

**FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU  
ARBUL ENTEGRE TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.**

Arbul Entegre Tekstil İşletmeleri A.Ş. fiyat tespit değerlendirme raporumuz 12/02/2013 tarihli Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni'nde yer alan Kurul Karar Organı'nın 12/02/2013 tarih ve 5/145 sayılı kararında belirtilen;

**A) Payların İlk Halka Arzı Öncesi Uyulacak Esaslar**

7) 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.

8) Bir halka arz işleminde aracı kuruluşun fiyat tespit raporu hazırlayabilmesi için son on iki ay içinde asgari üç tane olmak üzere, konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmadığı diğer halka arzlarla ilişkin olarak fiyat tespit raporunu değerlendirdiği analist raporlarını hazırlamış olması ve bu analist raporlarının 7. maddede belirtilen esaslar çerçevesinde ilan edilmiş olması zorunludur.

Maddeleri kapsamında Turkish Yatırım A.Ş tarafından hazırlanmış ve yayınlanmıştır.

**ARBUL ENTEGRE TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.**

Arbul Entegre Tekstil İşletmeleri A.Ş. 19/04/2000 yılında kurulmuştur ve şirketin ana faaliyet konusu satın aldığı ham kumaşı boyama ve apre adı verilen terbiyeleme işleminden geçirek nihai kumaş üretimidir.

Şirket, Çorlu Tekirdağ'da yer alan 10.800 m2 kapalı ve 11.145 m2 açık alanlı üretim parkurunda ürettiği ürünlerin yüzde 95'ini yurtiçi imalatçı ve ihracatçı firmalara satmakla beraber müşteri grubu içinde ağırlık hazır giyim ihracatçılarındadır.

Son iki yıllık kapasite kullanım oranı incelendiğinde şirket kapasite üstü üretim yapmaktadır ve bu şekilde kendi kapasitesinin üzerinde ve/veya bünyesinde olmayan bir üretim süreci için fason üretim yaptırmaktadır.

Şirketin bu şekilde üretim faaliyetlerinden gelirleri;

1. Boyalı Kumaş
2. Dijital Baskı
3. Fason Boyama olarak kendi içinde üç gruba ayrılmaktadır.

Maliyet tarafında ise şirketin satış maliyetleri satılan mamül maliyeti ile fason maliyetlerinden ibarettir.

**FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU  
ARBUL ENTEGRE TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.****Şirketin Sektördeki Konumu ve Hedefleri**

Arbul Entegre Tekstil İşletmeleri A.Ş. faaliyetlerini yurtiçinde ve yurtdışında hazır giyim imalatçıları ile kumaş tüccarlarının yer aldığı pazarlara dönük olarak yürütmekte, ağırlıklı müşteri grubunun pazarları da önemli ölçüde Avrupa olduğundan Avrupa standartlarına uygun yönetim ve üretim hedefleri ile çalışmaktadır.

Fiyat Tespit Raporu'nda Türkiye genelinde tekstil ve hammaddeleri sektöründe boyalı kumaş üretimi ve ihracına yönelik veri seti bulunmadığı ve çeşitli ölçeklerde çok sayıda firmanın faaliyet gösterdiği bir alan olan ara mamül niteliğindeki boyalı kumaş üretimi sektöründe şirketin hem satış hem de üretim anlamında pazar payının çok küçük kaldığı belirtilmektedir.

2013 yılında şirket politikası gereği durağan bir yıl geçirdiği belirtilen Arbul'un hedeflerine bakıldığında; dijital baskı alanında yatırım kararı almış olduğu görülmektedir.

Mevcut durumda şirketin toplam satışları içinde yüzde 98 gibi yüksek bir payı olan boyalı kumaş üretiminin de ciroya katkısının, dijital baskı yatırımı ile beraber, kademeli olarak yüzde 67 seviyesine gerilemesi, dijital baskının payının ise yine kademeli olarak yüzde 31'e yükselmesi ve aylık 1.850.000 TL ciro yaratması beklenmektedir.

| 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> |

Dijital baskı yatırımı kapsamında 3 adet dijital baskı makinası, 1 buharlama makinası ve 1 ramöz makinası alınması planlanmaktadır. Bu makine alımlarıyla fabrikada tek vardiyada aylık ortalama 100 ton baskı yapma imkanına erişilmesi beklenmektedir.

Kapasitesini aşan ve/veya kendisinde bulunmayan üretim süreci gerektiren işlerde yöneldiği fason boyama faaliyet kolunun gelirleri ise toplam gelirlerin yıllık ortalama yüzde 2'sini oluşturmaktadır.

