

**ARBUL ENTEGRE TEKSTİL  
İŞLETMELERİ ANONİM ŞİRKETİ****Fiyat Tespit Raporu Hakkında  
Değerlendirme Raporu**

**Fiyat Tespit Değerlendirme Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payları ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esaslarının 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. İlgili madde;**

**\*Halka arza aracılık eden kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte Kamuyu Aydınlatma Platformunda halka açılacak ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.**

<b>HALKA ARZ ÖZETİ</b>	
<b>Talep Toplama Tarihleri</b>	<b>21-22 Nisan 2014</b>
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	<b>2,00 TL</b>
<b>BIST İşlem Kodu</b>	<b>ARBUL</b>
<b>Halka Arz Yöntemi</b>	<b>Borsa'da Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi</b>
<b>Halka Açılma Oranı*</b>	<b>37,04%</b>
<b>Halka Arz Taahhüdü</b>	<b>Şirketin hakim ortakları, sahip oldukları payları, şirket paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren, 1 yıl süreyle halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satmayacaklardır</b>
<b>Çıkarılmış Sermaye</b>	<b>20.000.000 TL</b>
<b>Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye</b>	<b>27.000.000 TL</b>
<b>Halka Arz Tutarı</b>	<b>7.000.000 TL sermaye arttırımı ve 3.000.000 TL ortak satışı olmak üzere toplam 10.000.000 TL</b>
<b>Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri</b>	<b>54.000.000 TL</b>
<b>Halka Arz Büyüklüğü</b>	<b>20.000.000 TL</b>

\*Halka arz edilmek üzere hazırlanan 10.000.000 TL nominal değerli payların %25'ine karşılık gelen 2.500.000 TL nominal değerli paylar da ortakların yeni pay alma haklarının tamamen kısıtlanmak suretiyle satışa hazır bir şekilde bekletilmesine karar verilmiştir. Satışa hazır bekletilen payların halka arz sonrası çıkarılmış sermayeye oranı %8,47 olacaktır.

### **Sirket Profili ve Faaliyet Konusu:**

Şirketin ana faaliyet konusu, satın aldığı ham kumaşı boyama ve terbiyeleme (apre) işleminden geçirerek, renkli, desenli ve talebe göre çeşitlik özellikler kazandırılmış nihai kumaş üretmektedir. Desen ve özellik kazandırılmış nihai kumaşlar ise tekstil sektörünün konfeksiyon üretimi yapan üreticileri içi bir hammadde konumundadır. Şirketin ürettiği boyalı kumaşlar, konfeksiyon üreticisi firmalar tarafından satın alınarak tüketicilere yönelik, kadın, erkek, çocuk giyiminde kullanılan çeşitli giyim ürünleri üretiminde kullanılır. Şirket tarafından üretilen nihai kumaşlar ağırlıklı olarak ihracata yönelik konfeksiyon üretimi yapan tekstil firmalarınca satın alınmaktadır.

<b>NET SATIŞLAR (TL)</b>	<b>31.12.2011</b>	<b>%</b>	<b>31.12.2012</b>	<b>%</b>	<b>31.12.2013</b>	<b>%</b>
<b>Ürünler</b>						
Boyalı Kumaş	26.967.485	76	40.931.753	90	43.692.107	97
<b>İç Piyasa</b>						
Boyalı Kumaş	8.103.125	23	3.858.149	9	741.101	1
<b>İhracat</b>						
<b>Hizmetler</b>						
Fason Boyama	465.110	1	433.808	1	1.027.538	2
İç Piyasa						
<b>TOPLAM</b>	<b>35.535.720</b>	<b>100</b>	<b>45.223.710</b>	<b>100</b>	<b>45.460.746</b>	<b>100</b>

Şirket 10.800 m<sup>2</sup> kapalı ve 11.145 m<sup>2</sup> açık alanda yer alan ana üretim makina parkuru ve stok alanı ile Çorlu, Tekirdağ'da hizmet vermektedir.

Şirket, Tekirdağ/Çorlu fabrikasında üretmekte olduğu boyalı ham kumaşları hazır giyim sektöründe faaliyet gösteren firmalara girdi olarak satışlarını gerçekleştirmektedir. Hazır giyim sektöründe faaliyet gösteren firmaların Marmara Bölgesi'nde yoğunlaşmasından dolayı şirket yurtiçi satışlarının tamamını bu bölgeye yapmaktadır.

