ARBUL ENTEGRE
TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.

ARBUL ENTEGRE TEKSTİL İŞLETMELERİ
ANONİM ŞİRKETİ

FİYAT TESPİT RAPORU

08.04.2014

A1 Capital

A1 CAPİTAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Maslak-İST:270189

İÇİNDEKİLER

		Sayfa No
1.	RAPORUN AMACI	3
2.	DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN ETİK İLKELER	3
3.	SINIRLAYICI KOŞULLAR	3
4.	ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	4
5.	ŞİRKETİN FAALİYETLERİ ve FAALİYET GÖSTERİLEN SEKTÖRLER HAKKINDA BİLGİ	4
6.	FİNANSAL TABLOLAR	8
7.	DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	9
	7.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi	9
	7.1.1. Varsayımlar	9
	7.1.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemine Göre Şirket Değeri	12
	7.2 Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi	13
	7.2.1 BİST – 100 Endeksi Çarpanlarına Göre Şirket Değeri	14
	7.2.2 Tekstil ve Deri Sektörü Endeksi Çarpanlarına Göre Şirket Değeri	14
	7.2.3 Benzer Şirketlerin Çarpanlarına Göre Şirket Değeri	15
8.	SONUÇ	16

A1 CAPITAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Beybi Giz Plaza Meydan Sok. No:1
Kat:2 D:5-6 Maslak-İSTANBUL
Maslak V.D. 388 004 3521 Ticaret No:270189
www.a1capital.com.tr
Mersis No:784 027 3469 4 0150

1. RAPORUN AMACI

Bu rapor, Arbul Entegre Tekstil İşletmeleri Anonim Şirketi ("Arbul", "Şirket" veya "İhraççı") ile A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. ("A1 Capital") arasında 25.03.2013 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık ve yüklenim sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerin belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

2. DEĞERLEME ÇALIŞMASI SIRASINDA UYGULANAN ETİK İLKELER

- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- A1 Capital, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Yapılan değerleme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirkete ve hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işi bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Hukuka uygun davranılmış ve konuyla ilgili yasal mevzuata riayet edilmiştir.

3. SINIRLAYICI KOŞULLAR

- Raporda kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır.
- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerleme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.
- Değerleme çalışmaları genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemiştir.
- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere A1 Capital'e sunulan bilgilerin güvenilir ve doğru olduğu varsayılmış, bu bilgilerin güvenilir ve doğruluğu denetlenmemiştir.
- Şirket hissedarlarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- A1 Capital, Şirket tarafından sağlanan projeksiyonların gerçekleştirilebilirliği üzerinde bir çalışma yapmamış olup; Şirket ve ilgili personellerden elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.

A1 CAPİTAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.

- Kullanılan projeksiyonların değiştirilmesi ve farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

4. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Arbul 19.04.2000 yılında süresiz olarak kurulmuştur.

Şirket 10.800 m² kapalı ve 11.145 m² açık alanda yer alan ana üretim makina parkuru ve stok alanı ile Çorlu, Tekirdağ'da hizmet vermektedir.

Şirketin genel yönetim merkezi Bahçelievler'de yer almaktadır.

Şirketin kayıtlı sermaye tavanı 62.000.000 TL olup, çıkarılmış sermayesi 20.000.000 TL'dir. Şirketin ortaklık yapısı aşağıda gösterilmiştir:

Ortağın Adı, Soyadı	Sermayedeki Payı (TL)	Oranı (%)
Arif CERİT	15.631.000	78,16
Sinem Fatma İSTİKBAL	2.244.000	11,22
Abdulkadir CEBECİ	2.125.000	10,63
TOPLAM	**20.000.000**	**100,00**

Şirket'in 31.12.2013 tarihi itibariyle çalışan sayısı 81'dir.

5. ŞİRKETİN FAALİYETLERİ ve FAALİYET GÖSTERİLEN SEKTÖRLER HAKKINDA BİLGİ

Şirket'in Faaliyetleri Hakkında Bilgi:

Şirket`in ana faaliyet konusu, satın aldığı ham kumaşı boyama ve apre adı verilen terbiyeleme işleminden geçirerek; renkli, desenli ve talebe göre çeşitli özellikler kazandırılmış nihai kumaş üretmektir.

Şirket'in ürettiği boyalı kumaşlar, konfeksiyon üreticisi firmalar tarafından satın alınmakta ve tüketicilere yönelik; kadın, erkek, çocuk giyiminde kullanılan çeşitli giyim ürünleri üretiminde kullanılmaktadır. Bu üreticilerin büyük bir kısmı faaliyetlerini ihracat yönelik gerçekleştirmektedir.

Kumaşın hammaddesi olan iplik günümüzde çeşitli farklı karışımlardan oluşmaktadır. Bu hammaddelere örnek olarak pamuk, viskon, organik pamuk, tencell, pamuk modal/micromodal bambu, kaşmir, angora, yün, ipek, keten, akrilik, rayon, poliester, poliamid elyaf verilebilir. Ham kumaşlar reaktif asit, dispers ve boya gruplarıyla çeşitli süreçlerden geçirilir.

Şirketin üretim adımları aşağıdaki gibi özetlenebilir:

1. Hammaddenin depo kayıt sisteminin yapılması,
2. Hammaddenin teknik değerlerinin tespiti ve kalite kontrolü,
3. Üretim iş emirlerinin hazırlanması,
4. Renk kontrollerinin yapılması,
5. Hammaddenin üretime alınması,
6. Üretim sonrası ara kontrol,
7. Terbiye işleminin yapılması,

A1 CAPITAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.

