

# ARBUL ENTEGRE

## TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.

ARBUL ENTEGRE TEKSTİL İŞLETMELERİ ANONİM ŞİRKETİ

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

30 Ekim 2015



## **Arbul Entegre Tekstil İşletmeleri Anonim Şirketi** **Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme Raporu**

### **1- Amaç**

Sermaye Piyasası Kurulu ("SPK", "Kurul") tarafından yayınlanan VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin ("Tebliğ") 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça hazırlanan fiyat tespit raporu halka arzın başlayacağı tarihten en az üç gün önce Kurul'un ilgili düzenlemeleri çerçevesinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ("KAP") ilan edilir. Payların halka arzının konsorsiyum aracılığıyla gerçekleştirilmesi durumunda, fiyat tespit raporu konsorsiyum lideri ya da eş lider tarafından hazırlanır. Tebliğ gereği, Arbul Entegre Tekstil İşletmeleri Anonim Şirketi ("Arbul" veya "Şirket") için halka arz lideri olan A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. ("A1 Capital" veya "Yetkili Kuruluş") tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu 14.04.2014 tarihinde KAP'ta yayınlanmıştır.

Buna ek olarak, Tebliğ'in 29. maddesinin 4. fıkrası uyarınca, "Payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan ve halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İki'den fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlemesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP'ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur. Payları Gelişen İşletmeler Piyasası'nda ("GİP") işlem gören ortaklıkların halka arzında görev alan yetkili kuruluş bulunmaması durumunda bu yükümlülük piyasa danışmanı tarafından yerine getirilir."

A1 Capital, sermaye piyasası mevzuatı ve taraflar arasındaki aracılık sözleşmesi çerçevesinde Arbul'un halka arzına aracılık etmiştir.

A1 Capital, Arbul'un halka arzına ilişkin izahname ve fiyat tespit raporunu hazırlamıştır. İzahname, fiyat tespit raporu ve diğer ilgili belgeler halka arzdan önce, 14.04.2014 tarihinde KAP'ta yayınlanmıştır.

SPK'nın VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinde belirtilmiş olan "Değerlendirme Raporu"nun hazırlanması; halka arza ilişkin fiyat tespit raporunu hazırlayan ve payların halka arzına aracılık eden A1 Capital'in yükümlülüğü olarak işbu raporla yerine getirilmektedir. İşbu rapor söz konusu raporların üçüncüsü olarak halka arz tarihinden itibaren 1,5 yıl içinde hazırlanmıştır.

İşbu değerlendirme raporu, fiyat tespit raporunu müteakip, Tebliğ'in 29.maddesinin 4. fıkrası uyarınca A1 Capital tarafından hazırlanmış olup, amacı Arbul'un 14.04.2014 tarihinde yayınlanmış olan 08.04.2014 tarihli fiyat tespit raporunda belirtilen varsayımlar ve halka arz fiyatı ile halka arz sonrasında oluşan değerler arasındaki farkın olası nedenlerini açıklamaktır. İşbu rapor değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

### **2- 08.04.2014 Tarihli Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Özet Bilgiler**

Arbul'un 08.04.2014 tarihli fiyat tespit raporunda;

- İndirgenmiş nakit akımları analizi,
- BİST – 100 Endeksi çarpanları analizi,

- Tekstil ve deri sektörü çarpanları analizi ve
- Benzer şirketlerin çarpanları analizi

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.

İndirgenmiş nakit akımları analizi, BİST-100 Endeksi çarpanları, Tekstil ve Deri Sektörü çarpanları ve benzer şirketlerin çarpanları yöntemlerine göre elde edilmiş şirket değerleri sırasıyla %50 - %10 - %20 - %20 oranında ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri 42.357.497 TL olarak belirlenmiş olup, %5,6 oranındaki halka arz iskontosu ile birlikte halka arz fiyatı 2,00 TL olarak tespit edilmiştir.

