi karşılığı	1.442	1.559	1.779	1.884	1.997

Kaynak: Şirket Yönetimi

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

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

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.

Net işletme sermayesi

Düzeltilmiş net işletme sermayesi

('000 TL)	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Ticari alacaklar	19.894	33.833	29.920	34.821	40.200	45.424	48.149	51.038
Stoklar	3.012	343	2.569	3.008	3.491	3.945	4.182	4.433
Diğer dönen varlıklar	409	5.807	2.074	2.414	2.786	3.148	3.337	3.538
Ticari borçlar	(2.079)	(15.128)	(6.554)	(8.288)	(9.620)	(10.870)	(11.522)	(12.214)
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	(59)	(1.626)	(335)	(393)	(456)	(515)	(546)	(579)
Düzeltilmiş NIS	21.177	23.228	27.673	31.562	36.401	41.132	43.600	46.216
Net satışlara oranı (%)	%15,5	%22,8	%28,9	%28,3	%28,3	%28,3	%28,3	%28,3
Net işletme sermayesindeki değişim	(6.451)	(2.052)	(4.444)	(3.889)	(4.839)	(4.731)	(2.468)	(2.616)

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Net işletme sermayesi gün sayıları

Gün	MY11	MY12	MY13	MY14- MY18
Ticari alacaklar	49	112	106	106
Stoklar	8	1	11	11
Ticari borçlar	6	58	27	27

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 yılsonundaki 106 gün, stoklar için 11 gün ve ticari borçlar için de 27 gün seviyeleri öngörülmüştür.

Devam eden değer

Şirketin devam eden dönemde sabit %6 büyüme oranını koruyacağı tahmin edilmiştir. Buna göre hesaplanan serbest nakit akımı 5,6m TL olarak tahmin edilmiştir.

Devam eden değer (DED)

('000 TL)	DED
(1) Satış gelirleri	172.983
Değişim (%)	%6,0
Satışların maliyeti	(159.144)
Brüt kar	13.839
Brüt kar marjı (%)	%8,0
(2) Satış pazarlama giderleri	(1.557)
Genel yönetim giderleri	(1.636)
FAVÖK	10.645
FAVÖK marjı (%)	%6,2
(3) Amortisman	(122)
FVÖK	10.524
(4) Vergi ve yasal yükümlülük karşılığı	(2.105)
(3) Amortisman	122
Operasyonel nakit akımı	8.541
(5) NİS'teki değişim	(2.773)
(3) Yatırım harcamaları	(122)
Serbest nakit akımı	5.646

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

(1) Satış gelirleri: 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) Operasyonel giderler: Şirket'in projeksiyon döneminden sonraki devam eden dönemde FAVÖK marjının %6,2 seviyelerinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

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

(4) Vergi ve yasal yükümlülük karşılığı: 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 %28,3 olarak sabit kalacağı varsayımıyla hesaplanmıştır.

Serbest nakit akımları

31 Aralık 2013 itibariyle projeksiyon dönemi boyunca gerçekleşmesi beklenen serbest nakit akımlarının %13,7 oranında AOSM ile indirgenmesi, net borçluluk ve operasyonel olmayan sabit kıymetlerin ilave edilmesiyle Çelik İplik'in hisse değeri **40,1m TL** olarak tahmin edilmiştir.

Serbest nakit akımları

('000 TL)	MY14	MY15	MY16	MY17	MY18	DED
Satış gelirleri	111.338	128.535	145.240	153.954	163.191	172.983
Değişim (%)	%16,4	%15,4	%13,0	%6,0	%6,0	%6,0
Satışların maliyeti	(101.874)	(118.252)	(133.620)	(141.638)	(150.136)	(159.144)
Brüt kar	9.464	10.283	11.619	12.316	13.055	13.839
Brüt kar marjı (%)	%8,5	%8,0	%8,0	%8,0	%8,0	%8,0
Satış pazarlama giderleri	(1.002)	(1.157)	(1.307)	(1.386)	(1.469)	(1.557)
Genel yönetim giderleri	(1.217)	(1.296)	(1.374)	(1.456)	(1.544)	(1.636)
FAVÖK	7.245	7.830	8.938	9.474	10.043	10.646
FAVÖK marjı (%)	%6,5	%6,1	%6,2	%6,2	%6,2	%6,2
Amortisman	(35)	(36)	(46)	(56)	(57)	(122)
FVÖK	7.210	7.794	8.893	9.418	9.986	10.524
Vergi ve yasal yükümlülük karşılığı	(1.442)	(1.559)	(1.779)	(1.884)	(1.997)	(2.105)
Amortisman	35	36	46	56	57	122
Operasyonel nakit akımı	5.803	6.271	7.160	7.591	8.046	8.541
NİS'teki değişim	(3.889)	(4.839)	(4.731)	(2.468)	(2.616)	(2.773)
Yatırım harcamaları	(78)	(90)	(102)	(108)	(115)	(122)
Serbest nakit akımı	1.835	1.341	2.327	5.015	5.315	5.646
Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti	%13,7	%13,7	%13,7	%13,7	%13,7	%13,7
Kısmi dönem etkisi	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00
Dönem ortası etkisi	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50	4,50
İndirgeme faktörü	0,94	0,82	0,73	0,64	0,56	0,56
İndirgenmiş serbest nakit akımı	1.721	1.106	1.688	3.198	2.981	41.062

