



## ARBUL ENTEGRE TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş. [ARBUL]

17.04.2014

## Amaç

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29 uncu Madde, 2 inci fıkrası çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından halka arza aracılık eden A1 Capital Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı Arbul Entegre Tekstil İşletmeleri A.Ş. ("Arbul", "Şirket") için hazırlanmış olduğu halka arz fiyat tespit raporunun analiz edilip değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Bu Rapor; Arbul'un halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan Şirket verilerinin gerçeği yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

## ARBUL ENTEGRE TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.

## Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu

Firma tekstil sektöründe, boya-baskı dalında faaliyet göstermektedir. Arbul Boya Entegre Tekstil İşletmeleri A.Ş. 2004 yılında tekstil sektöründe faaliyetine başlamıştır.

Şirket'in ana faaliyet konusu, satın aldığı ham kumaşı boyama ve terbiyeleme (apre) işleminden geçirerek, renkli, desenli ve talebe göre çeşitli özellikler kazandırılmış nihai kumaş üretmektir. Şirket, ürettiği ürünleri "örme hazır giyim" imalatı yapan yurt içindeki imalatçı-ihracatçı firmalara satmaktadır. Kumaş boyama & terbiye işlemleri yapan Arbul, iç ve dış piyasada ürünlerini pazarlamakta, ayrıca fason hizmette vermektedir. Şirket grup şirketi olup, hammadde tedarikini aynı grup firmalarından Nevşat Örme A.Ş.'den tedarik etmekte, satışlarının bir kısmını ise Ceritler Konfeksiyon San. ve Tic. A.Ş. üzerinden gerçekleştirmektedir. (2013 itibarıyla Şirket alımlarının %89,04'ü, satışlarının ise %26,15'i grup şirketleri üzerinden gerçekleştirilmektedir. Alımlar oldukça kısa vade üzerinden yapılmakta iken grup şirketlerine satışları ise bir yıl ve daha uzun vade de gerçekleşmektedir.)

Arbul Entegre Tekstil İşletmeleri A.Ş., Çorlu, Tekirdağ'da bulunan 10.800 m2 kapalı ve 11.145 m2 açık alana sahip fabrikasında 81 çalışan ile hizmet vermekte olup, şirket genel merkezi İstanbul'da bulunmaktadır. Şirketin kayıtlı sermaye tavanı 62.000.000 TL olup, çıkarılmış sermayesi 20.000.000 TL'dir.

## HALKA ARZ ÖZETİ

Halka arz şekli	PAY -Adet
Sermaye artırım	7.000.000
Ortak Satış	3.000.000
<b>Toplam</b>	<b>10.000.000</b>
Halka Arz Büyüklüğü -TL	
Halka arz fiyatı	2,00 TL
Brüt Halka arz geliri	20.000.000
Şirkete net halka arz geliri	13.084.525
Kotasyon	
Halka arz tarihi	21-22 Nisan 2014
İşlem göreceği pazar	II. Ulusal Pazar
Halka arz Taahhütleri	
Sermaye artımı yapmama	1 Yıl boyunca bedelli sermaye artırım yapmama
Ortak satışı yapmama	1 Yıl boyunca ortak satışı sermaye artırım yapmama
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	Bakiyeyi yüklenim
Aracı Kurum	A1 Capital
Halka arz satış Yöntemi	Borsa İstanbul A.Ş. Birincil Piyasa'da Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi

## ORTAKLIK YAPISI

Ortağın Adı Soyadı	Ortakların Sermaye Payı			
	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	(TL)	%	(TL)	%
Arif CERİT	15.631.000	78,16%	12.631.000	46,78%
Sinem Fatma İSTİKBAL	2.244.000	11,22%	2.244.000	8,31%
Abdulkadir CEBECİ	2.125.000	10,63%	2.125.000	7,87%
Halka Açık Kısım	0	0,00%	10.000.000	37,04%
<b>TOPLAM</b>	<b>20.000.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>27.000.000</b>	<b>100,00%</b>



## Şirket'in satışları ve finansal durumu hakkında

Şirket'in satışları 2012 yılında %27 artış gösterirken 2013 yılında %0,5 artışla 45,5 mn TL seviyesindedir. Mevcut satışların brüt karlılığı 2013 yılında %10,43, faaliyet karlılığı %6,59, net kar oranı ise %1,51 seviyesindedir. Net kar oranının düşük olmasının en önemli sebebi Şirket'in 19,7 mn TL finansal borcu nedeniyle 3,2 mn TL net finansal gideri sebebiyledir.

