

**Altınyıldız Mensucat ve Konfeksiyon Fabrikaları A.Ş.  
Yönetim Kurulu Başkanlığı'na**

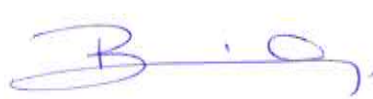
SPK'nın "(Seri: IV No: 41) Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliği"nin 4. maddesi uyarınca; "payları borsada işlem gören ortaklıklar ile ilişkili tarafları arasındaki varlık, hizmet veya yükümlülük transferleri işlemlerinde her bir işlemin tutarının, ortaklığın Kurul düzenlemeleri uyarınca kamuya açıklanan son yıllık finansal tablolarında yer alan aktif toplamının veya brüt satışlar toplamının % 5'ine veya daha fazlasına ulaşacağına öngörülmesi durumunda, işlem öncesinde, Kurulca esasları belirlenen kuruluşlara işlemin değerlendirilmesinin yaptırılması zorunludur".

Şirket yönetiminizin talebi üzerine, Şirketiniz Altınyıldız Mensucat ve Konfeksiyon Fabrikaları A.Ş. ("Altınyıldız")'nin kumaş ve konfeksiyon üretim işi ile üretim faaliyetinde kullanılan makina, ekipman ve stokların, ilgili personelin devir işlemleri ile ilgili değerlendirme çalışması yapılmıştır. Gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında SPK'nın Seri: IV; No: 41 Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ hükümleri ile Seri: VIII ; No: 45 sayılı SPK Tebliği ekinde yer alan Uluslararası Değerleme Standartları esas alınmıştır.

Düzenlenen bu rapor, Şirketinizin kumaş ve konfeksiyon üretim işinin olası bir ilişkili tarafa devri durumunda, devir fiyatının ve şartlarının SPK'nın Seri: IV; No: 41 tebliği çerçevesinde olabilecek adil ve makul bir değer tespitine yönelik olarak hazırlanmıştır. **Çalışmamız sonucunda Şirket'in kumaş ve konfeksiyon üretim işi ile üretim faaliyetinde kullanılan makina, ekipman ve stokların, ilgili personelin devri için hesapladığımız 148,88 milyon TL'nin sözkonusu işleminin şartlarının adil ve makul olacak değer olduğunu bilgilerinize sunarız.** Ayrıntılar ekli raporda yer almaktadır.

Istanbul, 04.12.2013

YATIRIM FİNANSMAN MENKUL DEĞERLER A.Ş.



Emre Birkan  
Genel Müdür Yrd.



Emre Duranlı  
Genel Müdür Yrd.

YATIRIM FİNANSMAN  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.

### III- DEĞERLEME YÖNTEMLERİ ve DUYARLILIK ANALİZİ

Altınyıldız Mensucat ve Konfeksiyon Fabrikaları A.Ş.'nin (Altınyıldız/Şirket) devretmeyi planladığı kumaş ve konfeksiyon üretim işi için değer tespiti yapılmıştır. İşlem sırasında;

- Kumaş ve konfeksiyon üretim faaliyetleri,
- Makine ve ekipman ile diğer maddi, maddi olmayan varlıklar ve yatırımlar,
- Stoklar (hammadde ve mamuller birlikte olmak üzere),
- İşçiler ile birlikte kıdem yükleri ve izin alacakları

devire konu olacaktır, herhangi bir alacak/borç transferi ise gerçekleşmeyecektir.

Bu amaçla yaptığımız değerlendirme çalışmasında;