('000 TL) 31.12.2013

İnd. nakit akımları (MY14-MY18)	10.694
Devam eden değer (MY18 sonrası)	41.062
Şirket değeri	51.756
Net borçluluk	(17.897)
Operasyonel olmayan varlıklar	6.225
Hisse değeri	40.083

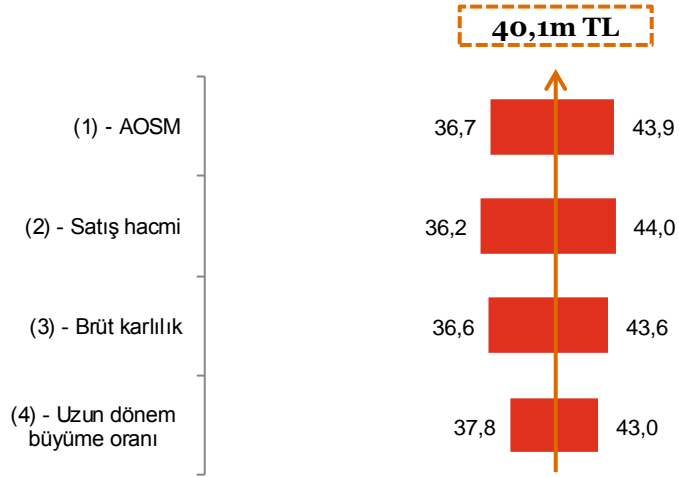
Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Projeksiyon dönemi boyunca gerçekleşmesi beklenen serbest nakit akımları %13,7 oranında AOSM ile 31 Aralık 2013 tarihine indirgenmiştir. Buna göre Çelik İplik'in Şirket Değeri yaklaşık **51,8m TL** olarak tahmin edilmiştir. Net borçluluk ve operasyonel olmayan sabit kıymetlerin ilave edilmesi ile hisse değeri **40,1m TL** olarak tahmin edilmiştir.

Duyarlılık analizi

Duyarlılık analizi sonucunda Gelir Yaklaşımı kapsamında Çelik İplik'in hisse değeri **36,2m TL ile 44,0m 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 **36,2m TL ile 44,0m TL arasında tahmin edilmiştir.**

Piyasa Yaklaşımı

Piyasa Yaklaşımı (1/4)

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 gelişmekte olan ülkelerde 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 değerlendirmesinde karşılaştırılabilirlik kriteri belirlenirken örnekleme grubunun Şirket ile faaliyet alanları, karlılık seviyesi, borç/öz kaynak oranı ve şirket büyüklüğü açısından benzerlik göstermesine özen gösterilmiştir.

Sonuç

- Piyasa Yaklaşımı kapsamında İplik Sektörü'nde Çelik İplik ile benzer faaliyet ve büyüklüğe sahip uygun şirketlerin ortalama Şirket Değeri / FAVÖK çarpanı uygulanarak bir değer aralığı belirlenmiştir.

Piyasa Yaklaşımı (2/4)

Karşılaştırılabilir şirketler analizi

Piyasa Yaklaşımı kapsamında Karşılaştırılabilir Şirketler analizine göre Çelik İplik'in hisse değeri **39,9m TL ile 45,5m TL** arasında tahmin edilmiştir.