31 Aralık 2013 tarihi itibarıyla şirketin nominal ödenmiş sermayesi 20.000.000 TL olup, şirket bünyesinde 81 kişi çalışmaktadır.

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir;

<b>Ortağın Adı, Soyadı</b>	<b>Halka Arz Öncesi</b>		<b>Halka Arz Sonrası</b>	
	<b>(TL)</b>	<b>Oran (%)</b>	<b>(TL)</b>	<b>Oran (%)</b>
Afir CERİT	15.631.000	78,16%	12.631.000	46,78%
Sinem Fatma İSTİKBAL	2.125.000	10,63%	2.125.000	7,87%
Abdülkadir CEBECİ	2.244.000	11,22%	2.244.000	8,31%
Halka Açık Kısım			10.000.000	37,04%
<b>Toplam Ödenmiş Sermaye</b>	<b>20.000.000</b>	<b>100%</b>	<b>27.000.000</b>	<b>100%</b>

### **Tekstil Kimyasalları Sektörü**

Tekstil Kimyasalları sektörü, 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.

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2014 Global Menkul Değerler A.Ş.

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

- 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.

Sektörün ham maddeleri ise;

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

### **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 ayrışma 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 yansımaya bağlı olarak şirket dezavantaj yaşamaktadır. Bu dezavantajın minimum seviyelerde etkisinin hissedilmesi veya bertaraf edilmesi için Şirket, rakiplerinin üretmediği 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.

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2014 Global Menkul Değerler A.Ş.

## Halka Arz Gelirinin Kullanım Alanı

Arbul Entegre Tekstil İşletmeleri Anonim Şirketi, halka arz süresi sonunda halka arz maliyetinin çıkarılmasından sonra elde edilmesi planlanan 13,1 milyon TL'lik kaynağı aşağıda belirtilen işlemlerin gerçekleştirilmesinden değerlendirecektir.

1. Mevcut kısa ve uzun vadeli banka kredilerinin kapatılması için gelirin yaklaşık %60'ı
2. Modern dijital baskı makinalarının satın alınması için gelirin yaklaşık %35'i
3. İşletme sermayesinin güçlendirilmesi için gelirin yaklaşık %5'i.

### **Banka Kredilerinin Kapatılması**

Şirket tarafından kullanılan kısa ve orta vadeli kredilerden yüksek maliyetli olanlarının, faiz ve kur riskinden korunmak amacıyla kapatılması planlanmaktadır. Şirket bu kapsamda halka arz gelirinin yaklaşık %60'ı kadar kaynak kullanacaktır.

### **Modern baskı makinalarına yatırım yapılması**

Şirket baskı makinalarına yatırım yapılması amacıyla 3 adet dijital baskı makinası, 1 buharlama makinası, 1 ramöz makinası ile kumaş üstü baskı hizmeti verilmesi planlanmaktadır. Yapılacak olan bu yatırımla birlikte fabrikada aylık ortalama 100 ton baskı yapma olanağı sağlanacaktır. Makine yatırım fabrikaya dijital baskı yapma imkanı sağlayacak olup bu imkanlarla müşteri portföyünün artırılması ve mevcut karlılığın yükseltilmesi planlanmaktadır.

### **İşletme Sermayesinin güçlendirilmesi**

Halka arz gelirinin kalan %5'lik kısmı, şirketin çalışma sermayesinin güçlendirilmesinden kullanılacaktır.

## Finansal Bilgiler

<b>BİLANÇO (TL)</b>		<b>Bağımsız Denetimden Geçmiş</b>		
<b>VARLIKLAR</b>	<b>31.12.11</b>	<b>31.12.12</b>	<b>31.12.13</b>	
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>20.278.903</b>	<b>26.215.960</b>	<b>32.239.022</b>	
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	
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>8.239.632</b>	<b>11.364.196</b>	<b>14.682.738</b>	
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 Karlığı	520.288	697.140	1.310.025	
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>28.518.535</b>	<b>37.580.156</b>	<b>46.921.760</b>	
<b>KAYNAKLAR</b>				
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>19.128.071</b>	<b>13.580.689</b>	<b>16.572.436</b>	
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 Faydalara 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	
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü			-	
Kısa Vadeli Karşılıklar			-	
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	-	-	11.693	
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	64.444	11.881	46.415	
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>4.072.957</b>	<b>3.200.594</b>	<b>8.863.309</b>	
Uzun Vadeli Borçlanmalar	3.726.393	2.241.258	7.832.993	
Uzun Vadeli Karşılıklar				
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılık	293.572	221.285	234.284	
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	52.992	738.051	796.032	
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>5.317.507</b>	<b>20.798.873</b>	<b>21.486.015</b>	
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	
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>28.518.535</b>	<b>37.580.156</b>	<b>46.921.760</b>	

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2014 Global Menkul Değerler A.Ş.

