

Değerleme Hizmetleri

# ***Silverline Endüstri ve Tic. A.Ş.***

## **Uzman Kuruluş Raporu Yönetici Özeti**

3 Nisan 2017

*Gizli ve Özel*

**Taslak**



**pwc**



Serkan Aslan  
Ortak

T: +90 (212) 376 53 30  
serkan.aslan@tr.pwc.com

Burak Özoğuztan  
Kıdemli Müdür

T: +90 (212) 376 5944  
burak.ozoguztan@tr.pwc.com

**PwC Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.**

Süleyman Seba Cad., BJK Plaza,  
No:48 B Blok K:9  
Akaretler, 34357, İstanbul-Turkey  
T: +90 (212) 326 6060  
F: + 90 (212) 326 6050

**Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş.**

Organize Sanayi Bölgesi, 05300  
Merzifon/Amasya

3 Nisan 2017

Sayın Yönetim Kurulu Üyeleri,

Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş. (“Şirket” veya “Silverline”) ile PwC Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. (“PwC”) arasında imzalanmış olan finansal danışmanlık hizmetleri sözleşmesi (bkz. Ek 1) kapsamında, Şirket’in bağlı ortaklıklarından olan Silver Ankastre Mutfak Ürünleri San. ve Tic. A.Ş. (“Silver Ankastre”) ve Gümüş-Mak Endüstri ve Ticaret A.Ş. (“Gümüş-Mak”) (ikisi birlikte “Bağlı Ortaklıklar”) ile birleşmesine ilişkin çalışmanın sonuçları ektedir. Değerleme çalışması rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır.

Bu rapor, Silverline ve Bağlı Ortaklıklar’ın 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla özkaynak yöntemi ve bu yöntemle birlikte uygulanan Gelir Yaklaşımı ve Piyasa Yaklaşımı’na göre hesaplanan birleşme oranlarını, bu yöntemler içinden birleşme için kullanılacak yöntemin seçilme gerekçesini, seçilen yöntemle göre değiştirme oranlarını ve birleşme sonrası ulaşılması gereken sermaye tutarını tahmin etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Raporumuz, Şirket Yönetimi ve ilgili personelin vermiş olduğu bilgiler doğrultusunda hazırlanmıştır. Değerleme çalışmasında temel olarak Silverline tarafından sağlanan projeksiyonlar ile birlikte Silverline ve Bağlı Ortaklıklar’ın geçmiş dönem mali tabloları kullanılmıştır. Çalışma kapsamında tarafımıza sunulan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler tarafımızca ayrıca denetime veya incelemeye tabi tutulmamıştır. Bunun yanı sıra Şirket Yönetimi tarafından hazırlanan projeksiyonların gerçekleştirilebilirliği konusunda bir görüş verilmemektedir.

Bu rapor sadece Şirket Yönetimi için hazırlanmıştır. Aksi belirtilmediği sürece PwC, raporun ve/veya yazışmaların hitap ettiği kişiler dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Bunun yanı sıra raporumuz yazılı iznimiz olmadan yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin (Sermaye Piyasası Kurulu, vb.) dışında kalan üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. Bu konuda PwC onay verse dahi, raporun muhatabı Şirket Yönetimi olarak kalacaktır.