('000 TL)	MY12	MY13	MY14
	Gerçekleşen	Gerçekleşen	Tahmini
FAVÖK, indirgenmiş	6.136	6.452	6.794
ŞD/FAVÖK çarpanı (x)	7,8	7,8	7,8
Şirket değeri	47.905	50.369	53.039
Net borçluluk	(17.897)	(17.897)	(17.897)
Operasyonel olmayan varlıklar	6.225	6.225	6.225
Hisse değeri	36.233	38.696	41.366
Likidite indirimi (-10%)	(10%)	(10%)	(10%)
Kontrol gücü primi (+20%)	20%	20%	20%
Düzeltilmiş hisse değeri	39.856	42.565	45.503

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

- Piyasa Yaklaşımı kapsamında yapılan Karşılaştırılabilir Şirketler analizinde belirlenen FAVÖK çarpanının Şirket'in FAVÖK'üne uygulanmasıyla şirket değeri **47,9m TL ile 53,0m TL** arasında tahmin edilmiştir. Şirket değerinden net borcun düşülmesi ve operasyonel olmayan gayrimenkullerin eklenmesi ile hisse değeri bulunmuştur.
- Tahmin edilen hisse değeri üzerine, Şirket'in hisselerinin herhangi bir menkul kıymetler borsasında alım satıma konu olmadığı ve bu nedenle karşılaştırılabilir şirketler kadar likit bir yatırım olmadığı göz önüne alınarak %10 oranında likidite indirimi uygulanmıştır. Bunun yanı sıra karşılaştırılabilir şirketlerin %100 hisse kontrolünü yansıtmaması ve Şirket'in %100 hisse değerinin tahmin edilmesi nedeniyle elde edilen çarpanlara %20'lik kontrol primi eklenmiştir. Likidite indirimi ve kontrol primine ilişkin oranlar PwC Global Anketleri göz önüne alınarak belirlenmiştir.
- Buna göre, Piyasa Yaklaşımı kapsamında Karşılaştırılabilir Şirketler analizine göre Çelik İplik'in 31 Aralık 2013 tarihi itibarıyla düzeltilmiş hisse değeri **39,9m TL ile 45,5m TL** arasında tahmin edilmiştir.

Piyasa Yaklaşımı (3/4)

Karşılaştırılabilir işlemler analizi

('000 TL)	MY13
Çelik İplik hisse değeri @26 Mart 2013	45,8
Çelik İplik hisse değeri @10 Ekim 2013	60,0

- Piyasa Yaklaşımı kapsamında yapılan Karşılaştırılabilir İşlemler analizinde, Çelik İplik için 2013 yılında gerçekleştirilen hisse devir işlemleri dikkate alınmıştır.
- Buna göre, gerçekleşen ilk işlemde Çelik İplik'in %55 hissesi Murat Çelik tarafından Karkim Sondaj Akışkanları'na devredilmiştir. Bu devir işlemine göre 26 Mart 2013 tarihi itibarıyla Çelik İplik'in hisse değeri 45,8m TL olarak hesaplanmıştır. Gerçekleşen ikinci işlemde ise yine Murat Çelik'e ait olan %45 hisse, Osis Sınai Yatırımlar'a devredilmiştir. Bu işleme göre 10 Ekim 2013 tarihi itibarıyla Çelik İplik'in hisse değeri 60,0m TL olarak gerçekleşmiştir.

Piyasa Yaklaşımı (4/4)