Şirketin KAP'ta duyurulan özet izahnamesinde halka arz süreci sonunda halka arz maliyetinin çıkarılmasından sonra elde edilmesi planlanan 13,1 milyon TL'lik kaynağın şu şekillerde değerlendirileceği belirtilmektedir;

1. Gelirin yaklaşık yüzde 60'ı kısa ve uzun vadeli banka kredilerinin kapatılmasında,,
2. Yaklaşık yüzde 35'i dijital baskı makinalarının satın alınmasında,
3. Yaklaşık yüzde 5'i de işletme sermayesinin güçlendirilmesinde kullanılacaktır.

14/04/2014 tarihinde KAP'ta yayınlanan özet izahnamede dijital baskı makinalarının satın alınması için halka arz gelirin yüzde 35'inin kullanılacağı belirtilmesine karşın fiyat tespit raporunda yer alan halka arzdan elde edeceği gelirin yaklaşık yüzde 25'i ile modern dijital baskı makinaları satın almayı planlamakta olduğu ifadesinin dikkatimizi çektiğini belirtmek isteriz.

## FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU ARBUL ENTEGRE TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.

### Ortaklık Yapısı

| Ortağın Adı-Soyadı   | Sermayedeki Payı (TL) | Oranı (%)     |
|----------------------|-----------------------|---------------|
| Arif Cerit           | 15.631.000            | 78,16         |
| Sinem Fatma İstikbal | 2.244.000             | 11,22         |
| Abdulkadir Cebeci    | 2.125.000             | 10,63         |
| <b>Toplam</b>        | <b>20.000.000</b>     | <b>100,00</b> |

### Sermaye Yapısı

Arbul Tekstil'in 62.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içinde çıkarılmış sermayesi 20.000.000 TL'dir. 7.000.000 TL sermaye artırım ve 3.000.000 TL ortak satışı şeklinde yapılacak halka arz sonrası çıkarılmış sermayesi 27.000.000 TL olacaktır.

### İhraca İlişkin Özet Veriler

Arbul Tekstil'in çıkarılmış sermayesinin 20.000.000 TL'den 27.000.000 TL'ye artırılmasında mevcut ortakların rüçhan haklarının kısıtlanması yoluyla ihraç edilecek 7.000.000 TL nominal değerli paylar ile şirket ortaklarının sahip olduğu 3.000.000 TL nominal değerli paylar 1 TL nominal değere tekabül eden beher pay için 2,00 TL fiyattan Borsa Birincil Piyasa'da "Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi" ile 21.04.2014-22.04.2014 tarihleri arasında 2 iş günü boyunca satışa sunulacaktır.

Hisse fiyatına yüzde 5,6 iskonto uygulanarak halka arz fiyatı 2,00 TL olarak belirlenmiştir.

## FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU ARBUL ENTEGRE TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.

### FİYAT TESPİT RAPORU DEĞERLEMeye YÖNELİK GÖRÜŞÜMÜZ

Arbul Entegre Tekstil İşletmeleri A.Ş.'nin halka arzı için 2,00 TL fiyat belirlenmiştir. Fiyat tespitine ilişkin A1 Capital Menkul Değerler A.Ş tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında ,

- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi
- Piyasa Çarpanları Yöntemi kullanılmıştır.

### İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ (İNA)

Şirketlerin geleceğe yönelik projeksiyonlarının bilinmesi ve şirketin gelecek vizyonunun yönetimle bir araya gelinerek değerlendirilmesi gerektiğinden dolayı İNA tarafımızdan analiz edilmemiştir.

2013 yılında bir önceki yıla göre satışlarında neredeyse herhangi bir artış olmayan şirketin varsayımlarda satışlarının 2014 ve 2015 yıllarında %29 ve %40 seviyesindeki artış beklenmesi dikkat çekicidir. Dijital baskı yatırımının tamamlanması ve %100 kapasite ile çalışıldığından hareket edildiği, rekabetin yoğun olduğu bir sektörde bu artışın oldukça iddialı olduğunu düşünmekteyiz.

Dijital baskı'daki bu iddialı tutumun İNA'ya da yansıtılması İNA değerinin 76,495,089 TL'ye ulaşmasını sağlamıştır.

|                  | 2011       | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       | 2016       | 2017       | 2018        |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| SATIŞLAR         | 35,535,719 | 45,223,710 | 45,460,746 | 58,739,073 | 82,130,144 | 89,510,905 | 96,600,843 | 103,182,095 |
| Artış/Azalış (-) |            | 27.3%      | 0.52%      | 29%        | 40%        | 9%         | 8%         | 7%          |

**FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU**  
**ARBUL ENTEGRE TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.****PIYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİ**

Arbul Entegre Tekstil İşletmeleri A.Ş.'nin fiyat tespitine ilişkin A1 Capital Menkul Değerler A.Ş tarafından yapılan çarpan analizi yönteminde,

BIST100, tekstil ve deri sektörü ve tekstil sektöründe faaliyet gösteren benzer şirket çarpanları kullanılmıştır.