8. Son kalite kontrol,
9. Paket / Ambalaj

Üretim ve tebiyeleme işlemlerinden geçirilerek, müşterinin istediği şekilde renkleri ve desenleri belirlenmiş kumaşlar talebe göre aşağıdaki özellikler kazandırılabilmektedir:

- Buruşmazlık
- Sertleştirme
- Anti-pilling
- Anti-statik
- Su, kir,yağ itici
- Hızlı kuruma
- Antibakteriyel
- Anti-polen

Sektör Hakkında Bilgi:

Tekstil Sektörünün Tanımı

Tekstil sektörü, hazır giyim sektörünün tedarik zinciri altında yer alan ve geniş kapsamlı üretim yelpazesine sahip konumundadır. Her nevi ihtiyaca yönelik elyaf, iplik, örme dokuma kumaş, keçe ve tufting yüzeylerin dahil olduğu dokusuz yüzeyler, ev tekstili ürünleri, halılar, bunların yanında ağ, ip, kablo, taşıyıcı tekstil bandı, branda, koruyucu bez, filtre, paraşüt, fren bezi, keçe gibi teknik kullanıma yönelik ürünler tekstil sektöründe yer almaktadır.

Örme ve dokuma kumaştan imal edilmiş tüm giyim ürünleri ise hazır giyim sektöründe üretilmektedir. Hazır giyim sektörü emek yoğun bir sektör olup, tekstil sektöründe üretilen ürünlerin moda sektörüne yönelik olarak işlendiği, katma değer yaratan, ancak emek yoğun olması dolayısıyla genelde işçiliğin ucuz olduğu gelişmekte olan ülkelerin yatırım yaptığı sektör olarak değerlendirilmektedir.

Dünya'da ve Türkiye'de Tekstil Sektörünün Yeri

Dünya tekstil sanayinde üretim ve üretici ülkeler dünya ticaretindeki gelişmeler ile birlikte önemli ölçüde bir dönüşüm içine girmiştir. Dünya Ticaret Örgütü tarafından 1995 yılında imzalanan ve 2005 sonrası tekstil ve hazır giyim ticaretinin tamamen liberalleşmesini öngören Tekstil ve Hazır Giyim Anlaşmasını takiben Çin'in 2001 yılında Dünya Ticaret Örgütü'ne üye olarak bu anlaşmaya taraf olması dünya tekstil sektöründe yeni bir dönem başlatmıştır. Bu yeni dönemde Çin küresel üretim merkezi haline dönüşmüştür. Yine Çin, ithalatçı ve yatırımcı kimliğini bu dönemde kazanmaya başlamıştır. Gelişen ülkeler içinde Hindistan, Pakistan, Bangladeş ve Endonezya gibi ülkeler gerek üretim maliyetlerinin düşük olmasının etkisiyle, gerekse önemli ithalatçı ülkelerle imzaladığı tercihli ticaret anlaşmaları ve düzenlemeleri vasıtasıyla önemli üreticiler ve ihracatçılar haline gelmişlerdir. Hindistan sektörde en büyük ikinci üretici olmuştur.

Bu sektörde dünyanın ikinci büyük üreticisi AB ülkeleri ise hem üretimlerini sürdürmekte hem de Çin, Türkiye, Bangladeş, Hindistan gibi üretici ülkelere üretim yaptırarak en büyük alıcı konumlarına devam etmektedirler. Güney Kore, Tayvan, Japonya ve ABD gibi gelişmiş ülkeler ise teknik tekstil üretimleri ve ihracatları ile sektördeki önemli varlıklarını teknoloji ve yüksek katma değerli üretim odaklı olarak sürdürmektedirler. Tekstil sektöründe özellikle AB ve ABD gibi büyük pazarlara ve kumaş tedarik eden hazır giyim sektörlerinin üretimin yapıldığı ülkelere yakın olan Mısır, Fas, Tunus, Romanya, Bulgaristan, Sri Lanka, Kamboçya gibi ülkeler de üretici ülkeler olarak yer almaktadırlar. Dünya tekstil imalat sanayi ihracatı 2011 yılında 295,7 milyar dolara yükselmiştir. Ancak 2012 yılında %4 gerileyerek 284 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.

Tekstil imalatı sanayi ihracatının toplam dünya ihracatı içindeki payı ise 2005 yılından bu yana gerileyerek %2,03'ten 2012 yılında %1,59'a düşmüştür. Tekstil imalatı sanayi ihracatının alt sektörler itibariyle dağılımı değerlendirildiğinde ise 2012 yılı itibariyle en yüksek ihracat 54 milyar dolar ile tekstil

A1 CAPİTAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Büyükdere Caddesi No:1
Kat:1 D:5-6 Maslak/İSTANBUL
Maslak V.D. 388 004 4621 Ticaret Sicil No:270189
www.a1capital.com.tr
Mersis No:724 922634443150

ipliklerinde gerçekleşmiştir. Teknik tekstillerin yer aldığı özel iplikler ve dokunmamış mensucat ihracatı ise 46 milyar dolar ile ikinci sırada yer almaktadır. Dünya tekstil ihracatında 2012 yılında Çin 95,45 milyar dolar ile en çok ihracat gerçekleştiren ülkedir. Hindistan 15,27 milyar dolar ile ikinci sırada yer almaktadır. Almanya 13,88, ABD 13,46 ve İtalya 13,16 milyar dolar ile bu iki ülkeyi izlemektedir. Güney Kore teknik tekstil ağırlıklı ihracatı ile altıncı sıradadır. Türkiye ise yedinci sırada yer almaktadır. Dünya tekstil ithalatında ilk sırayı 25,96 milyar dolar ile ABD almaktadır. ABD'yi Çin ve Almanya takip etmektedir. Türkiye tekstil imalatı sanayinde alt sektörler itibariyle Avrupa ve Dünya'da üretim ve ihracat alanında önemli büyüklüklere ve sıralamalara sahip bulunmaktadır.