Beta analizi

Şirket adı	Hisse Değeri (m TL)	Şirket Değeri (m TL)	Net Satışlar (m TL)	FAVÖK (m TL)	FAVÖK marjı (%)	ŞD / Satışlar (x)	ŞD / FAVÖK (x)	Gözlem sayısı	Sermaye betası	Ort. Borç/Özkaynak oranı	Vergi oranı	Varlık betası
Hubei Golden Ring Co	496	605	178	21	%10,1	3,4	18,4	57	0,63	%33,2	%25	0,50
Jiangsu Sanfangxiang Industry Co Ltd	483	279	409	37	%8,9	0,7	7,6	55	0,57	%1,4	%25	0,56
Bombay Dyeing & Manufacturing Co Ltd	545	841	773	67	%8,6	1,1	12,6	59	0,76	%74,6	%32	0,50
Indus Dyeing & Manufacturing Co Ltd	431	612	395	60	%15,3	1,6	10,2	45	0,51	%34,4	%35	0,41
Xiake Color Spinning Co Ltd	449	799	711	34	%7,0	1,1	21,6	54	0,84	%74,1	%25	0,54
Cia de Tecidos do Norte de Minas - Coteminas	241	917	2.119	170	%8,0	0,4	5,4	54	1,75	%186,9	%34	0,78
Gujarat Ambuja Exports Ltd	130	174	997	65	%6,5	0,2	2,7	59	1,28	%73,5	%32	0,86
Alex Spinning & Weaving	114	180	64	11	%17,4	2,8	16,2	57	1,10	%64,6	%25	0,74
Siyaram Silk Mills Ltd	91	186	385	43	%11,1	0,5	4,4	59	0,96	%106,2	%32	0,56
Pettenati SA Industria Textil	60	142	307	23	%7,6	0,5	6,1	42	0,94	%159,4	%34	0,46
Maharaja Shree Umaid Mills	74	118	167	32	%18,5	0,7	4,0	59	0,42	%63,6	%32	0,29
Mafatal Industries Ltd	53	61	264	16	%5,9	0,2	3,9	59	1,55	%84,1	%32	0,99
Golden Textiles & Clothes Wool	37	40	34	5	%14,5	1,2	8,1	57	1,26	%19,6	%25	1,10
Minimum	37	40	34	5	%5,9	0,2	3	42	0,42	%1,4	%25	0,29
Maksimum	545	917	2.119	170	%18,5	3,4	22	59	1,75	%186,9	%35	1,10
Medyan	130	186	385	34	%8,9	0,7	8	57	0,94	%73,5	%32	0,56
Ortalama	246	381	523	45	%10,7	1,1	9	55	0,97	%75,0	%30	0,64
PwC Analizi (Seçilenler Ortalama)					12,8%	0,9	7,8		0,74	%50,0		0,57

Kaynak: Bloomberg, PwC Analizi

- Piyasa Yaklaşımı kapsamında Karşılaştırılabilir Şirketler analizinde gelişmekte olan ülkelerde iplik sektöründe faaliyet gösteren ve Çelik İplik ile faaliyet alanları, karlılık seviyesi, borç/özkaynak oranı ve şirket büyüklüğü olarak benzerlik gösteren halka açık şirketlerin verilerinden yararlanılmıştır.
- Karşılaştırılabilir Şirketler analizinin sonucunda Şirket için FAVÖK çarpanı **7,8x**, borç/özkaynak oranı yaklaşık **%50,0** ve varlık betası **0,57** olarak tahmin edilmiştir.

Karşılaştırılabilir şirketler özet bilgileri (1/2)

	Jiangsu Sanfangxiang Industry Co Ltd	Faaliyet Konusu Pamuk iplik, sentetik iplik ve tekstil üretimi	Şirket 1981'de Çin'de kurulmuştur. Yıllık 1,1m metre polyester iplik üretim kapasitesine sahiptir. Ürünlerini Avrupa, ABD, Kanada, Japonya ve Almanya gibi pazarlara ihraç etmektedir.
	FAVÖK 37m TL	Şirket Değeri 279m TL	
	Bombay Dyeing & Manufacturing Co Ltd	Faaliyet Konusu Pamuk tekstil, dokuma olmayan kumaş, polyester iplik üretimi	Şirket 1879'da Hindistan'da kurulmuştur. Yıllık 182 bin metre polyester iplik üretim kapasitesine sahiptir. Ürünlerini Avrupa, Kuzey ve Güney Amerika ve Ortadoğu'daki pazarlara ihraç etmektedir.
	FAVÖK 67m TL	Şirket Değeri 841m TL	
	Indus Dyeing & Manufacturing Co Ltd	Faaliyet Konusu Karışımli, bükümlü ve sentetik iplik üretimi	1955 yılında Pakistan'da kurulmuştur. Şirket yıllık 342 bin ton iplik üretim kapasitesine sahiptir.
	FAVÖK 60m TL	Şirket Değeri 612m TL	

Kaynak: Bloomberg, Şirket Yönetimi

Karşılaştırılabilir şirketler özet bilgileri (2/2)

	Siyaram Silk Mills Ltd		<p>1978 yılında Hindistan'da kurulan şirket 1980'de halka arz edilmiştir. 1984'ten beri iplik üretimi yapmaktadır.</p>
	Faaliyet Konusu	İplik, kumaş ve tekstil üretimi	
	FAVÖK	43m TL	
	Şirket Değeri	186m TL	
	Maharaja Shree Umaid Mills		<p>Şirket 1939'da Hindistan'da kurulmuştur. Günlük 70 ton iplik üretim kapasitesine sahiptir.</p>
	Faaliyet Konusu	Sentetik karışımli iplik ve kumaş üretimi	
	FAVÖK	32m TL	
	Şirket Değeri	118m TL	
	Golden Textiles & Clothes Wool		<p>Şirket 1982 yılında Mısır'da kurulmuştur. Başlıca ihracat pazarları Avrupa ve Kuzey Amerika'dır.</p>
	Faaliyet Konusu	Yün işleme ve yün karışımli iplik üretimi	
	FAVÖK	5m TL	
	Şirket Değeri	40m TL	

Kaynak: Bloomberg, Şirket Yönetimi

Ekler

Ekler	49
1 Sözleşme	50
2 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	56
3 Değerleme Yöntemleri	57
4 Bilgi Kaynakları	58

Sözleşme (1/6)

PwC

CLK Holding A.Ş.