	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
<b>Toplam Şirket Değeri</b>				<b>2,12</b>
<b>Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri</b>				<b>42.357.497</b>
<b>%5,6 İskontolu Şirket Değeri</b>				<b>40.000.000</b>
<b>Halka Arz Fiyatı</b>				<b>2,00</b>

### 3- Halka Arz

Arbul'un izahname seti ile tasarruf sahiplerine satış duyurusu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 10.04.2014 tarih ve 11/359 sayılı toplantısında onaylanmış, 10.000.000 TL nominal değerli şirket payları A1 Capital aracılığıyla 21 - 22 Nisan 2014 tarihinde Borsa İstanbul Birincil Piyasada Borsa'da Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemiyle halka arz edilmiştir. Söz konusu paylar 28.04.2014 tarihinde II. Ulusal Pazar'da işlem görmeye başlamıştır.

### 4- 30.06.2015 Varsayımlar ve Gerçekleşmeler

Aşağıdaki tabloda Arbul'un 2015 yılının ilk yarısında açıklamış olduğu faaliyet sonuçları doğrultusunda göstermiş olduğu performans ve bu rakamların 2014 yılının aynı dönemine göre değişimleri ile 2015 yılı tahminlerine göre gerçekleşme oranları yer almaktadır.

	31.12.2014	30.06.2014	30.06.2015	Değişim	31.12.2015T	Gerçekleşme Oranı
Net Satışlar	37.534.034	17.760.689	22.358.150	25,89%	82.130.144	27,22%
Satışların Maliyeti	32.920.288	14.433.000	19.860.056	37,60%	66.625.623	29,81%
Brüt Kar	4.613.746	3.327.689	2.498.094	-24,93%	15.504.521	16,11%
Brüt Kar Marjı	12,29%	18,74%	11,17%		18,88%	
Faaliyet Giderleri	2.637.984	1.407.001	998.835	-29,01%	1.746.578	57,19%
Esas Faaliyet Karı	1.975.762	1.920.688	1.499.259	-21,94%	13.757.943	10,90%
EFK Marjı	5,26%	10,81%	6,71%		16,75%	
Amortisman	1.124.534	459.380	432.316	-5,89%	949.155	45,55%
FAVÖK	3.100.296	2.380.068	1.931.575	-18,84%	14.707.098	13,13%
FAVÖK Marjı	8,26%	13,40%	8,64%		17,91%	

2015 yılının ilk yarısında Şirketin hasılatı 2014 yılının ilk yarısına göre %25,89 artışla 22,4 milyon TL'ye yükselmiş olup, fiyat tespit raporunda 2015 yılının tamamında Şirketin hasılatının 82,1 milyon TL olması tahmin edilmiştir. Dijital baskı makinası yatırımına henüz başlanmaması ve 2015 yılının

tamamında 24,4 milyon TL hasılat hedeflenen söz konusu yatırım sebebiyle 2015 yılının ilk yarısında hasılatdaki gerçekleşme oranı %27,22 seviyesinde kalmıştır. Cironun beklentilerin altında kalmasının sebeplerinden bir diğere ise fason boyama işlerine ağırlık verilmesidir. Boyalı kumaş satışlar 2015 yılının ilk yarısında 16,7 milyon TL olurken, 2015 yılı hedefinin (56,4 milyon TL) %29,67'lik kısmı yakalanmıştır. Fason boyama işleri ise 4,8 milyon TL ile 2015 yılı hedefinin (1,3 milyon TL) 2,7 kat üzerinde gerçekleşmiştir.

	31.12.2014	30.06.2014	30.06.2015	Değişim	31.12.2015T	Gerçekleşme Oranı
Boyalı Kumaş	22.953.794	13.800.630	16.737.187	21,28%	56.405.736	29,67%
Fason Boyama	6.586.860	2.903.494	4.792.535	65,06%	1.304.408	367,41%
Dijital Baskı	0	0	0		24.420.000	0,00%

2015 yılının ilk yarısında satışların maliyeti 2014 yılının ilk yarısına göre %37,60 artışla 19,9 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu doğrultuda Şirketin brüt karı 2015 yılının ilk yarısında 2014 yılının ilk yarısına göre %24,93 azalışla 2,5 milyon TL'ye gerilemiştir. Brüt karlılık açısından 2015 yılının tamamında hedeflenen 15,5 milyon TL'nin %16,11'i yılın ilk yarısında yakalanabilmiştir.