- İlgili iş alanlarının orta-vadeli değerini daha doğru yansıttığı düşünülen ve faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarını belirli bir iskonto oranıyla bugüne indirgeyen İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi kullanılmış,
- Üretime devam edilmesi nedeniyle kesin stok rakamına ulaşılamayacağı, bununla birlikte hammaddelerin kayıtlı değerleri üzerinden ve mamullerin ise %5 kar marjı ile devredileceği ve stokların çalışma sermayesi çerçevesinde düşünülerek ilgili tutar kadar ticari borçlarda artış olacağı varsayılmış,
- Altınyıldız'ın transfer etmeyi planladığı ve üretim faaliyetlerinin devamı için gerekli olan makine ve ekipmanlar ile diğer maddi ve maddi olmayan varlıklar için Çelen Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. (Çelen) tarafından bulunan değerlendirme tutarı ve devre konu olacak diğer yatırımlar (SAP yazılımı ile Çerkezköy fabrikasında yapılmakta olan), ilgili iş alanlarını devralacak şirket için işlem sırasında yapılacak yatırım harcaması olarak nitelendirilmiş,
- İşlem esnasında herhangi bir alacak/borç devri gerçekleşmediğinden, Şirket'in devir sonrası borç bulundurmayaacağı öngörülmüş ve **sonuç olarak kumaş ve konfeksiyon üretim işi için şerefiye hesaplanmıştır.**
- **Devir için toplam adil değer ise; şerefiye, Çelen'in makine ve ekipman ile diğer maddi ve maddi olmayan varlıklar için belirlediği değerlendirme tutarı, devre konu olacak diğer yatırımlar ve stokların ortalama tahmini değeri toplamından işçilerin kıdem yükleri ve izin alacaklarının bugüne indirgenmiş değeri düşülerek hesaplanmıştır.**

#### III.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Uluslararası alanda kabul görmüş ve şirketlerin orta-uzun vadeli değerlerini yansıtan İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi'ne göre firma değeri veya şirket paylarının değeri, şirketin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmiş değeri olarak kabul edilir.

Nakit akımları projeksiyonları, genellikle 5 ila 10 yıllık zaman dilimi için yapılmakta ve projeksiyon döneminin son senesindeki nakit akımı baz alınarak nihai değer (uç değer) hesaplanmaktadır.

Altınyıldız'ın kumaş ve konfeksiyon üretim işi ile üretim faaliyetinde kullanılan makina, ekipman ve stokların, ilgili personelin devrine ilişkin değerlendirme çalışması için Şirket yönetimi tarafından paylaşılan 2014-2018 yılları için projeksiyonlar, mali ile diğer bilgiler kullanılmış ve uç değer için ise çeşitli varsayımlarda bulunulmuştur.

YATIRIM FİNANSMAN  
EMENKUL DEĞERLER A.Ş.



İleriye dönük FAVÖK (Faiz, Amortisman&İfta Giderleri ve Vergi Öncesi Kar) hesabından işletme sermayesi değişimi, yatırım harcamaları (devir sonrasında yapılacak) ve vergi giderleri düşülerek hesaplanan ve ilgili projeksiyon yılının ortasında gerçekleşeceği varsayılan "serbest nakit akımları" bugüne ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ile indirgenmiş ve iskonto tarihi itibarıyla mevcut makine ve ekipman ile diğer maddi ve maddi olmayan varlıklar ve devre konu olacak diğer yatırımlar için yapılacak harcama düşürülerek şerefiye tespit edilmiştir.

mn TL	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	Uç yıl
<b>Net Satışlar</b>	<b>241,63</b>	<b>268,94</b>	<b>309,58</b>	<b>329,90</b>	<b>361,93</b>	<b>383,64</b>
Büyüme (%)	7,8%	11,3%	15,1%	6,6%	9,7%	6,0%
<b>Faaliyet Karı (FVÖK)</b>	<b>-12,68</b>	<b>-5,05</b>	<b>13,94</b>	<b>16,45</b>	<b>20,12</b>	<b>21,33</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>-2,76</b>	<b>4,79</b>	<b>22,71</b>	<b>23,86</b>	<b>26,45</b>	<b>28,04</b>
FAVÖK Marjı (%)	-1,1%	1,8%	7,3%	7,2%	7,3%	7,3%
Çalışma Sermayesi Değişim	98,36	4,93	-9,43	0,80	5,45	5,49
Yatırım Harcamaları	4,45	9,50	4,50	2,00	2,00	2,12
Vergiler	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	4,27
<b>Serbest Nakit Akımları</b>	<b>-105,57</b>	<b>-9,64</b>	<b>27,64</b>	<b>21,06</b>	<b>19,00</b>	<b>16,16</b>
AOSM	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	
İskonto Faktörü	0,93	0,82	0,73	0,64	0,57	
<b>İndirgenmiş Nakit Akımları</b>	<b>-98,38</b>	<b>-7,93</b>	<b>20,06</b>	<b>13,49</b>	<b>10,74</b>	
<b>İNA (2014T-2018T)</b>	<b>-62,02</b>					
<b>İndirgenmiş Uç Değer</b>	<b>124,77</b>					
Uç Büyüme Oranı (%)	6,0%					
<b>Firma Değeri</b>	<b>62,74</b>					
Makine ve Ekipmanlar ile Diğer Varlık ve Yatırımlar*	52,77					
Net Borç (Devir Sonrası)	0,00					
Azınlık Payları	0,00					
İştirakler	0,00					
<b>Şerefiye</b>	<b>9,97</b>					