Saygılarımızla,

Serkan Aslan, Ortak

# İçindekiler

|                                       |            |
|---------------------------------------|------------|
| <b>Giriş</b>                          | <b>5</b>   |
| 1 Yönetici Özeti                      | 12         |
| 2 Ekonomik Görünüm                    | 34         |
| 3 Pazar Analizi                       | 38         |
| 4 Silverline ve Bağlı Ortaklıklar     | 45         |
| 5 Değerleme Analizleri                | 58         |
| 5.1 Silverline Değerleme Analizi      | 59         |
| 5.1.1 Gelir Yaklaşımı                 | 60         |
| 5.1.2 Piyasa Yaklaşımı                | 77         |
| 5.1.3 Net Varlık Yaklaşımı            | 81         |
| 5.2 Silver Ankastre Değerleme Analizi | 83         |
| 5.2.1 Gelir Yaklaşımı                 | 84         |
| 5.2.2 Piyasa Yaklaşımı                | 101        |
| 5.2.3 Net Varlık Yaklaşımı            | 105        |
| 5.3 Gümüş-Mak Değerleme Analizi       | 107        |
| 5.3.1 Gelir Yaklaşımı                 | 108        |
| 5.3.2 Piyasa Yaklaşımı                | 122        |
| 5.3.3 Net Varlık Yaklaşımı            | 126        |
| 6 Birleşme ve Değiştirme Oranları     | 128        |
| <b>Ekler</b>                          | <b>137</b> |
| 1 Sözleşme                            | 138        |
| 2 Bilgi Kaynakları                    | 142        |
| 3 Beta                                | 144        |
| 4 AOSM                                | 147        |

# İçindekiler

|   |                         |     |
|---|-------------------------|-----|
| 5 | UFRS Mali Tablolar      | 150 |
| 6 | Kapasite Kullanım Oranı | 153 |
| 7 | Kısaltmalar             | 155 |

## Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (1/4)

### Projenin Kapsamı

Bu rapor Silverline Yönetimi ile 22.03.2017 tarihinde imzalanan finansal danışmanlık hizmetleri sözleşmesine göre; Silverline ve Bağlı Ortaklıklar'ın, Silverline altında birleşme sürecinde, 31.12.2016 itibarıyla Şirket ve Bağlı Ortaklıklar'ın ayrı ayrı toplam hisse değerlerinin tahmin edilmesini ve birleşme oranının hesaplanmasını içermektedir.

Bu rapor sadece Silverline yönetimi için hazırlanmıştır. Aksi belirtilmediği sürece PwC, raporun ve/veya yazışmaların, Silverline yönetimi dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Bu konuda PwC onay verse dahi, raporun muhatabı Silverline yönetimi olarak kalacaktır.

PwC; değerlendirme çalışması kapsamında, Silverline ve Bağlı Ortaklıklar'ın aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Bununla birlikte, PwC, mülkiyete ilişkin Şirket'in değerini etkileyebilecek gizli ya da beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.

Değerleme çalışmalarında bulunan sonuçlar birçok durumda sübjektif ve kişisel hükümlere bağlıdır. Bu nedenle, çalışma sonucunda kesin bir değere ulaşmak mümkün olmamakla birlikte çeşitli varsayımlar altında bir değer aralığı tahmin etmek daha uygundur.

### Fiyat ve Değer Kavramı

Raporun okunması ve yorumlanması sırasında “fiyat” ve “değer” kavramlarının birbirinden ayrılması büyük önem taşımaktadır. Fiyat bir alıcının herhangi bir mal veya hizmet için satıcıya ödemeye hazır olduğu tutardır. Bu fiyatın, değerlendirme çalışması sonucu tahmin edilen değere eşit olması beklenmemelidir.

Bu projede baz aldığımız değer “Makul Piyasa Değeri”dir. “Makul Piyasa Değeri” istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında hiçbir kısıtlama ve zorlama olmadan ve bu konuyla ilgili bilgilerin rahatlıkla elde edilebildiği serbest bir piyasa ortamında gerçekleşecek hisse senedi satışında oluşması beklenen değer olarak tanımlanabilir. Ayrıca, şirketin mevcut yönetim ile faaliyetlerine devam edeceği varsayılmaktadır.

## Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (2/4)

### Bilgi Kaynakları

PwC, Silverline ve Bağlı Ortaklıklar yönetimleri tarafından sağlanan projeksiyonların ticari anlamda gerçekleştirilebilirliği üzerinde bir çalışma yapmamıştır. Ulaşılan sonuçlar Şirket ve Bağlı Ortaklıklar tarafından sağlanan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğüne bağlıdır. Bu bilgiler tarafımızca sorgulanarak, gerektiği takdirde Şirket ve Bağlı Ortaklıklar yönetimleri ile tartışılarak çalışmamızda yer almıştır.