Şirket'in 2013 yılında 4,0 mn TL FAVÖK üretirken FAVÖK marjı %8,8 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in özkaynakları 2013 yıl sonu itibarıyla 21,5 mn TL seviyesindedir. Şirket 2012 yılında 2,8 mn TL'si fabrika binası değerlemesi sonrası değer artışı nedeniyle, 11,8 mn TL'si ise nakit sermaye artırımını olmak üzere özkaynaklarını 5,3 mn TL'den 20,8mn TL'ye yükseltmiştir.

Şirket'in 2013 yılında Ticari Alacak devir süresi 168 gün, stok devir süresi 45 gün, Ticari borç devir süresi 30 gün düzeydedir. Şirket'in vadeli satışlarındaki vadeye karşılık, stok ve ticari borçların daha kısa vadeli tutulmasının kar marjlarına ilave katkı sağlaması mümkündür fakat mevcut vade yapısının devam ettirilmesi halinde, Şirket'in her %10 luk büyümesinde, üreteceği esas faaliyet karının %70'ini işletme sermayesi olarak tutma zorunluluğu nedeniyle Şirket'in üreteceği serbest nakit akımları sınırlı düzeyde kalacaktır. Fiyat tespit raporunda da vade yapısının ticari alacaklarda önce 150 güne, sonra 120 güne çekilmesini doğal karşılıyoruz. Zira mevcut vade yapısının sürdürülebilir olmadığını, Şirket'in nakit yaratmakta zorlanabileceği, değerlendirme açısından da yüksek işletme sermayesi ihtiyacı, Şirket'in yeni yatırımları öncesi değerlemesini oldukça olumsuz etkileyebilecek unsur olduğunu düşünüyoruz. Fakat satış vadelerinin düşürülmesi de, satış hacminin büyümesi üzerinde baskı unsuru olacaktır.

## Halka arz gelirinin kullanımı Hakkında

Şirket halka arz gelirini üç ana başlıkta kullanacağını açıklamıştır. Buna göre;

- Halka Arz gelirinin %60 lık kısmı kısa ve uzun vadeli banka kredilerinin kapatılmasında,
- Halka Arz gelirinin %35 lik kısmı Dijital Baskı makinaları yatırımına ayrılarak, bu yolla katma değeri yüksek bir ürün olan dijital baskı üretimine başlanması ve karlılığın artırılmasında,
- Halka Arz gelirinin %5 lik kısmının ise işletme sermayesinin güçlendirilmesinde, kullanılacağı beyan edilmiştir.

FİNANSAL ÖZET			
BİLANÇO ÖZETİ - TL			
yıllık			
	2013	2012	2011
DÖNEN VARLIKLAR	32.239.022	26.125.960	20.278.957
DURAN VARLIKLAR	14.682.738	11.364.196	8.239.632
K.V.YÜKÜMLÜLÜK	16.572.436	13.580.689	19.128.071
U.V.YÜKÜMLÜLÜK	8.863.309	3.200.594	4.072.957
ÖZ KAYNAKLAR	21.486.015	20.798.873	5.317.507
SERMAYE	20.000.000	20.000.000	8.180.000
NAKİT DEĞERLER	599.977	517.364	579.672
FİNANSAL BORÇLAR	19.614.022	11.923.454	11.373.701
NET NAKİT	-19.014.045	-11.406.090	-10.794.029
Dönemsel			
DÖNEMSEL	2013	2012	2011
SATIŞLAR	45.460.746	45.223.710	35.535.719
E.FAALİYET KARI 1*	2.922.098	3.721.535	2.564.681
E.FAALİYET KARI 2	2.999.235	3.492.396	2.426.584
FAVÖK*	4.021.705	4.896.554	3.694.993
NET KAR	687.142	834.137	-321.817
* Esas Faaliyetlerden diğer gelir/gider hariç			
KARLILIK MARJLARI %			
yıllık			
	2013	2012	2011
FAVÖK/SATIŞLAR	8,8%	10,8%	10,4%
NET KAR/SATIŞLAR	1,5%	1,8%	-0,9%
Dönemsel Değişim %			
	2013	2012	2011
SATIŞLAR	0,5%	27,3%	
FAVÖK	-17,9%	32,5%	
NET KAR	-17,6%		