\* CELEN tarafından yapılan değerlendirme sonucu ve devre konu diğer yatırımlar (SAP yazılımı ve Çerkezköy fabrikasında yapılmakta olan) dikkate alınmıştır, döviz kuru ise 1.-USD: 2,0455 TL olarak hesaplanmıştır.

### İNA Yönteminde Kullanılan Varsayımlar

- Değerleme çalışmasında, 2014 – 2018 yılları arasındaki projeksiyonlar, mali ve diğer bilgiler Altinyıldız yönetimi tarafından sağlanmıştır.
- İndirgenmiş nakit akışlarında Altinyıldız yönetimi tarafından verilen projeksiyon, mali ve diğer bilgilere bağlı kalınmıştır.
- Projeksiyonlar Türk Lirası (TL) bazında yapılmıştır.
- Söz konusu gelirler 1 Ocak-31 Aralık hesap dönemine göre oluşturulmaktadır.
- 2011'de üretim tesisinin Yenibosna'dan Çerkezköy'e taşınmasıyla artan kapasite sayesinde satış gelirlerinde yükseliş yaşanmıştır. Bununla birlikte, 2012 ve 2013 yıllarında zayıflayan talep, artış gösteren işletme sermayesi ihtiyacını tersine çevirecek tedbirler ve aşağı yönlü fiyat baskısını engelleme yönündeki çabalar nedeniyle ciro gerileme göstermiştir.
- Şirket, 2014 yılından itibaren düşük baz etkisi, yurtiçi pazar ortamının iyileşmesi ve yeni satış stratejisinin bir parçası olarak ihracata daha çok odaklanması ile ciroda kademeli olarak iyileşme beklemektedir. Buna bağlı olarak satış gelirlerinin 2018 yılına kadar yıllık ortalama %10.6 artışla 362 milyon TL'ye ulaşacağı öngörülmektedir. Uç büyüme oranı ise %6.0 olarak varsayılmıştır.
- Altinyıldız tarafından devredilmeyecek gelirler, satış gelirleri projeksiyonlarından hariç tutulmuştur.



İşçilerin toplam 7,76 milyon TL tutarındaki kıdem yükleri ve izin alacaklarının ise her yıl enflasyon oranında artacağı (yıllık ort. %6) ve 5 yıllık süre içerisinde eritileceği öngörülmüş, AOSM ile indirgenerek net bugünkü değeri hesaplanmıştır.

mn TL	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T
İşçilerin Kıdem Yükleri ve İzin Alacakları	-1,65	-1,75	-1,86	-1,96	-2,07
AOSM	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
İskonto Faktörü	0,93	0,82	0,73	0,64	0,56
İndirgenmiş Kıdem Yükleri ve İzin Alacakları	-1,54	-1,44	-1,35	-1,26	-1,17
<b>Net Bugünkü Değer (NBD)</b>	<b>6,75</b>				

**Ayrıca,** üretime devam edilmesi nedeniyle kesin stok rakamına ulaşamayacağı ve bu rakamın sürekli dalgalanma göstereceği öngörüsüyle, **mevcut (Kasım sonu itibariyle) stok değeri yerine stokların ortalama tahmini değerinin kullanılmasının daha doğru ve sağlıklı olduğu düşünülmüş ve hesaplamalara bu şekilde yansıtılmıştır.**

**Sonuç olarak,** şerefiye, Çelen'in makine ve ekipman ile diğer maddi ve maddi olmayan varlıklar için belirlediği değerlendirme tutarı, devre konu olacak diğer yatırımlar ve stokların ortalama tahmini değeri toplamından işçilerin kıdem yükleri ve izin alacaklarının bugüne indirgenmiş değeri düşülerek bulunan **kumaş ve konfeksiyon üretim işi ile üretim faaliyetinde kullanılan makina, ekipman ve stokların, ilgili personelin devri için toplam adil değer ise 148,88 milyon TL olarak hesaplanmıştır.**

mn TL	
Şerefiye	9,97
Makine ve Ekipman*	52,77
Stoklar**	92,89
İşçilerin Kıdem Yükleri ve İzin Alacakları***	-6,75
<b>Toplam Adil Devir Değeri</b>	<b>148,88</b>