Oruç Reis Mahallesi Tekstilkent Caddesi
Kozan Plaza B Blok Kat: 13 Daire No: 45-47
Esenler-İstanbul

PriswaterhouseCoopers
Danışmanlık Hizmetleri Limited Şirketi
Büyükdere Cad. No: 100-102
Maya Akar Center B Blok K.8
34394 Beşiktaş/İstanbul - Turkey
Telephone : +90 (212) 355 5858
Fax : +90 (212) 355 5858

30 Aralık 2013

Sayın Yönetim Kurulu Üyeleri,

KONU: FİNANSAL DANIŞMANLIK HİZMETLERİNE İLİŞKİN SÖZLEŞME

Bu sözleşme, CLK Holding A.Ş. ("CLK" veya "Holding")'nin talebi üzerine Çelik İplik San.ve Tic. A.Ş. ("Çelik İplik" veya "Şirket")'nin hisse değeri tahmin çalışmasının kapsamının, danışmanlık ücretinin ve tarafların yükümlülüklerinin açıklanması amacıyla hazırlanmıştır.

1. Verilecek Hizmetlerin Kapsamı

1.1 Değerleme Hizmetleri

Değerleme çalışmasında, değerlendirme tarihi itibarıyla geçerli olan en son mali tablolar, finansal projeksiyonlar ve iş planı dikkate alınarak Şirket'in değeri tahmin edilecektir. Değerleme çalışmasına ilişkin en son finansal veriler ve projeksiyonlar Holding ve Şirket yönetimleri tarafından sağlanacaktır.

Değerleme çalışması gizlilik içinde yürütülecek ve çalışma bittikten sonra raporun teslim edileceği kişiler dışında gizlilik korunacaktır. Çalışma sonucunda Şirket'in değerinin yer aldığı Türkçe bir rapor hazırlanacaktır.

Değerleme çalışması niteliği gereği bir bilim olarak algılanmamalı ve sonuçta elde edilen değerlerin kesin ve tam olduğu düşünülmemelidir. Ayrıca elde edilen sonucun subjektif ve bireysel değerlendirme içerdiği de göz önünde bulundurulmalıdır. Bu nedenle, tek ve kesin bir değer yerine bir değer aralığı tahmini yapılacaktır.

PwC

2. Değerleme Yöntemleri

Şirket'in değerlendirilmesinde aşağıda kısaca izah edilen gelir yaklaşımı altında indirgenmiş nakit akımları (INA) yöntemi ve Piyasa Yaklaşımı yöntemlerinden uygun olanlar kullanılacaktır.

2.1 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları (INA) Yöntemi

Bu yöntemde göre bir şirketin değeri, hâlihazırda müşteri portföyü, pazar payı, hizmet potansiyeli, organizasyonu ve yönetim kadrosu ile gelecekte ortaya çıkması beklenen nakit akımlarının analizi sonucu elde edilmektedir. Bu yöntem özetle, bir şirketin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının değerlendirilmesine indirgenmesi olarak ifade edilebilir. İndirgeme işlemi, piyasa koşullarına paralel ve şirketin risk profiline uygun bir iskonto oranının nakit akımlarına uygulanması sonucu gerçekleştirilmektedir.

INA yönteminin uygulanması sırasında gelecek dönemde elde edilecek nakit akımlarını belirleyen finansal model geliştirilecektir. Bu finansal modele bazı varsayımlar, projeksiyonlar ve teknik veriler Holding ve Şirket yönetimleri tarafından sağlanacaktır.

2.2 Piyasa Yaklaşımı - Karşılaştırılabilir Piyasa Değeri Yöntemi

Şirket değerlendirilmesinde aynı sektördeki faaliyet konusu benzer şirketlerin çeşitli finansal rasyolarının ortalamaları ve/veya sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan rasyolar dikkate alınarak değerlendirilmiştir. Bu yöntem genel olarak iki ayrı şekilde gerçekleştirilmektedir.