FİNANSAL RASYOLAR			
Halka Arz Öncesi (Sermaye 20 mn TL)			
F/K	PD/DD	FD/NS	FD/FAVÖK
58,21	1,86	1,30	14,67
Halka Arz Sonrası (Sermaye 27 mn TL)			
F/K	PD/DD	FD/NS	FD/FAVÖK
78,59	1,56	1,32	14,90



### Projeksiyon Hakkında

Şirket halka arz geliri ile 4,34 mn TL dijital baskı yatırımı yapmayı planlamaktadır. Yeni yatırımların 2014 yılında 5,6 mn TL, 2015 yılında 24,4 mn TL ilave satış geliri kaydedeceği ve yeni yatırımların %40 brüt kar marjı üreteceği varsayılmıştır.

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

Yeni yatırımlar sonrası Şirket'in gelir projeksiyonunun aşağıdaki şekilde oluşması beklenmektedir.

TL	2014	2015	2016	2017	2018
Net satışlar	58.739.072	82.130.144	89.510.905	96.600.843	103.182.095
Brüt kar	7.507.116	15.504.521	17.155.760	18.686.333	20.021.824
<i>Brüt Kar marjı</i>	<i>12,8%</i>	<i>18,9%</i>	<i>19,2%</i>	<i>19,3%</i>	<i>19,4%</i>
Faaliyet giderleri	1.587.798	1.746.578	1.921.236	2.113.360	2.324.695
<i>Faaliyet Giderleri</i>	<i>2,7%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,2%</i>	<i>2,3%</i>
<b>Faaliyet karı</b>	<b>5.919.318</b>	<b>13.757.943</b>	<b>15.234.524</b>	<b>16.572.973</b>	<b>17.697.129</b>
<i>Faaliyet kar marjı</i>	<i>10,1%</i>	<i>16,8%</i>	<i>17,0%</i>	<i>17,2%</i>	<i>17,2%</i>

Şirket'in yeni yatırımları sonrası faaliyet kar marjı 2013 yılındaki %6,49 seviyesinden 2015-2016 yılında %17 seviyesine yükselmesi beklenmektedir.

Yukarıdaki projeksiyondan, yeni yatırımların etkisi düşüldüğünde, mevcut yatırımların projeksiyonu aşağıdaki şekilde olmaktadır. Şirket'in 2013 yılında faaliyet giderlerinin satışlarına oranı %4, 2012 yılında %2,3, 2011 yılında %3,8 oranındadır.

TL	2014	2015	2016	2017	2018
Net satışlar	53.189.072	57.710.144	62.038.405	66.381.093	70.695.864
Brüt kar	5.265.718	5.713.304	6.141.802	6.571.728	6.998.891
<i>Brüt Kar marjı</i>	<i>9,9%</i>	<i>9,9%</i>	<i>9,9%</i>	<i>9,9%</i>	<i>9,9%</i>
Faaliyet giderleri	1.808.428	1.962.145	2.109.306	2.256.957	2.403.659
<i>Faaliyet Giderleri</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,4%</i>
<b>Faaliyet karı</b>	<b>3.457.290</b>	<b>3.751.159</b>	<b>4.032.496</b>	<b>4.314.771</b>	<b>4.595.231</b>
<i>Faaliyet kar marjı</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,5%</i>	<i>6,5%</i>