Şirketin brüt kar marjı 2014 yılının ilk yarısındaki %18,74'ten 2015 yılının ilk yarısında %11,17'ye gerilemiş olup, %18,88 olarak belirlenen 2015 yılı hedefinin altında gerçekleşmiştir.

Brüt karlılığın beklentilerin altında kalmasının sebepleri; fason boyama işlerine ağırlık verilmesi ile birlikte kar marjı %40 olarak belirlenen dijital baskı makinesi faaliyetinin henüz devreye girmemesinden kaynaklanmıştır.

2014 yılının ilk yarısında 1,4 milyon TL olan faaliyet giderleri 2015 yılının ilk yarısında %29,01 düşüşle 1,0 milyon TL'ye gerilemiş olmasına karşılık, 2015 yılının tamamında öngörülen 1,75 milyon TL'lik hedefin %57,19'u yılın ilk yarısında gerçekleşmiştir.

Faaliyet Giderleri (TL)	31.12.2014	30.06.2014	30.06.2015	Değişim	31.12.2015T	Gerçekleşme Oranı
Ar-Ge Giderleri	2.652	2.652	0	-100,00%	6.747	0,00%
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	1.120.954	695.857	401.409	-42,31%	546.714	73,42%
Genel Yönetim Giderleri	1.514.378	708.492	597.426	-15,68%	1.193.117	50,07%
<b>Toplam</b>	<b>2.637.984</b>	<b>1.407.001</b>	<b>998.835</b>	<b>-29,01%</b>	<b>1.746.578</b>	<b>57,19%</b>

Faaliyet giderlerindeki düşüş personel giderleri, nakliye giderleri ve diğer giderlerdeki düşüşlerden kaynaklanmaktadır.

Şirketin faaliyet giderlerinde azalma yaşanmasına karşılık brüt karlılıktaki azalışa bağlı olarak esas faaliyet karlılığı 2014 yılının ilk yarısındaki 1,9 milyon TL'den 2015 yılının ilk yarısında %21,94 azalışla 1,5 milyon TL'ye gerilemiş olup, 2015 yılının tamamı için belirlenen 13,8 milyon TL'lik esas faaliyet karı hedefinin ise %10,90'nı yakalanabilmiştir.

Esas faaliyet kar marjı ise 2014 yılının ilk yarısındaki %10,81'den 2015 yılının ilk yarısında %6,71'e gerilemiş, 2015 yılı hedefi olan %16,75'in altında kalmıştır.

2014 yılının ilk yarısında 2,4 milyon TL olan FAVÖK, 2015 yılının ilk yarısında %18,84 düşüşle 1,9 milyon TL'ye gerilerken, 2015 yılının tamamı için hedeflenen 14,7 milyon TL'nin %13,13'ü yakalanabilmiştir.

2014 yılının ilk yarısında %13,40 olan FAVÖK marjı, 2015 yılının ilk yarısında ise %8,64'e gerilerken, 2015 yılının tamamı için belirlenen %17,91 hedefinin altında kalmıştır.

Şirketin açıklamış olduğu finansallara bakıldığında 2014 yılında 17,3 milyon TL olan finansal borçları 2015 yılının ilk yarısında 2014 yılı sonuna göre %12,8 azalışla 15,1 milyon TL'ye gerilerken, net borç tutarı ise %12,1 azalışla 15,0 milyon TL'ye gerilemiştir.

Şirketin net işletme sermayesi döngüsünde 2014 yılı sonuna göre pozitif gelişmeler yaşanmış olup, alacak tahsil süresi 1 yıldan 10,5 aya gerilemiştir. Stok bulundurma süresinde 53 gün ile yatay seyir izlenirken, borç ödeme süresinde ise ortalama vade 4 aydan 6 aya yükselmiştir. Net işletme sermayesi ihtiyacı da 2015 yılının ilk yarısındaki bu iyileşme doğrultusunda 25,1 milyon TL'den 21,5 milyon TL'ye gerilemiştir.