Türkiye tekstil ihracatında 2012 yılında 11,09 milyar dolar ile dünya tekstil ihracatı içinde %3,9 pay alırken, ihracatta yedinci sırada yer almaktadır. Türk tekstil ihracatı dünya tekstil ihracatı içindeki payını sınırlı ölçüde ancak kademeli olarak artırmayı başarmaktadır. 2005 yılından bu yana dünya ihracatı içindeki payını 0,57 puan yükseltmiştir. Alt sektörlerin dünya ihracatı içindeki payları değerlendirildiğinde halılar ve diğer yer kaplamaları %12,62'ye ulaşan payı ile ilk sırada yer almaktadır.

Yıllar	Türkiye Toplam İhracat (milyar USD)	Hazır Giyim İhracat (milyar USD)	Hazır Giyimin İhracattaki Payı (%)
2002	36,2	9,18	25,4
2003	47,89	11,5	24
2004	64	13,08	20,51
2005	73,44	13,7	18,65
2006	85,76	13,99	16,31
2007	105,96	16,06	15,15
2008	127,5	15,74	12,35
2009	101,61	13,3	13,09
2010	112,2	14,62	13,03
2011	134,95	16,15	11,97
2012 (Altın Hariç)	137,71	16,09	11,68
2013 (İlk Sekiz Ay)	94,52	11,46	12,12

Kaynak: Türkiye İhracatçılar Meclisi Birlik Kayıt İstatistikleri

Tekstil Kimyasalları Sektörü

Tekstil kimyasalları sektörü Türkiye'nin lokomotif sektörlerinden tekstil sanayinin önemli girdilerini temin eden bir sanayi dalını oluşturmaktadır. Bu nedenle sektör, ülkemizdeki tekstil sanayine paralel olarak gelişmiştir. 1950'li yıllarda ithalat yoluyla temin edilen tekstil kimyasalları, 1960'lı yıllarla birlikte ülkemizde kurulan yerli ve yabancı sermayeli işletmeler tarafından üretilmeye başlanmıştır.

Sektör ürünleri, tekstil gelişiminin elyaf aşamasından bitmiş kumaş ya da giysiye kadar olan aşamalarında kullanılmaktadır. Bu ürünler;

- Sentetik elyaf üretim yağları,
- Bobin yağları,
- Haşıl maddeleri, haşıl vaks yağları (balmumu gibi) (ipliğe direnç sağlarlar)
- Haşıl sökme, ön terbiye, kasar, pişirme, merserizasyon maddeleri,
- Boya ve baskı yardımcıları (boyamanın düzgün olabilmesi için gerekli kimyasallar),
- Yıkama maddeleri,
- Finisaj maddeleri (apre ve avivaj maddeleri)

olarak gruplandırmak olasıdır.

A1 CAPİTAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Beylikbağ Plaza Meydan Sok. No:1
Kat:2 D:5-6 Maslak/İSTANBUL
Maslak V.D. 288 004 3521 Tic. Sic. No:270189
www.a1capital.com.tr
Mersis No:784 0288 0043 5210 0189

Sektörün ham maddeleri ise;

- Tabii veya mineral bazlı yağlar,
- Yağ derivatları (yağ, alkolleri, vs),
- Değişik aminler, polietilenler, nişasta ve parafinlerdir.

Dokuma ve Örme Kumaş İhracatında Başlıca Pazarlar

2013 yılında Türkiye'den en fazla dokuma kumaş ihraç edilen ülkeler Rusya, İtalya, Almanya, Romanya ve Tunus olarak sıralanmaktadır. İlk yirmi ülke içerisinde %92 ihracat artışı ile Ukrayna ve %61,9 ihracat artışı ile Çin dikkat çekerken, en yüksek oranlı düşüş %9,1 ile Fas'a ihracatta olmuştur.

2013 yılında örme kumaş ihracatının en fazla yapıldığı ülkeler Rusya, İtalya, Ukrayna, Bulgaristan ve Romanya olmuştur. En fazla ihracat yapılan ilk yirmi ülke içinde en yüksek oranlı artış %110,7 ile Moldovya'ya ihracatta kaydedilirken, en yüksek oranlı düşüş %23,2 ile Rusya'ya yapılan ihracatta olmuştur.

Şirket'in Sektördeki Yeri

Şirket; Tekstil sektöründe faaliyet göstermektedir. Yurt içinde hazır giyim imalatı yapan imalatçılar ve kumaş tüccarları, yurt dışında ise kumaş tüccarları, hazır giyim imalatçılarının yer aldığı pazarlara dönük faaliyetlerini sürdürmektedir.

Şirket, ürettiği ürünlerin yaklaşık %95'ini yurt dışına ihraç edilmek üzere "örme hazır giyim" imalatı yapan yurt içindeki imalatçı-ihracatçı firmalara satmaktadır. Ağırlıklı müşteri grubu, hazır giyim ihracatçılarıdır ve bu firmaların da ağırlıklı pazarı Avrupa'da bulunmaktadır. Bu nedenle talep edilen hazır giyim ürünleri, üretim istasyonlarındaki müşterinin şartları, beklentileri, özellikle çevre duyarlılığı, işgücü kalitesi, üretim ve çalışma normlarına uyum gibi alanlarda Avrupa standartlarında olması talep edilmektedir.

Şirket, yukarıda belirtilen isteklere uygun yönetim ve üretim hedefi ile faaliyetlerini sürdürmektedir. Bu yönüyle Şirket, bu şartları uygulayamayan diğer (merdiven altı) üreticiler ile pozitif ayrışıma tabi olduğundan, kendi üretim sahasında müşterileri tarafından tercih edilen üreticiler arasında bulunma hedefi ile yönetilmektedir.

Şirket, müşterisi olan hazır giyim ihracatçılarının önemli bir faaliyet alanını oluşturan yeni ürün ve koleksiyon yapma faaliyetini, bünyesinde bulundurduğu 5.000 çeşit değişik kalitelerde kumaş örnekleriyle müşterilerinin taleplerini çok büyük ölçüde karşılayabilmektedir. Şirketin sahip olduğu koleksiyon ve Ar-Ge alt yapısı, pazarda rekabet ettiği diğer üreticiler ile ciddi anlamda rekabet etme gücü kazandırmıştır. Şirket, bu avantajı ile müşterilerinin koleksiyon çeşidini daha fazla arttırmayı başararak yeni siparişler alma kabiliyetini yükseltmiştir.