\* CELEN tarafından yapılan değerlendirme sonucu ve devre konu diğer yatırımlar (SAP yazılımı ve Çerkezköy fabrikasında yapılmakta olan) dikkate alınmıştır, döviz kuru ise 1.-USD: 2,0455 TL olarak hesaplanmıştır.

\*\* Üretime devam edilmesi nedeniyle kesin stok rakamına ulaşamayacağı, hammaddelerin kayıtlı değerleri üzerinden ve mamullerin ise %5 kar marjı ile devredileceği öngörüsü altında stokların ortalama tahmini değerini ifade etmektedir.

\*\*\* İşçiler ile birlikte kıdem yükleri ve izin alacakları devire konu olduğundan, her yıl enflasyon oranında artacağı (yıllık ort. %6) ve 5 yıllık süre içerisinde eritileceği öngörülmüş, AOSM ile indirgenerek bulunan net bugünkü değer toplam adil devir değeri hesabından düşülmüştür.

### III.2. Duyarlılık Analizi

Kumaş ve konfeksiyon üretim işi için belirlenen şerefiyenin uç büyüme oranı ( $\pm 25$  baz puan) ve ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM,  $\pm 25$  baz puan) ve uç yıl FAVÖK marjı ( $\pm 25$  baz puan) üzerinden yapılan duyarlılık analizlerinin sonuçları aşağıdaki tablolarda belirtilmiştir.

	Şerefiye mn TL	Uç Büyüme Oranı				
		5,5%	5,8%	6,0%	6,3%	6,5%
AOSM	12,8%	12,3	17,1	22,2	27,7	33,7
	13,1%	6,7	11,1	15,9	21,0	26,5
	<b>13,3%</b>	1,4	5,6	<b>10,0</b>	14,7	19,7
	13,6%	-3,5	0,3	4,5	8,8	13,5
	13,8%	-8,1	-4,5	-0,7	3,3	7,7

#### IV- SONUÇ

Altinyıldız Mensucat ve Konfeksiyon Fabrikaları A.Ş.'nin talebi üzerine, Şirket yönetiminin sağladığı bilgi ve belgeler ile geleceğe yönelik projeksiyon ve varsayımlar çerçevesinde, kullanılan İNA sonuçlarına göre **kumaş ve konfeksiyon üretim işi için şerefiye 9,97 milyon TL olarak hesaplanmıştır.**

Bununla birlikte, şerefiye, Çelen'in makine ve ekipman ile diğer maddi ve maddi olmayan varlıklar için belirlediği değerlendirme tutarı, devre konu olacak diğer yatırımlar ve stokların ortalama tahmini değeri toplamından işçilerin kıdem yükleri ve izin alacaklarının bugüne indirgenmiş değeri düşülerek bulunan **kumaş ve konfeksiyon üretim işi ile üretim faaliyetinde kullanılan makina, ekipman ve stokların, ilgili personelin devri için toplam adil değer ise 148,88 milyon TL olarak hesaplanmıştır.**

Kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değiş(tiril)mesi sonuçları değiştirecektir. Farklı değerlendirme yöntemleri ve varsayımlar çerçevesinde değişik değerlere ulaşılması mümkündür. Ayrıca alım-satımda nihai değer alıcı ve satıcının üzerinde mutabık kalacağı değer olacaktır. İşbu rapor, Altinyıldız yönetimine devir edilmesi planlanan kumaş ve konfeksiyon üretim işinin değer tespiti konusunda yardımcı olması amacıyla hazırlanmıştır. **Altinyıldız yönetiminin sağladığı bilgi ve belgeler ile geleceğe yönelik projeksiyon ve varsayımlar çerçevesinde hesaplanan şerefiye ve toplam devir değerinin adil ve makul olduğu düşünülmektedir.**

YATIRIM FİNANSMAN  
MENKUL DEĞERLER A.Ş.