	30.06.2015	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2012
Alacak Tahsil Süresi	311,3	360,6	175,0	166,5
Stok Devir Süresi	53,3	54,8	60,2	31,3
Borç Ödeme Süresi	180,4	127,8	30,2	31,7

Bununla birlikte Şirketin KAP'ta yapmış olduğu açıklama çerçevesinde Başsu Örme ve Kay Konfeksiyon şirketlerinden senetli ve senetsiz toplam 17,8 milyon TL alacağı olan firmanın, söz konusu alacakları 38,1 milyon TL olan ticari alacakların %46,5'ine karşılık gelmekte olup, söz konusu alacaklarda yaşanabilecek tahsilat zorluğu Şirketin işletme sermayesi ihtiyacını negatif etkileyebilir.

#### 5- 31.12.2014 Varsayımlar ve Gerçekleşmeler

Aşağıdaki tabloda Arbul'un 2014 yılında faaliyet sonuçları doğrultusunda göstermiş olduğu performans ve bu rakamların 2013 yılına göre değişimleri ile 2014 yılı tahminlerine göre gerçekleşme oranları yer almaktadır.

	31.12.2013	31.12.2014	Değişim	31.12.2014T	Gerçekleşme Oranı
Net Satışlar	45.460.746	37.534.034	-17,44%	58.739.073	63,90%
Satışların Maliyeti	40.718.802	32.920.288	-19,15%	51.231.957	64,26%
Brüt Kar	4.741.944	4.613.746	-2,70%	7.507.116	61,46%
Brüt Kar Marjı	10,43%	12,29%		12,78%	
Faaliyet Giderleri	1.818.052	2.637.984	45,10%	1.587.798	166,14%
Esas Faaliyet Karı	2.923.892	1.975.762	-32,43%	5.919.318	33,38%
EFK Marjı	6,43%	5,26%		10,08%	
Amortisman	1.099.607	1.124.534	2,27%	1.207.637	93,12%
FAVÖK	4.023.499	3.100.296	-22,95%	7.126.955	43,50%
FAVÖK Marjı	8,85%	8,26%		12,13%	

2013 yılında 45,5 milyon TL olan satış gelirleri 2014 yılında 2013 yılına göre satışların %17,44 düşüşle 37,5 milyon TL'ye gerilerken, 2014 yılı beklentisi olan 58,7 milyon TL'nin %36,1 altında kaldığı görülmektedir. Cironun beklentilerin altında kalmasının sebeplerinden birisi fason ağırlıklı boyama işlerine ağırlık verilmesi ile birlikte 2014 yılının son çeyreğinde devreye girmesi beklenen dijital baskı alanında yatırımın henüz yapılmamış olması sebebiyle 5,55 milyon TL'lik gelirin devreye alınamamasıdır.

2014 yılında satışlarda yaşanan %17,44'lük düşüşe karşılık satışların maliyeti %19,15 ile daha yüksek oranda düşüş göstermiş, bu doğrultuda şirketin brüt karı 2014 yılında 2013 yılına göre %2,7 azalışla 4,74 milyon TL'ye gerilemiştir. Brüt karlılık açısından 2014 yılında hedeflenen 7.507.116 TL'nin %61,46'lık kısmının yakalandığı görülmektedir.

Şirketin brüt kar marjı 2013 yılındaki %10,43'ten 2014 yılında %12,29'a yükselmesine karşılık %12,78 olan hedefin altında kalmıştır.

Brüt karlılığın beklentilerin altında kalmasının sebepleri fason boyama ile birlikte %40 olarak belirlenen dijital baskı karlılığının etkisinin görülmemesidir.