2.2.1 Karşılaştırılabilir Şirketler Analizi

Bu yöntemde yurtiçi ve yurtdışı borsalarda işlem gören ve benzer faaliyetlere sahip şirketler tespit edilmektedir. Bu şirketlerin değerlendirme katsayıları analiz edilmekte ve analiz sonuçları Şirket'in finansal verilerine uygulanarak göstergesi bir değere ulaşılmaktadır.

2.2.2 Karşılaştırılabilir İşlemler Analizi

İkinci temel yöntem olan karşılaştırılabilir işlemler analizi çalışmasında ise faaliyetleri ve finansal büyüklükleri benzer şirketlerin yurtiçi ve yurtdışında gerçekleşmiş satış işlemleri araştırılmakta, bu işlemlerde oluşan değerlendirme katsayıları analiz edilmekte ve analiz sonuçları Şirket'in finansal verilerine uygulanarak göstergesi bir değere ulaşılmaktadır.

PwC

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 iznimiz 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 kullanımını 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 yazıda 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 yanltus, 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, birlikte 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, yazmalar 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 olmadıkları 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 belirleneceği 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 Sözleşmesi'nin 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 ödenene dek, 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 bildirmediğiniz 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 tarafa 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 önceden 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 askıya 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 askıya 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 askıya alma işleminin ardından Sözleşme'nin sona erdirilmesi: Taraflar, askıya alma tarihinden itibaren 30 gün içerisinde askıya alınmaya neden olan durumun düzeltilenmiş olması halinde, karşı tarafa yazılı bildirim yapmak suretiyle Sözleşme'yi sona erdirebilirler.

5.4 Derhal askıya alınmanın ardından değişiklik yapılması: Sözleşmenin bizim tarafımızdan yukarıda madde 5.2'ye göre derhal askıya 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 görüşür.

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 yasalarda 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 olacağımızı 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 dönülmez 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 kısıtlayamaz. 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)	%10,4	a	31 Aralık 2013 itibariyle 10 yıllık TL cinsinden devlet tahvili getirisi
Varlık betası	0,57	b	Benzer şirketler analizi ile bulunmuştur. (Sermaye betalarının Miller Modigliani formülüne göre değiştirilmesiyle bulunmuştur.)
Borç/sermaye oranı	%50,0	c	Benzer şirketler analizi ile şirket hisse değeri ve borcu göz önünde bulundurulmuştur.
Borç/ kaynak oranı	%33,3	$d=(1/(1+1/c))$	Hedef kaldıraç oranı = Borç / (Borç + Sermaye)
Sermaye betası	0,80	$e=b*(1+c*(1-t))$	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	%15,6	$i=a+e*f$	Sermaye Maliyeti = (RGO) + Sermaye Betası x (PRP)
Vergi oranı	%20	t	Kurumlar vergisi oranı
Borç primi	%2	k	Risksiz getiri oranı üzerine eklenen borçlanma primi
Borç maliyeti	%9,9	$l=(a+k)*(1-t)$	Borç Maliyeti = (RGO + Borç Primi)*(1-Vergi oranı).
Vergi sonrası AOSM	%13,7	$m=l*d+i*(1-d)$	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:

$$AOSM = Ms * S / (B+S) + Mb * B / (B+S) * (1-v);$$

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

$$Mb = \text{Borçlanma Maliyeti}$$

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

$$B = \text{Finansal Borç Tutarı}$$

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

$$v = \text{Vergi Oranı}$$

Bilgi Kaynakları

- Yapılan değerlendirme 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
 - 31.12.2013 tarihi itibari ile ayrıntılı sabit kıymet listesi

Kısaltmalar (1/3)

Terim	Tanım
\$	Amerikan Doları
A.Ş.	Anonim Şirketi
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	Uluslararası 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 İşletme 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
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
ŞD	Şirket Değeri
T	Tahmini
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	Türk Lirası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
UFRS	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
VUK	Vergi Usul Kanunu
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı



© 2014 PricewaterhouseCoopers Danışmanlık Hizmetleri Ltd. Şti. Tüm hakları saklıdır. Bu raporda "PwC", her üye şirketi ayrı bir tüzel kişilik olan PricewaterhouseCoopers International Limited'in üye şirketlerinden PricewaterhouseCoopers Danışmanlık Hizmetleri Ltd. Şti.'yi ifade etmektedir.