Şirketin bulunduğu pazarda rekabet ettiği diğer üreticilerin bir kısmı bölgesel bir takım teşviklerle faaliyetlerini sürdürmektedir. Bu teşviklerin fiyatlara yansımasına bağlı olarak şirket dezavantaj yaşamaktadır. Bu dezavantajın minimum seviyelerde etkisinin hissedilmesi veya bertaraf edilmesi için Şirket, rakiplerinin üretemediği katma değeri yüksek ürünleri üretmek ve beraberinde yeni koleksiyon yaparak değişik müşteri gruplarına hizmet vermeyi benimsemiştir ve bu yönde yönetim stratejisi oluşturmuştur.

Türkiye geneli tekstil ve hammaddeleri sektöründe ihraç edilen ürün grupları sıralamasında, "dokuma kumaşlar" ve "örme kumaşlar" bazında ham kumaş üretim ve ihracına yönelik veriler bulunabilirken, boyalı kumaş üretimi ve ihracına yönelik veri seti bulunmamaktadır. Konfeksiyon sektörüne yönelik ara madde konumunda olan boyalı kumaş üretiminde Türkiye'de çok sayıda irili ufaklı firma faaliyet göstermektedir. Şirket'in bu sektörde gerek üretim gerekse satış anlamında pazar payı çok küçük kalmaktadır.

A1 CAPITAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Büyükdere Cad. Giz Plaza Meydan Sok. No:1
Kat:2,3,5-6 Maslak-İstanbul
Maslak V.D. 288 004 3521 Tic.Sic.No:270189
www.a1capital.com
Mersis No:784 022 6348443150

6. FİNANSAL TABLOLAR

BİLANÇO (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
VARLIKLAR	-	-	-
Dönen Varlıklar	**20.278.903**	**26.215.960**	**32.239.022**
Nakit ve Nakit Benzerleri	579.672	517.364	599.977
Ticari Alacaklar			
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	3.127.957	6.003.920	2.421.371
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	13.050.665	14.619.712	19.379.676
Diğer Alacaklar			
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	7.600	872.908	-
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	47.189	79.785	680.881
Stoklar	3.201.139	3.473.727	6.721.280
Peşin Ödenmiş Giderler		318.993	1.552.737
Diğer Dönen Varlıklar	264.681	329.551	883.100
Duran Varlıklar	**8.239.632**	**11.364.196**	**14.682.738**
Finansal Yatırımlar	612	612	-
Maddi Duran Varlıklar	7.709.399	10.635.612	13.281.693
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9.393	23.765	60.754
Peşin Ödenmiş Giderler		7.067	30.266
Ertelenmiş Vergi Varlığı	520.228	697.140	1.310.025
TOPLAM VARLIKLAR	**28.518.535**	**37.580.156**	**46.921.760**
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**19.128.071**	**13.580.689**	**16.572.436**
Kısa Vadeli Borçlanmalar	7.647.308	8.145.634	10.167.889
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	-	1.536.562	1.613.140
Ticari Borçlar			
-İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	5.631.707	-	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	4.663.104	3.517.144	3.368.076
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	-	368.313	491.673
Diğer Borçlar			
-İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	1.028.779	-	134.081
-İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	92.729	1.155	2.475
Ertelenmiş Gelirler	-	-	736.994
Kısa Vadeli Karşılıkları			
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	-	-	11.693
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	64.444	11.881	46.415
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**4.072.957**	**3.200.594**	**8.863.309**
Uzun Vadeli Borçlanmalar	3.726.393	2.241.258	7.832.993
Uzun Vadeli Karşılıkları			
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	293.572	221.285	234.284
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	52.992	738.051	796.032
ÖZKAYNAKLAR	**5.317.507**	**20.798.873**	**21.486.015**
Ödenmiş Sermaye	8.180.000	20.000.000	20.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler			
-Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları	-	2.827.229	2.827.229
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	-	-	81.439
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	(2.540.676)	(2.862.493)	(2.109.795)
Net Dönem Karı/Zararı	(321.817)	834.137	687.142
TOPLAM KAYNAKLAR	**28.518.535**	**37.580.156**	**46.921.760**

A1 CAPİTAL MENKUL DEĞERLER A.S.
Beybi [illegible] Meydan [illegible]
Kat:2 D:5-6 Maslak/İSTANBUL
Maslak V.D. [illegible] Ticaret Sic.No: [illegible]70189
www.a1capital.com.tr
Mersis No: [illegible]

Şirket'in yıllar itibariyle Gelir Tablosu aşağıdaki gibidir:

GELİR TABLOSU (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş		
KAR VE ZARAR KISMI	**31.12.2011**	**31.12.2012**	**31.12.2013**
Hasılat	35.535.719	45.223.710	45.460.746
Satışların Maliyeti (-)	(31.635.970)	(40.459.394)	(40.718.802)
BRÜT KAR / (ZARAR)	**3.899.749**	**4.764.316**	**4.741.944**
Genel Yönetim Giderleri (-)	(537.940)	(573.704)	(986.047)
Pazarlama Giderleri (-)	(431.888)	(451.830)	(828.223)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	(365.240)	(17.247)	(5.576)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	107.741	240.410	144.154
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(245.838)	(469.549)	(67.017)
ESAS FAALİYET KARI / (ZARARI)	**2.426.584**	**3.492.396**	**2.999.235**
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	-	400.978
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	-	(46.284)
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI / (ZARARI)	**2.426.584**	**3.492.396**	**3.353.929**
Finansman Gelirleri	756.269	742.905	857.347
Finansman Giderleri (-)	(3.705.199)	(3.599.824)	(4.079.038)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI / (ZARARI)	**(522.346)**	**635.477**	**132.238**
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri (-) / Geliri			
- Dönem Vergi Gideri (-) / Geliri	-	-	-
- Ertelenmiş Vergi Gideri (-) / Geliri	200.529	198.660	554.904
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI / (ZARARI)	**(321.817)**	**834.137**	**687.142**
Durdurulan Faaliyetler Dönem Karı / (Zararı)	-	-	-
DÖNEM KARI / (ZARARI)	**(321.817)**	**834.137**	**687.142**
Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç	**(0,039)**	**0,013**	**0,018**

7. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Arbul paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerin belirlenmesi amacıyla değerleme yöntemleri olarak İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır.