Şirket'in 2013 yılında 1,8 milyon TL olan faaliyet giderleri 2014 yılında %45,1 artışla 2,6 milyon TL'ye yükselirken, 2014 yılı için planlanan 1.587.798 TL'lik tutarın %66,14 üzerine çıktığı görülmektedir.

Faaliyet giderlerindeki artış personel giderleri, nakliye giderleri ve diğer giderlerdeki artıştan kaynaklanmaktadır.

Personel giderleri 2013 yılında 81 olan personel sayısının 119'a yükselmesi ile birlikte personel giderleri 2013 yılına göre 2014 yılında %99,9 artışla (233.733 TL) 467.803 TL'ye yükselmiştir.

2013 yılında 315.070 TL olan nakliye giderleri 2014 yılında %126,6 artışla (398.864 TL) 713.934 TL'ye yükselmiştir. Nakliye giderlerinin artmasının nedeni Şirket'in geçtiğimiz yıl kendi personel ve aracı ile yaptığı nakliye hizmetlerinin 2014 yılında dışarıdan sağlanmasıdır. Bununla birlikte fason işlere ağırlık verilmesi ile birlikte taşıma giderlerinde de artış yaşanmıştır.

Şirket'in faaliyet giderleri içerisinde yer alan ve 2013 yılında 703.795 TL olan diğer giderleri, 2014 yılında %50,9 artışla (358.439 TL) 1.062.234 TL'ye yükselmiştir. Diğer giderlerdeki artış bina ve araç kiralama giderlerindeki artışlar, geçtiğimiz yıl sigorta giderleri içerisinde yer almayan alacak sigorta kaleminin sigorta giderlerine eklenmesi ve danışmanlık, kırtasiye, bilgi işlem gibi giderlerdeki artışlardan kaynaklanmıştır.

Şirket'in faaliyet giderlerindeki artışa bağlı olarak esas faaliyet karı 2013 yılındaki 2,9 milyon TL'den 2014 yılında %32,4 azalışla 2,0 milyon TL'ye gerilerken, 5,9 milyon TL olarak belirlenen hedefin ise %66,62'si yakalanabilmiştir.

Esas faaliyet kar marjı 2013 yılındaki %6,43'ten 2014 yılında %5,26'ya gerilemiş ve %10,08 olarak belirlenen 2014 yılı hedefinin altında kalmıştır.

2013 yılında 1,1 milyon TL olan amortisman giderleri %2,3'lük artışla 1,12 milyon TL'ye yükselirken, 2014 yılında belirlenen 1,2 milyon TL'lik hedefin hafifi altında kalmıştır. Amortismanların beklentilerin altında kalmasının sebebi projeksiyonda 2014 yılı içerisinde yapılması öngörülen 4.340.000 TL'lik dijital baskı makine yatırımının henüz gerçekleştirilmemiş olmasıdır.

Şirket'in 2013 yılında 4,0 milyon TL olan FAVÖK'ü, 2014 yılında %22,95 azalışla 3,1 milyon TL'ye gerilemiş ve 2014 yılı için belirlenen 7,1 milyon TL'lik hedefin ise %56,5 altında kalmıştır. 2013 yılında %8,85 olan FAVÖK marjı, 2014 yılında %8,26'ya gerilerken 2014 yılı hedefi olan %12,13'ün altında kalmıştır.

Şirketin açıklanmış olduğu finansallara bakıldığında 2013 yılında 19,6 milyon TL olan finansal borçlar 2014 yılında %11,8 azalışla 17,3 milyon TL'ye gerilerken, net borç tutarı ise %10,2 azalışla 17,1 milyon TL'ye gerilemiştir.

Şirketin net işletme sermayesi döngüsünde negatif gelişmeler yaşanmış olup, alacak tahsil süresi 6 aydan 1 yıla yükselmiştir. Stok bulundurma süresinde yaklaşık 5 günlük azalma ile 55 güne gerileme yaşanırken, borç ödeme süresinde ise vadeler 1 aydan 4 aya yükselmiştir. Özellikle alacak tahsil süresindeki artışa bağlı olarak Şirketin nakit akımları söz konusu durumdan olumsuz etkilenmiştir.