Yeni yatırımlar öncesi ve sonrası projeksiyonlar karşılaştırıldığında, 2014 yılında yapılacak 4,34 mn TL yatırımın 2015 yılında 10 mn TL ilave faaliyet karı yaratmasının oldukça iddialı bir yatırım beklentisi olduğunu düşünüyoruz. (Yeni yatırımların brüt kar marjı dikkate alınarak hesaplama yapıldığında ise yeni yatırımların yıllık getirisinin faaliyet karına yansması 8,5-10 mn TL aralığında) Yeni yatırımların kendini amorti etme süresi 6 aydan daha kısa olup, oldukça iddialı bir getiri sunmaktadır. Tekstil sektöründe dijital baskı'nın sektörün karlı alanlarından olduğunu kabul etmekle beraber, bu oranda bir getirinin çok olası olmadığını veya bu getirinin korunması halinde pazara diğer üreticilerinde dahil olacağını ve mevcut getiri marjlarını baskılayacağını dolayısıyla uzun vadede bu durumu sürdürülebilir olarak bulmamaktayız.



## DEĞERLEME HAKKINDA

### ❖ İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi Hakkında

- 2014-2018 arasındaki 5 yılı kapsayan projeksiyon dönemi kullanılmıştır.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesabında; Beta oranı 1, Risk Primi %5, Risksiz Faiz Oranı 10,16 %, Borçlanma Faizi 14,00% olarak alınmış ve AOSM 13,50 % olarak hesaplandığı belirtilmiştir.
- Terminal büyüme 1,0 % olarak alınmıştır.
- Ağırlıklı Ortalama sermaye maliyetinin %13,5 olarak kullanılmasını, makul olarak değerlendiriyoruz.

Fiyat tespit raporunda yer alan INA analizi aşağıdaki gibidir:

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				
<b>Şirket Değeri</b>	<b>95.509.134</b>				
Net Borç (-)	19.014.045				
<b>Sermaye Değeri</b>	<b>76.495.089</b>				

- İndirgenmiş Nakit akımları analizinde halka arz geliri dahil edilmiştir. Halka arz fiyatını tespit etmek için yapılan analizde, halka arz gelirin hangi yöntemle önceden belirlenip projeksiyona eklendiği açık değildir. Tahmini fiyat üzerinden ya da kendi kendini doğrulayan bir model üzerinden halka arz gelirin INA analizinde kullanılmasını, zaruri olmadıkça, tercih edilmesini pek makul bulmuyoruz.
- INA analizinde, halka arz gelirin projeksiyona dahil edilmesi nedeniyle çıkan değer, halka arz sonrası sermayeye bölünmesini doğru buluyoruz. Fakat halka arz gelirinden 9.487.664 TL, 2014 yılı işletme sermayesi değişiminde kullanılmasına karşın, halka arzdan kalan diğer gelirin de (3.596.861 TL) nakit akımlarına dahil edilmesi gerekirdi. Bu durumda halka arz gelirin 9,5 mn TL'si INA içinde (2014 yılı



işletme sermayesi değişiminde) yer alırken, halka arz gelirinin 3,6 mn TL'si karşılıksız kalmıştır.

- Terminal değer (atık değer) 65.608.886 TL olarak nasıl hesaplandığı anlaşılmamıştır. Farklı bir hesaplama yöntemi kullanıldığını düşünüyoruz. Fiyat tespit raporunda yer alan aynı projeksiyon üzerinde, aynı AOSM, aynı terminal büyüme ile bizim hesapladığımız Terminal değer 54.076.414 TL'dir.
- Fiyat tespit raporunda yer alan hesaplama modeline, kendi hesaplama yöntemi içinde halka arz gelirden dahil edilmeyen 3,6 mn TL dahil edilse idi, hesaplanan şirket değeri 3.169.040 TL daha yüksek çıkacaktı.
- INA analizine halka arz geliri hiç dahil edilmese ve çıkan değer halka arz öncesi sermayeye bölünse idi, pay başına hesaplanan değer yine 2,83 TL olacaktı:

Nakit akımları	2014	2015	2016	2017	2018	T
Faaliyet karı (+)	5.919.318	13.757.943	15.234.524	16.572.973	17.697.129	
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 Harcaması (-)	4.340.000					
İşletme Sermayesi (-)	8.808.027	2.902.101	2.460.254	2.363.313	2.193.751	
Serbest nakit akımı	-7.204.936	9.053.408	10.482.860	11.621.813	12.605.957	101.856.134
İndirgenmiş nakit akımları	-6.347.961	7.027.816	7.169.555	7.003.102	6.692.625	54.076.414

Terminal Büyüme oranı	1%
Terminal değer	54.076.414
2014-2018 İ.N.A	21.545.138
Toplam INA değeri	75.621.551
Net nakit	-19.014.045
Özsermaye değeri	56.607.506
Sermaye	20.000.000
Pay başına değer	2,83

- Terminal değer %1 alınmasını makul karşılıyoruz. Terminal değerde, sonsuz yıllar içinde büyümenin veya enflasyon oranının %1 veya %3 alınmasını, Şirket'in yapısı, rekabet avantajı, konumu vb hususlar dikkate alınarak ve hesaplama için seçilen projeksiyon yıl sayısında çıkan değerle, terminal değer belli bir oranda tutarlı olması için seçilen bir büyüklük olarak kabul ediyoruz. INA'da çıkan fiyatın aşağı baskılanması için terminal büyümenin %1 alınmasını olumlu buluyoruz (%2 alınsa idi, pay başına 3,07 TL çıkacaktır)



- INA analizinde, yeni yatırımların getirisine ve yatırım harcamalarına yer verilirse, yani mevcut işletme için aynı kabullerle INA analizi yapılsa Şirket'in Piyasa değeri negatif çıkacaktır. Bu nedenle INA analizinde hesaplanan Şirket değerinin tamamı, yeni yatırımların etkisiyle gerçekleşmiş gözükmemektedir. Mantıksal olarak bu durum pek olası olmadığından, yeni yatırımların getirisinin, Şirket piyasa değerinin tamamını yansıtacak ölçüde, oldukça yüksek oranda projeksiyona yansıtıldığını, projeksiyonlardaki kabullerin doğru addedilmesi halinde, yatırımlar öncesi mevcut Şirket piyasa değerinin aynı kabullerle negatif olarak hesaplanacağını, varsayımların yanlış addedilmesi halinde ise projeksiyonlarda hata olduğunu söylemek gerekecektir.

#### ❖ Piyasa Çarpanları hakkında

- BİST-100 Endeksi, Tekstil ve Deri Sektörü çarpanları ve Benzer Faaliyet Gösteren şirketler olmak üzere 3 adet sektör kıyaslamada kullanılmıştır.
- Çarpan Oranı olarak Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD), Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Firma Değeri /Satışlar (FD/S) oranları kullanılmıştır.
- Oranların hesabında negatif değerler ve aşırı değerler elimine edilmiştir.
- Sektörler; nihai değerlemede Benzer şirketler %20, Tekstil ve Deri %20 ve BİST-100 %10 olarak ağırlıklandırılmıştır.
- Piyasa çarpanları analizini makul olarak değerlendiriyoruz. II.Ulusal Endeks'de, farklı dinamikler nedeniyle oluşan çarpanların, genellikle, makul sınırların üzerinde olduğundan değerlemede kullanılmamasını doğru bir yaklaşım olarak buluyoruz. Ayrıca Şirket'in Borsa'da işlem göreceği olması nedeniyle, yatırımcı için diğer alternatifler de (BİST-100 gibi) bulunması nedeniyle BİST-100 endeksinin değerlemeye dahil edilmesini olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Nihai değerlemenin üzerinden %5,6 halka arz iskontosu uygulanmıştır. İskontonun az olduğunu düşünüyoruz.

#### SONUÇ

**Hesaplanan Şirket değeri üzerinde, Şirketin gelecek yıllar performansını yansıtan INA yönteminin büyük ağırlığı bulunmaktadır. Şirket, gelecek yıllar projeksiyonunu, yeni yatırımlarından beklentilerini gerçekleştirebildiği oranda, halka arz fiyatının makul olabileceğini değerlendiriyoruz.**

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.