1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi
2. Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

7.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi

7.1.1. Varsayımlar

1. Projeksiyonlar Türk Lirası üzerinden yapılmış olup, aksi belirtilmedikçe tüm parasal büyüklükler TL cinsindendir.

2. Projeksiyon dönemi 2014-2018 yılları arasını kapsamakta olup, Şirketin indirgenmiş nakit akımları analizine ("İNA") göre değerlemesinde ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve söz konusu serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek bugünkü değerine indirgenmiştir.

3. Gelirler boyalı kumaş, fason boyama ve dijital baskı olmak üzere üç ana kalemde incelenmiştir.

4. Şirketin faaliyet konusu boyama üzerinedir. Şirket piyasadan tedarik ettiği ham kumaşı müşteri talebine göre boya süreçlerinden geçirerek kendi üretim süreci açısından mamül, konfeksiyon

A1 CAPITAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.

sektörü için ise yarı mamül olan bir üretim gerçekleştirmektedir. Bu durum projeksiyonda Boyalı Kumaş gelir grubuna yansıtılmıştır. Boyalı kumaş gelir grubunda 2011 yılında %30, 2012 yılında ise %27,7 artış görülmektedir. 2013 yılında Şirket politikası gereği durağan bir süreç geçirilmiştir. Boyalı kumaş gelir grubu toplam satış gelirlerinin yaklaşık %98'ini oluşturmaktadır.

Şirketin dijital baskı alanında aldığı yatırım kararına bağlı olarak, boyalı kumaş gelirlerinin toplam gelirler içerisindeki payı yıllar itibariyle kademeli olarak %67 seviyesine kadar düşecek olup, kar marjı yüksek alan olan dijital baskının toplam gelirler içerisindeki payı ise %31'e kadar yükselecektir.

Şirket'in kapasite kullanım oranları incelendiğinde son 2 senedir kapasite üstü üretim yaptığı görülmektedir. Şirket kapasitesi oranında boya işlemini gerçekleştirmekte, kendi kapasitesini aşan ya da kendisinde olmayan bir üretim süreci için ise üretimi fason olarak dışarıya yaptırmaktadır. Şirketin fason olarak gerçekleştirdiği işlerinden elde ettiği gelir ise projeksiyonda fason boyama gelirleri olarak yer almaktadır. Fason boyama gelirleri projeksiyon döneminde toplam gelirlerin yıllık ortalama %2'sini oluşturmaktadır.

Arbul halka arzdan elde edeceği gelirin yaklaşık %25'i ile modern dijital baskı makinaları satın alınmayı planlamaktadır. Şirketin fabrikası, altyapısı ve biyolojik arıtması baskı yatırımı için elverişlidir. Bu doğrultuda alınacak 3 adet dijital baskı makinesi, 1 buharlama makinesi, 1 ramöz makinesi ile kumaş üstü baskı hizmeti verilmesi planlanmaktadır. Yapılacak olan bu yatırımla birlikte fabrikada tek vardiyada aylık ortalama 100 ton baskı yapma olanağı sağlanacaktır. Makine yatırımı fabrikaya dijital baskı yapma imkanı sağlayacak olup, bu imkanla müşteri portföyünün arttırılması ve mevcut karlılığın yükseltilmesi planlanmaktadır.

Yapılacak olan bu yatırımdan beklenen aylık ciro 1.850.000 TL'dir. Söz konusu makinaların 2014 yılının son çeyreğinde faaliyete geçmesi hedeflenmektedir. Bu doğrultuda dijital baskı makinalarından elde edilecek cironun toplam satış gelirleri içerisindeki payının 2014 yılında %9, 2015 yılında %30, takip eden yıllarda ise %31 olması beklenmektedir.

Satışların ürün bazında kırılımı gösteren tablo aşağıdaki gibi oluşmuştur:

TL	2014	2015	2016	2017	2018
Boyalı Kumaş	51.986.853	56.405.736	60.636.166	64.880.698	69.097.943
Fason Boyama	1.202.219	1.304.408	1.402.239	1.500.395	1.597.921
Dijital Baskı	5.550.000	24.420.000	27.472.500	30.219.750	32.486.231
Toplam	**58.739.073**	**82.130.144**	**89.510.905**	**96.600.843**	**103.182.095**

%	2014	2015	2016	2017	2018
Boyalı Kumaş	89%	69%	68%	67%	67%
Fason Boyama	2%	2%	2%	2%	2%
Dijital Baskı	9%	30%	31%	31%	31%
Toplam	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

5. Şirketin satış maliyetleri, satılan mamul maliyetleri ile fason maliyetlerinden oluşmaktadır. Satılan mamul maliyetini Şirket'in direk üretimini yaptığı, ticari malın maliyetini ise Şirket'in fason olarak başkalarına gerçekleştirttiği maliyet kalemlerinden oluşmaktadır.

Şirket'in fason boyama kısmında maliyetlerini fason maliyetleri oluşturmaktadır. Malın üzerine herhangi bir katma değer eklenmeden direkt olarak satışı gerçekleştirilmektedir. Bu durumda alım maliyeti aynı zamanda satışların maliyetini oluşturmaktadır.