	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2012
Alacak Tahsil Süresi	360,6	175,0	166,5
Stok Devir Süresi	54,8	60,2	31,3
Borç Ödeme Süresi	127,8	30,2	31,7

## 6- Mali Tablolar

BİLANÇO (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş			
	30.06.2015	31.12.2014	31.12.2013	31.12.2012
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>53.026.007</b>	<b>45.982.500</b>	<b>32.239.022</b>	<b>26.215.960</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	63.684	222.284	599.977	517.364
Ticari Alacaklar	35.335.786	31.664.517	21.801.047	20.623.632
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	-	-	2.421.371	6.003.920
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	35.335.786	31.664.517	19.379.676	14.619.712
Diğer Alacaklar	1.059.198	3.478.263	680.881	952.693
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	-	-	872.908
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	1.059.198	3.478.263	680.881	79.785
Stoklar	5.799.815	4.944.289	6.721.280	3.473.727
Peşin Ödenmiş Giderler	10.217.801	5.548.145	1.552.737	318.993
Diğer Dönen Varlıklar	549.723	125.002	883.100	329.551
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>22.529.580</b>	<b>22.172.986</b>	<b>14.682.738</b>	<b>11.364.196</b>
Finansal Yatırımlar	-	-	-	612
Ticari Alacaklar	2.805.607	5.416.773	-	-
-İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	-	-	-	-
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	2.805.607	5.416.773	-	-
Diğer Alacaklar	3.095.000	-	-	-
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	-	-	-
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	3.095.000	-	-	-
Maddi Duran Varlıklar	14.874.838	15.299.993	13.281.693	10.635.612
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	50.830	53.145	60.754	23.765
Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	30.266	7.067
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.703.305	1.403.119	1.310.025	697.140
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>75.555.587</b>	<b>68.155.486</b>	<b>46.921.760</b>	<b>37.580.156</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>31.570.049</b>	<b>22.946.020</b>	<b>16.572.436</b>	<b>13.580.689</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	4.002.128	6.719.039	10.167.889	8.145.634
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	3.618.098	2.825.579	1.613.140	1.536.562
Ticari Borçlar	19.632.379	11.524.684	3.368.076	3.517.144
-İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	-	-	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	19.632.379	11.524.684	3.368.076	3.517.144
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.475.079	1.112.849	491.673	368.313
Diğer Borçlar	393.440	347.893	179.460	1.155
-İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	118.740	204.708	134.081	-
-İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	274.700	143.185	45.379	1.155
Ertelenmiş Gelirler	2.289.706	372.825	736.994	-
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	14.889	43.151	-	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	40.731	-	15.204	-
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	40.731	-	11.693	-
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	-	-	3.511	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	103.599	-	46.415	11.881
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>8.278.081</b>	<b>9.206.234</b>	<b>8.863.309</b>	<b>3.200.594</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	7.458.599	7.757.210	7.832.993	2.241.258
Uzun Vadeli Karşılıkları	161.376	128.000	234.284	221.285
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	161.376	128.000	234.284	221.285
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	658.106	1.321.024	796.032	738.051
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>35.707.457</b>	<b>36.003.232</b>	<b>21.486.015</b>	<b>20.798.873</b>
Ödenmiş Sermaye	27.000.000	27.000.000	20.000.000	20.000.000
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	6.110.990	6.110.990	-	-
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	4.981.188	5.008.158	2.825.435	5.654.458
-Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları, net	4.982.008	5.017.658	2.827.229	2.827.229
-Diğer kazanç / kayıplar	(820)	(9.500)	(1.794)	2.827.229
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	142.919	142.919	81.439	-
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	(2.258.833)	(1.482.339)	(2.109.795)	(2.862.493)
Net Dönem Karı/Zararı	(268.807)	(776.494)	688.936	834.137
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>75.555.587</b>	<b>68.155.486</b>	<b>46.921.760</b>	<b>37.580.156</b>