GELİR TABLOSU(TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş		
KAR VE ZARAR KISMI	31.12.11	31.12.12	31.12.13
Hasılat	35.535.719	45.223.710	45.460.746
Satışların Maliyeti(-)	(31.635.970)	(40.459.394)	(40.718.802)
<b>BRÜT KAR/(ZARAR)</b>	<b>3.899.749</b>	<b>4.764.316</b>	<b>4.741.944</b>
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)
<b>ESAS FAALİYET KARI/(ZARARI)</b>	<b>2.426.584</b>	<b>3.492.396</b>	<b>2.999.235</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	-	400.978
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler(-)	-	-	(46.284)
<b>FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI/(ZARARI)</b>	<b>2.426.584</b>	<b>3.492.396</b>	<b>3.353.929</b>
Finansman Gelirleri	756.269	742.905	857.347
Finansman Giderleri (-)	(3.705.199)	(3.599.824)	(4.079.038)
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/(ZAR)</b>	<b>(522.346)</b>	<b>635.477</b>	<b>132.238</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri (-)(Geliri			
-Dönen Vergi Gideri (-) Geliri	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Gideri (-) Geliri	200.529	198.660	554.904
<b>SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/(ZARARI)</b>	<b>(321.817)</b>	<b>834.137</b>	<b>687.142</b>
Durdurulan Faaliyetler Dönem Karı/(Zararı)	-	-	-
<b>DÖNEM KARI/(ZARARI)</b>	<b>(321.817)</b>	<b>834.137</b>	<b>687.142</b>
Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç	(0,039)	0,013	0,018

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2014 Global Menkul Değerler A.Ş.

## Halka Arzda Satışa Aracılık Edecek Kurum Tarafından Hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespiti

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

### 1 - İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine (İNA) göre şirketin değeri 76.495.089 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin çıkarılmış sermayesi halka arz sonrası 27.000.000 TL olacak olup, birim pay değeri 2,83 TL'de 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	-	-	-	-
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				
<b>Şirket Değeri</b>	<b>95.509.134</b>				
Net Borç (-)	19.014.045				
<b>Sermaye Değeri</b>	<b>76.495.089</b>				

Şirketin satış gelirleri boyalı kumaş, fason boyama ve dijital baskı olmak üzere üç ana kalemdedir.

Şirketin faaliyet konusu boyama üzerinedir. Şirket piyasadan tedarik ettiği ham kumaşı müşteri talebine göre boya süreçlerinden geçirerek kendi üretim süreci açısından mamül, konfeksiyon 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 %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 olan dijital baskının toplam gelirler içerisindeki payı ise %31'e kadar yükselecektir.

Arbul, halka arzdan elde edeceği gelirin yaklaşık %25'i ile modern dijital baskı makineleri satın almayı planlamaktadır. 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.

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2014 Global Menkul Değerler A.Ş.



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.

Şirketin satış gelirlerinin ürün bazında dağılımı aşağıdaki gibi oluşmaktadır:

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
<b>Toplam</b>	<b>58.739.073</b>	<b>82.130.144</b>	<b>89.510.905</b>	<b>96.600.843</b>	<b>103.182.095</b>

  

	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%
<b>Toplam</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Şirket boyalı kumaş ve fason boyama grubunda yıllar itibariyle %10 brüt kar marjı ile çalışmakta olup, söz konusu oranlar geleceğe yönelik projeksiyonlarda da aynen devam ettirilmiştir. Şirketin yeni üretime geçeceği dijital baskı alanında kar marjının %40 olacağı hedeflenmiştir.

	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%
<b>Toplam</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

## 2 - Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa Çarpanları Analizi'ne göre şirketin piyasa değeri BIST-100 endeksi, tekstil ve deri sektörü çarpanları ve tekstil sektöründe faaliyet gösteren benzer şirketlerin çarpanları kullanılarak tespit edilmiştir. Piyasa Değerinin hesaplanmasında, Piyasa Değeri /Defter Değeri (PD/DD), Firma Değeri /FAVÖK (FD/FAVÖK), Firma Değeri /Satışlar (FD/S) çarpanları kullanılmıştır.