A1 CAPİTAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Beybi Giz Plaza Mah. No:1
Kat:2 D:5-6 Maslak / İSTANBUL
Maslak V.D. 388 004 3521 Tic.Sic.No:270189
www.a1capital.com.tr
Mersis No:784 [illegible]

Şirket boyalı kumaş segmentinde üretim gerçekleştirdiğinden üretim maliyetleri Şirket'in satışların maliyetini oluşturmaktadır.

Şirket boyalı kumaş ve fason boyama grubunda yıllar itibariyle yaklaşık %10 brüt kar marjı ile çalışmakta olup, söz konusu oranlar geleceğe yönelik projeksiyonlarda aynen devam ettirilmiştir.

Şirketin yeni üretime geçeceği dijital baskı alanında kar marjının %40 olacağı hedeflenmiştir.

Satışların maliyetinin ürün grubu bazında kırılımını gösteren tablo aşağıdaki gibidir:

TL	2014	2015	2016	2017	2018
Boyalı Kumaş	46.819.241	50.798.876	54.608.792	58.431.407	62.229.449
Fason Boyama	1.082.716	1.174.747	1.262.853	1.351.253	1.439.084
Dijital Baskı	3.330.000	14.652.000	16.483.500	18.131.850	19.491.739
Toplam	**51.231.957**	**66.625.623**	**72.355.145**	**77.914.510**	**83.160.272**

6. Şirket'in ürün grubu bazında brüt kar marjları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

	2014	2015	2016	2017	2018
Boyalı Kumaş	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Fason Boyama	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Dijital Baskı	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%

7. Şirket'in planladığı yatırım harcamaları tablosu aşağıdaki gibidir. Halka arzdan gelecek olan gelirler ile yapılacak makina yatırımları mevcut değerlemeye katılmış olup, tamamı 2014 yılına yansıtılmıştır.

(TL)	2014	2015	2016	2017	2018
Yatırım Harcamaları	4.340.000	-	-	-	-

8. Şirket'in bina amortisman süresi 50 yıl; tesis, makine ve cihazların amortismanı 10 yıl; nakil vasıtaları 5-10 yıl; döşeme ve demirbaşların amortisman süresi 5-10 yıldır. Amortisman tutarları Şirketin mevcut duran varlıklarının yanı sıra, yapılacak yatırımlar da dikkate alınarak hesaplanmış olup, yeni yapılacak makine yatırımı için amortisman süresi 10 yıl olarak belirlenmiştir.

TL	2014	2015	2016	2017	2018
Yatırımdan Ayrılacak Amort.	434.000	434.000	434.000	434.000	434.000
Mevcut Amortisman	775.520	514.415	322.544	291.864	208.640
TOPLAM	**1.209.520**	**948.415**	**756.544**	**725.864**	**642.640**

9. Şirketin faaliyet giderleri projeksiyon döneminde yıllar itibariyle %10 oranında artırılmış olup, faaliyet giderlerinin kırılımı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

	2014	2015	2016	2017	2018
Ar-Ge Giderleri	6.134	6.747	7.422	8.164	8.980
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	497.013	546.714	601.386	661.524	727.677
Genel Yönetim Giderleri	1.084.652	1.193.117	1.288.566	1.391.652	1.502.984
TOPLAM	**1.587.798**	**1.746.578**	**1.897.374**	**2.061.340**	**2.239.641**

A1 CAPİTAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Beybi Giz Plaza Maslak V.D. 346 004 352 Sic.No:270189
www.a1capital.com.tr
Mersis No:7[illegible]3150

10. Şirketin son 3 yıldaki alacak, stok ve borç ödeme sürelerindeki gerçekleşmeler ile yeni devreye girecek olan dijital baskı makinesi yatırımı da dikkate alınarak net işletme sermayesi aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

TL	2014	2015	2016	2017	2018
Net Satışlar	58.739.073	82.130.144	89.510.905	96.600.843	103.182.095
SMM	51.231.957	66.625.623	72.355.145	77.914.510	83.160.272
Alacak Tahsil Süresi	150	120	120	120	120
Stok Süresi	30	30	30	30	30
Borç Ödeme Süresi	30	30	30	30	30
Ticari Alacaklar	24.474.614	27.376.715	29.836.968	32.200.281	34.394.032
Stoklar	4.269.330	5.552.135	6.029.595	6.492.876	6.930.023
Ticari Borçlar	4.269.330	5.552.135	6.029.595	6.492.876	6.930.023
Net Çalışma Sermayesi	24.474.614	27.376.715	29.836.968	32.200.281	34.394.032
Δ Net Çalışma Sermayesi	-679.637	2.902.101	2.460.254	2.363.313	2.193.751

11. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti TL bazında %13,50 olarak hesaplanmış olup, detay bilgisi aşağıda gösterilmiştir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	13,50%
Sermaye Ağırlığı	58,20%
Borç Ağırlığı	41,80%
Beta	1,00
Risk Primi	5,00%
Gösterge Faiz Oranı	10,16%
Vergi	20,00%
Borç Maliyeti	11,20%
Sermaye Maliyeti	15,16%
Borçlanma Faizi	14,00%

Sermaye maliyeti belirlenirken risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık devlet tahvilinin 08.04.2014 tarihli bileşik faiz oranı kullanılmıştır. Sermaye piyasası risk primi olarak da %5 alınmıştır. Şirketin borçlanma faiz oranı da %14,00 olarak dikkate alınmıştır. Şirket'in borç/özsermaye ağırlık oranına göre de ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %13,50 olarak belirlenmiştir.

12. 2018 yılından sonra Şirket'e ilişkin nihai değer hesaplamasında büyüme oranı %1 olarak ön görülmüştür.