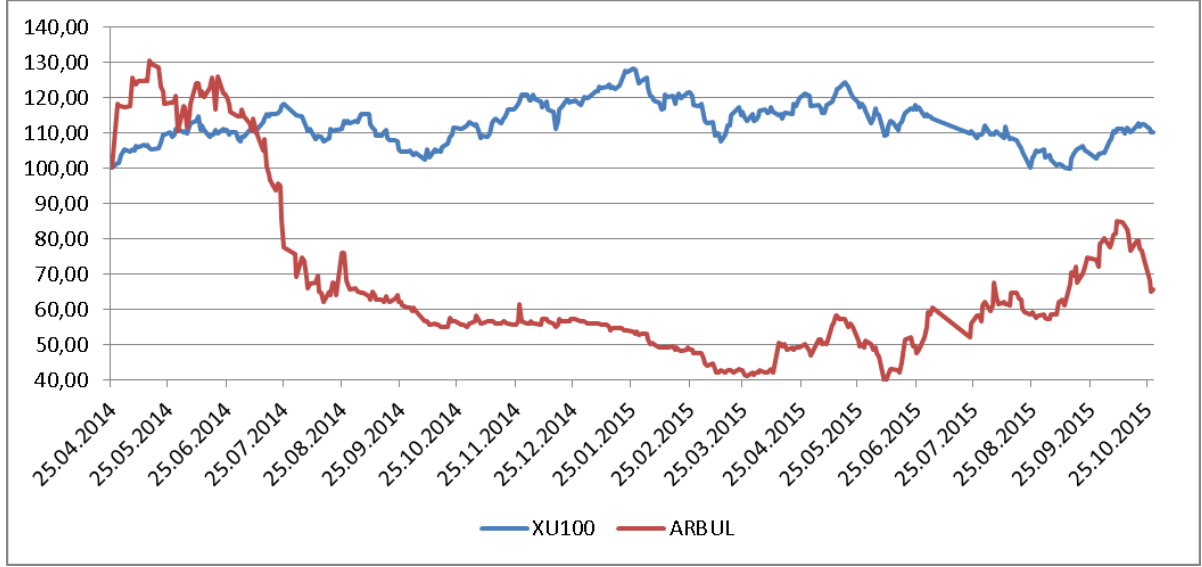
<b>GELİR TABLOSU (TL)</b>	<b>30.06.2015</b>	<b>30.06.2014</b>	<b>31.12.2014</b>	<b>31.12.2013</b>	<b>31.12.2012</b>
Hasılat	22.358.150	17.760.689	37.534.034	45.460.746	45.223.710
Satışların Maliyeti (-)	(19.860.056)	(14.433.000)	(32.920.288)	(40.718.802)	(40.459.394)
<b>BRÜT KAR / (ZARAR)</b>	<b>2.498.094</b>	<b>3.327.689</b>	<b>4.613.746</b>	<b>4.741.944</b>	<b>4.764.316</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	(597.426)	(708.492)	(1.514.378)	(984.253)	(573.704)
Pazarlama Giderleri (-)	(401.409)	(695.857)	(1.120.954)	(828.223)	(451.830)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-	(2.652)	(2.652)	(5.576)	(17.247)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.725.483	1.567.917	1.402.334	428.634	240.410
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(3.529.477)	(1.198.429)	(2.314.986)	(479.861)	(469.549)
<b>ESAS FAALİYET KARI / (ZARARI)</b>	<b>695.265</b>	<b>2.290.176</b>	<b>1.063.110</b>	<b>2.872.665</b>	<b>3.492.396</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	190.000	106.287	268.308	400.978	-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	-	-	(46.284)	-
<b>FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI / (ZARARI)</b>	<b>885.265</b>	<b>2.396.463</b>	<b>1.331.418</b>	<b>3.227.359</b>	<b>3.492.396</b>
Finansman Gelirleri	-	-	938.345	572.867	742.905
Finansman Giderleri (-)	(2.095.589)	(1.634.846)	(3.116.845)	(3.666.194)	(3.599.824)
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI / (ZARARI)</b>	<b>(1.210.324)</b>	<b>761.617</b>	<b>(847.082)</b>	<b>134.032</b>	<b>635.477</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri (-) / Geliri</b>	<b>941.517</b>	<b>76.765</b>	<b>70.588</b>	<b>554.904</b>	<b>198.660</b>
- Dönem Vergi Gideri (-) / Geliri	(14.889)	-	(43.151)	-	-
- Ertelenmiş Vergi Gideri (-) / Geliri	956.406	76.765	113.739	554.904	198.660
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI / (ZARARI)</b>	<b>(268.807)</b>	<b>838.382</b>	<b>(776.494)</b>	<b>688.936</b>	<b>834.137</b>
Durdurulan Faaliyetler Dönem Karı / (Zararı)	-	-	-	-	-
<b>DÖNEM KARI / (ZARARI)</b>	<b>(268.807)</b>	<b>838.382</b>	<b>(776.494)</b>	<b>688.936</b>	<b>834.137</b>
<b>Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç</b>	<b>(0,010)</b>	<b>0,031</b>	<b>(0,029)</b>	<b>0,034</b>	<b>0,013</b>