BIST-100 endeksinin PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/S çarpanlarına göre 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.

Tekstil ve deri sektörü endeksinin PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/S çarpanlarına göre 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.

Benzer Şirket Çarpanlarına göre şirket değeri hesaplanırken, benzer şirketler olarak BIST'te işlem gören ALTIN, BISAS, BOSSA, KRTEK, SKTAS ve YUNSA şirketleri tercih edilmiştir. Benzer şirketlerin uç değer ihtiva eden çarpanları hesaplama dışında tutulmuştur. Bu kapsamda ALTIN'ın PD/DD çarpanı, KRTEK e SKTAS'ın FD/FAVÖK çarpanları ortalama hesaplanırken dikkate alınmamıştır.

Benzer şirket çarpanlarına göre PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/S çarpanlarına göre 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.

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2014 Global Menkul Değerler A.Ş.



**SONUC:**

Arbul'un, İndirgenmiş Nakit Akımları analizi, BIST-100 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
BIST-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 iskontolu şirket değeri				40.000.000
Halka arz fiyatı				2,00

**Arbul'un ağırlıklandırılmış birim pay değeri 2,12 TL, 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

## Arbul Entegre Tekstil İşletmeleri A.Ş Fiyat Tespit Değerlendirmemiz

Arbul'un fiyat tespit raporunda yer alan bilgi ve verilerin yeterince açıklayıcı ve verilerle desteklenmiş olduğunu düşünmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi'nde şirket değeri hesaplanması açısından PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/S çarpanlarının dikkate alınmasının yeterli olduğunu düşünüyoruz.

Şirket İkinci Ulusal Pazar şirketlerine daha benzer özelliklerde olduğu için BIST-100 yerine bu pazarla karşılaştırılmasının daha uygun olacağını düşünmekle beraber İkinci Ulusal'da çarpanların makul sınırların üzerinde olduğu gerekçesi ile kullanılmamasını makul buluyoruz.

Yurtiçi benzer şirket karşılaştırmalarında kullanılan, Söktaş Tekstil'in kumaş üretiminin yanı sıra, tarım ve hayvancılık ve süt işleme faaliyetlerini de yürütmesi nedeniyle çarpan analizine tam olarak uygun olmayabileceğini düşünmekle beraber, çarpan analizinde şirketin uç değer ihtiva eden FD/FAVÖK çarpanının hesaplama dışında tutulmasını olumlu karşılıyoruz.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yönteminde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'nin %13,50 olarak belirlenmesinin makul olduğunu düşünüyoruz.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine göre fiyat tespiti yapılırken, ürün grubu bazında yapılan projeksiyonlarda, boyalı kumaş ve fason boyama segmentlerinde brüt kar marjı 2014-2018 yılları arasında %9,9 olarak sabit tutulmuştur. Şirketin yeni üretime geçeceği digital baskı segmentinde de brüt kar marjı %40 olarak 2014-2018 yılları arasında sabit tutulmuştur. Ancak bu segmentte (digital baskı) elde edilen verim ve kalitenin yıllar itibariyle aynı oranda devam etmeyebileceği, ilerleyen yıllarda yeni teknolojik yatırımlara ihtiyaç olabileceği ve piyasa koşullarında oluşabilecek değişiklikler göz önüne alınarak daha muhafazakar bir projeksiyon yapılabilirdi diye düşünüyoruz.

Piyasa çarpanları analizinde tercih edilen sektör ve şirket çarpanları ele alınırken, sektör ve benzer şirketler ile değerlemeye konu şirketin faaliyetlerinin tam olarak bire bir örtüşmeyebileceği ihtimali göz önüne alınırsa, İNA yöntemine yüzde 50 ağırlık verilebilmesini makul karşılıyoruz. Ancak İNA ile bulunan şirket piyasa değerinin gerek sektör gerekse endeks çarpanlarına göre yüksek çıkması nedeniyle ağırlıklandırma yapılırken temkinli bir duruş tercih edilebilirdi diye düşünüyoruz.

Nihai halka arz fiyatı belirlenirken hesaplanan değere uygulanan %5,6 oranındaki halka arz iskontosunun ise son 3 yıldır yapılan halka arzlarda uygulanan ortalama %20'lik iskontoya göre düşük kaldığını düşünüyoruz.