13. Kurumlar vergisi oranı %20 olarak uygulanmış ve ilgili yılda ödendiği varsayılmıştır.

7.1.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemine Göre Şirket Değeri

Yukarıda belirtilen varsayımlar doğrultusunda;

Şirketin satış gelirleri aşağıdaki gibi oluşmaktadır:

A1 CAPİTAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Beybi Giz Plaza Maydan Sok. No:1
Kat:2 D:5-6 Maslak-İSTANBUL
Maslak V.D. 888 004 3521 Tic.Sic.No:270189
www.a1capital.com
Mersis No:784 0426343 00150

TL	2014	2015	2016	2017	2018
Boyalı Kumaş	51.986.853	56.405.736	60.636.166	64.880.698	69.097.943
Fason Boyama	1.202.219	1.304.408	1.402.239	1.500.395	1.597.921
Dijital Baskı	5.550.000	24.420.000	27.472.500	30.219.750	32.486.231
Toplam	**58.739.073**	**82.130.144**	**89.510.905**	**96.600.843**	**103.182.095**

Şirketin satışlarının maliyeti yıllar itibariyle aşağıda gösterilmiştir:

TL	2014	2015	2016	2017	2018
Boyalı Kumaş	46.819.241	50.798.876	54.608.792	58.431.407	62.229.449
Fason Boyama	1.082.716	1.174.747	1.262.853	1.351.253	1.439.084
Dijital Baskı	3.330.000	14.652.000	16.483.500	18.131.850	19.491.739
Toplam	**51.231.957**	**66.625.623**	**72.355.145**	**77.914.510**	**83.160.272**

Şirketin net işletme sermayesi ihtiyacı ise aşağıdaki gibi oluşmaktadır:

	2014	2015	2016	2017	2018
Net Çalışma Sermayesi	24.474.614	27.376.715	29.836.968	32.200.281	34.394.032
Δ Net Çalışma Sermayesi	-679.637	2.902.101	2.460.254	2.363.313	2.193.751

Aşağıda detayları verilen İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi varsayımlarına göre Şirketin değeri 76.495.089 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin çıkarılmış sermayesi halka arz sonrası 27.000.000 TL olacak olup, birim pay değeri bu doğrultuda 2,83 TL'ye denk gelmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları (TL)	2014	2015	2016	2017	2018
Net Satışlar	58.739.073	82.130.144	89.510.905	96.600.843	103.182.095
Satışların Maliyeti	51.231.957	66.625.623	72.355.145	77.914.510	83.160.272
Brüt Kar	7.507.116	15.504.521	17.155.760	18.686.333	20.021.824
Faaliyet Giderleri	1.587.798	1.746.578	1.921.236	2.113.360	2.324.695
Faaliyet Karı	5.919.318	13.757.943	15.234.524	16.572.974	17.697.128
Vergi (-)	1.183.864	2.751.589	3.046.905	3.314.595	3.539.426
Amortisman (+)	1.207.637	949.155	755.495	726.748	642.005
Yatırım Harcamaları (-)	4.340.000	0	0	0	0
Net İşletme Sermayesi Değişimi (+)	-679.637	2.902.101	2.460.254	2.363.313	2.193.751
Serbest Nakit Akımı	2.282.728	9.053.408	10.482.861	11.621.815	12.605.957
İndirgenmiş Nakit Akımları	2.011.132	7.027.239	7.168.673	7.001.953	6.691.252
Projeksiyon Dönemi	29.900.248				
Atık Değer	65.608.886				
Şirket Değeri	**95.509.134**				
Net Borç (-)	19.014.045				
Sermaye Değeri	**76.495.089**				

7.2. Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

Piyasa çarpanları analizi yöntemine göre Şirket'in piyasa değeri BİST – 100 Endeksi, tekstil ve deri sektörü çarpanları ve tekstil sektöründe faaliyet gösteren benzer şirketlerin çarpanları kullanılarak tespit edilmiştir.

A1 CAPİTAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Beybi Giz Plaza Meydan Sok. No:1
K:7 D:5-6 Maslak/İSTANBUL
Maslak V.D. 388 004 3[illegible] Tic.Sic.No:270189
www.a1capital.com.tr
Mersis No:[illegible]

Piyasa çarpanları analizi yöntemine göre piyasa değerinin hesaplamasında;

- Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD)
- Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK)
- Firma Değeri/Satışlar (FD/S)

çarpanları kullanılmıştır.

Piyasa Çarpanları analizindeki çarpanlar 08.04.2014 tarihli Borsa verileri baz alınarak Finnet programından temin edilmiştir.

Piyasa çarpanları analizi yöntemine göre şirket değerlerini elde etmek için çarpanlarda kullanılacak şirket verileri olarak Arbul'un 2013 yıl sonu verileri dikkate alınmış olup, söz konusu veriler aşağıda gösterilmiştir.

	31.12.2013
Şirket Verileri	
Özkaynaklar	21.486.015
Satışlar	45.460.746
FAVÖK	4.021.705
Net Borç	19.014.045

7.2.1. BİST – 100 Endeksi Çarpanlarına Göre Şirket Değeri

Arbul'un'in şirket değeri tespit edilirken, piyasa çarpanlarından BİST– 100 endeksinin çarpanları ve Şirket'in 2013 yılı verileri kullanılmıştır.

BİST–100 endeksinin 08.04.2014 tarihli çarpanları aşağıdaki şekilde oluşmuştur.

	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S
BİST-100 Endeksi	1,49	8,95	0,92

	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S	Ortalama
Şirket Değeri (TL)	31.961.832	16.993.019	23.016.218	23.990.356

BİST-100 endeksinin PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/S çarpanlarından hareketle Arbul'un ortalama şirket değeri 23.990.356 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin çıkarılmış sermayesi 20.000.000 TL olup, birim pay değeri 1,20 TL'ye denk gelmektedir.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür.

7.2.2. Tekstil ve Deri Sektörü Endeksi Çarpanlarına Göre Şirket Değeri

Arbul'un şirket değeri tespit edilirken, tekstil ve deri sektörü endeksi çarpanları ile Şirketin 2013 yılı verileri kullanılmıştır.