## 7- Fiyat Performansı

ARBUL, 28.04.2014 tarihinde 2,00 TL fiyatla Borsa II. Ulusal Pazar'da işlem görmeye başlamış olup, en yüksek 2,75 TL, en düşük ise 0,76 TL seviyelerini görmüştür. İşlem görmeye başladığı günden bu yana en yüksek kapanış fiyatı 2,61 TL, en düşük kapanış fiyatı ise 0,78 TL olmuştur. ARBUL, işlem görmeye başladığı tarihten 16.07.2014 tarihine kadar halka arz fiyatının üzerinde kapanış gerçekleştirmiştir. Temmuz ayı ile birlikte düşüş trendine giren pay fiyatı, genel olarak endekse göre negatif bir performans göstermiştir.

Aşağıdaki grafikte ARBUL ile BİST-100 Endeksi'nin, Şirket paylarının borsada işlem görmeye başladığı 28.04.2014 tarihinden itibaren göstermiş oldukları performans grafiği yer almaktadır. Buna göre ARBUL payları, 28.10.2015 tarihli 1,31 TL'lik kapanış fiyatına göre halka arz fiyatının %34,5 altına gerilerken, BİST-100 Endeksinde aynı periyotta gerçekleşen %10,0'luk artış dikkate alındığında, ARBUL'un BİST-100 Endeksinde göre relatif performansı %40,5 daha kötü gerçekleşmiştir.





### 8- Fiyat Performansına Etki Eden Faktörler

Halka arz olduktan hemen sonra %37,5 oranında prim yaparak 2,75 TL seviyelerine kadar yükselen pay fiyatı, Temmuz 2014 tarihinden itibaren düşüş trendine girmiş ve borsa ile negatif ayrılmıştır. Şirket paylarında yaşanan düşüşün en önemli nedeni şirketin açıklamış olduğu faaliyet sonuçlarının beklentilerin ve geçmiş dönem sonuçlarının altında kalmasıdır.

2014 yılının son çeyreğinde yatırımının tamamlanarak faaliyete geçmesi beklenen dijital baskı makinesi yatırımının henüz gerçekleşmemiş olması sebebiyle, söz konusu yatırımın karlılığının da yüksek olarak projekte edilmesi doğrultusunda halka arz sonrası açıklanan faaliyet sonuçları beklentilerin ciddi anlamda altında kalmasına sebep olmuştur. Fason boyama işlerine ağırlık verilmesi, ayrıca 2015 yılında 24,4 milyon TL hasılat beklenen dijital baskı yatırımına başlanmamış olması ve söz konusu yatırımın %40 brüt kar marjı ile çalışması hedefi doğrultusunda 2015 yılı için de açıklanacak faaliyet sonuçlarının da 2015 yılı beklentilerinin ciddi anlamda altında kalma riski söz konusudur.