Seçilen çarpanlar arasında yer alan ve şirket değerinin tespitinde uç değer ihtiva eden çarpanların hesaplama dışı bırakılması tarafımızca uygun ve makul bulunmaktadır.

Yine aynı şekilde Şirketin II.Ulusal pazarda işlem görmesi planlanmasına karşın, Bu pazardaki şirketlerin aşırı uç değer ihtiva eden çarpanlara sahip olmasından dolayı kullanılmamasını da uygun bulmaktayız.

Kullanılan çarpanlar ise;  
FD/FAVÖK, ( *Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar*)  
PD/DD (*Piyasa Değeri/Defter Değeri*) ve  
FD/S (*Firma Değeri/Satışlar*)'dır.

Kullanılan çarpanlar arasında F/K ( Fiyat/Kazanç) oranının yer almaması hayli dikkat çekicidir. Oysa ki bu çarpanın yatırımcı kararlarında önemli ölçüde dikkate aldığı bilinmektedir.

Bu nokta'da Şirketin Halka arz öncesi F/K oranın 58x ve Halka arz sonrası F/K oranında 78x seviyesinde bulunduğu görmekteyiz.

BIST-100 endeksinin 10,6x fiyat kazanç çarpanına göre şirketin değeri bu durumda 7,283,705 TL olacaktır.

A1 Capital Menkul Değerler A.Ş tarafından hazırlanan Arbul Entegre Tekstil İşletmeleri A.Ş.'nin değerinin tespitinde; İNA değerine yüzde 50, BIST100 çarpanlarına göre değerine yüzde 10, Tekstil ve Deri Sektörü Çarpanlarına göre yüzde 20 ve benzer şirket çarpanlarına göre değerine de yüzde 20 oranında ağırlık verilmiştir

|                                            | 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    | 1.2              | 10%             | 0.12                                |
| Tekstil ve Deri Sektörüne göre             | 28,537,527    | 1.43             | 20%             | 0.29                                |
| Benzer şirket çarpanına göre               | 29,597,208    | 1.48             | 20%             | 0.30                                |
| <b>Toplam Şirket Birim Pay Değeri</b>      |               |                  |                 | <b>2.12 TL</b>                      |
| * Halka arz sonrası sermaye'ye bölünmüştür |               |                  |                 |                                     |

Arbul Entegre Tekstil İşletmeleri A.Ş için bulunan 42,357,497 TL olarak çıkan Ağırlıklandırılmış Şirket değerine %5,6 iskonto uygulanmış ve 40,000,000 TL şirket değerine ulaşılmış, sonuç olarak Halka arz fiyatında 2,00 TL'ye ulaşılmıştır.

**FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU  
ARBUL ENTEGRE TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.****SONUÇ**

Her ne kadar genel bir kaide olmasa da , oldukça iddialı varsayımlara dayanarak yüksek değerlere ulaşan ve piyasa çarpanlarına göre ( F/K dahil edilmemesine rağmen ) 24-29,5 mn TL aralığının yaklaşık 3 katı daha yüksek değeri ifade eden INA'nın ağırlığının fazla olduğunu düşünmekteyiz.

Piyasa çarpanlarına göre ortalama 27,375,030 TL olan şirket değeri göz önünde bulundurulduğunda 40 mn TL olarak belirlenen nihai şirket değerinin yüksek olduğu kanısındayız.

A1 Capital Menkul Değerler A.Ş tarafından hazırlanan değerlendirme raporunda Piyasa Çarpanlarının ortalamasına göre 1,37 TL olduğu görülen birim pay fiyatına rağmen INA'nın ağırlığının (%50) olmasından dolayı halka arz birim fiyatı olarak belirlenen 2 TL'lik fiyatının pahalı olduğunu ve yüzde 5,6 olarak belirlenen halka arz iskontosunun düşük olduğunu düşünmekteyiz.

|                                          | F/K       | PD/DD      | FD/FAVÖK   | FD/S       |
|------------------------------------------|-----------|------------|------------|------------|
| Halka arz öncesi ARBUL Çarpanları        | 58.21     | 1.86       | 14.67      | 1.3        |
| Halka arz sonrası ARBUL Çarpanları       | 78.59     | 1.56       | 14.90      | 1.32       |
| BIST -100                                | 10.6      | 1.49       | 8.95       | 0.92       |
| Şirket Değeri BIST-100 çarpanlarına göre | 7,283,705 | 31,961,832 | 16,993,019 | 23,016,218 |

## **CEKİNCE**

**Bu rapordaki bilgi ve fikirler Turkish Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenerek hazırlanmıştır.**

**Turkish Yatırım bu bilgilerin doğruluğu veya bütünlüğü konusunda bir garanti veremez. Raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.**

**Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bu rapordaki görüşler, tahmin ve projeksiyonlar raporu hazırlayan analistlerin fikirlerini yansıtmaktadır.**

**Analist/ler görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptirler. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Turkish Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.**