Tekstil ve deri sektörü endeksinin 08.04.2014 tarihli çarpanları aşağıdaki şekilde oluşmuştur.

A1 SERMAYE PİYASASI MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Beybi Giz Plaza Maslak-İstanbul
Maslak V.D. 388 004 3521 Sicil No:270189
www.a1capital.com
Mersis No:784 3334 0003150

	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S
Tekstil ve Deri Endeksi	1,17	13,02	1,01

	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S	Ortalama
Tekstil ve Deri Endeksine Göre Şirket Değeri	25.240.703	33.345.713	27.026.166	28.537.527

Tekstil ve deri sektörü endeksinin PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/S çarpanlarından hareketle Arbul'un ortalama şirket değeri 28.537.527 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin çıkarılmış sermayesi 20.000.000 TL olup, birim pay değeri 1,43 TL'ye denk gelmektedir.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür.

7.2.3. Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Şirket Değeri

Arbul'un ürün gamına paralel olarak BİST'te işlem gören benzer şirketler ve özet finansalları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

(TL)	Piyasa Değeri	Firma Değeri	Net Kar	Özkaynaklar	Satışlar	FAVÖK
ALTIN	1.770.000.000	2.775.983.238	428.036.620	348.767.251	1.901.596.416	143.554.644
BISAS	14.280.000	17.247.428	698.557	4.912.334	12.570.690	1.990.330
BOSSA	187.920.000	342.320.543	17.257.356	420.267.340	371.763.210	33.062.028
KRTEK	28.431.404	90.333.740	-12.165.361	48.984.788	102.340.957	3.368.801
SKTAS	69.247.800	335.639.149	-55.736.524	127.114.677	217.907.986	5.606.902
YUNSA	129.762.000	245.905.654	15.510.896	74.149.388	269.932.278	31.728.468
Toplam	**2.199.641.204**	**3.807.429.752**	**393.601.544**	**1.024.195.778**	**2.876.111.537**	**219.311.173**

Arbul'un şirket değeri tespit edilirken benzer şirketlerin uç değer ihtiva eden çarpanlar hesaplama dışında tutulmuştur. Bu kapsamda ALTIN'ın PD/DD çarpanı, KRTEK ve SKTAS'ın FD/FAVÖK çarpanları ortalama hesaplanırken dikkate alınmamıştır.

	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S
ALTIN	5,08	19,34	1,46
BISAS	2,91	8,67	1,37
BOSSA	0,45	10,35	0,92
KRTEK	0,58	26,81	0,88
SKTAS	0,54	59,86	1,54
YUNSA	1,75	7,75	0,91
Toplam	**1,25**	**11,53**	**1,18**

	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S	Ortalama
Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Şirket Değeri (TL)	26.768.564	27.343.428	34.679.633	29.597.208

Benzer şirketlerin çarpanlarına göre PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/S çarpanlarından hareketle Arbul'un ortalama şirket değeri 29.597.208 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin çıkarılmış sermayesi 20.000.000 TL olup, birim pay değeri 1,48 TL'ye denk gelmektedir.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür.

A1 CAPİTAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No:1
Kat:2 D:5-6 Maslak/İSTANBUL
Mersis No:788 92293 [illegible]
www.a1capital.com.tr

8. SONUÇ

Arbul'un indirgenmiş nakit akımları analizi, BİST-100 Endeksi çarpanları, tekstil ve deri sektörü endeksi çarpanları ve benzer şirket çarpanlarına göre elde edilmiş birim pay değerleri sırasıyla %50-%10-%20-%20 oranında ağırlıklandırılarak Arbul için nihai birim pay değerine ulaşılmıştır.

	Şirket Değeri	Birim Pay Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Birim Pay Değeri
İNA'ya Göre	76.495.089	2,83	50%	1,42
BİST-100 Endeksine Göre	23.990.356	1,20	10%	0,12
Tekstil ve Deri Sektörüne Göre	28.537.527	1,43	20%	0,29
Benzer Şirketlere Göre	29.597.208	1,48	20%	0,30
Toplam Şirket Değeri				**2,12**
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri				**42.357.497**
%5,6 İskontolu Şirket Değeri				**40.000.000**
Halka Arz Fiyatı				**2,00**

Bu doğrultuda Arbul'un ağırlıklandırılmış birim pay değeri 2,12 TL olarak hesaplanmış olup, bu doğrultuda ortalama şirket değeri 42.357.497 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin çıkarılmış sermayesi 20.000.000 TL olup, birim pay değeri 2,33 TL'ye denk gelmektedir. Şirketin halka arz fiyatı %5,6 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 2,00 TL olarak belirlenmiştir.

Çıkarılmış Sermaye	**20.000.000**
Pay Başına Şirket Değeri	**2,12**
Halka Arz İskontosu	**5,6%**
Halka Arz Fiyatı	**2,00**
Halka Arz Öncesi Şirket Değeri	**40.000.000**
Halka Arz Büyüklüğü	**20.000.000**
Sermaye Artırımı (7.000.000 * 2,00)	14.000.000
Ortak Satışı (3.000.000 * 2,00)	6.000.000
Halka Arz Sonrası Şirket Değeri	**54.000.000**

Kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi / değiştirilmesi Şirket değerinin tespitinde elde edilen sonuçları değiştirebilecektir. Farklı değerleme yöntemleri ve varsayımlar çerçevesinde farklı değerlere ulaşılması da ayrıca mümkündür.

08.04.2014

A1 Capital Menkul Değerler A.Ş.

Ayşe TERZİ
Yönetim Kurulu Üyesi

Bülent KIRIMLI
Genel Müdür

A1 CAPITAL MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Beybi Giz Plaza Meydan Sok. No:3
Kat:2 D:5 Maslak-İSTANBUL
Maslak V.D. 380 004 3521 Tic.Sic.No:270189
www.a1capital.com.tr
Mersis No:7