PwC bu çalışma kapsamında Silverline ve Bağlı Ortaklıklar'a ait finansal tabloları ve diğer bilgileri denetlememiştir. Dolayısıyla bu raporda yer alan finansal tablolar konusunda herhangi bir görüş bildirilmemektedir.

### İş Planı

Değerleme çalışmasında kullanılan varsayımlar ve projeksiyonlar 2017 ve 2021 yılları arasındaki iş planına dayanmaktadır. İş planları Şirket yönetimiyle tartışılmış ve gerekli görüldüğü durumlarda revize edilmesi istenmiştir.

Bu rapor kapsamında tahmin edilen değer Şirket ve Bağlı Ortaklıklar'ın muhtemel bir alım/satım değerini gösteren bir fiyat garantisi olarak değerlendirilmemelidir. Bu çalışmada uygulanan metodoloji ile elde edilen değerleme sonucu kesin bir değer olarak algılanmamalı, bunun sadece Silverline Yönetimine Silverline ve Bağlı Ortaklıklar'ın hisse değerlerinin tespit edilmesi ve birleşme oranının hesaplanması hakkında bir veri sağlaması beklenmelidir.

Yapılan incelemeler ve görüşmeler sonucunda Şirket ve Bağlı Ortaklıklarının fonksiyonel para biriminin Türk Lirası olduğu anlaşılmıştır. Buna göre, değerlendirme çalışmasında kullanılan projeksiyonlar Türk Lirası bazında hazırlanmış olup çalışmaya yansıtılmıştır.

### Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Değerleme çalışmasında Gelir Yaklaşımı, Piyasa Yaklaşımı ve Net Varlık Yaklaşımı olmak üzere üç yöntem kullanılmıştır.

#### ➤ Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”)

Bu yöntemde Silverline ve Bağlı Ortaklıklar'ın değerleri, projeksiyon döneminde yaratılması beklenen nakit akımlarının ve projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değer net bugünkü değere indirgenmesi ile elde edilmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları çalışması kapsamında, Şirket'in gelir/giderini, ödeyeceği vergiyi, yatırımlarını ve işletme sermayesi ihtiyacını öngören bir indirgenmiş nakit akımları modeli hazırlanmıştır. İNA hesaplamasında Şirket yönetiminin sağladığı bilgiler temel alınmıştır. Şirket'in gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının bugünkü değerleri, nakit akımlarının Şirket'in risk profiline uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugüne indirgenmesiyle hesaplanmıştır.

## Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (3/4)

### Değerlemede Kullanılan Yöntemler (Devamı)

#### ➤ Piyasa Yaklaşımı

Şirket değerlemesinde benzer operasyonlara sahip şirketlerin çeşitli finansal rasyolarının ortalamaları ve/veya sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan rasyolar dikkate alınarak değer tahmin edilmektedir.

Bu kapsamda, Şirket ve Bağlı Ortaklıklar ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler ve satın alma işlemleri incelenmektedir. Burada emsal olarak alınacak şirketlerin benzer ürün veya hizmetleri üretmesi beklenmektedir.

Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketler ve satın alma işlemine konu olan şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük zorluk, birebir karşılaştırılabilir işlem ve şirketlerin bulunmasıdır.

Silverline'in borsa değerinin solo değer olmaması, bağlı ortaklıkları Silver Ankastre ve Gümüş-Mak'ın da değerini içermesi nedeniyle borsa fiyatı çalışmada dikkate alınmamıştır.

#### ➤ Maliyet Yaklaşımı: Net Varlık Yaklaşımı

Net varlık yaklaşımında bir alıcının bir işletme için ödeyeceği bedelin, en az o işletmenin bütün varlıklarının ve borçlarının belli bir tarihte nakde çevrilmesiyle elde edilecek tutara veya işletmeyi bugünkü konumuna getirmek için yapılacak harcama tutarına (itfa edilmiş yenileme değeri) eşit olacağı varsayımı temel alınmaktadır.

### Raporun Kullanımı

Bu rapor sadece Silverline yönetimi için; Silverline ve Bağlı Ortaklıklar'ın ayrı ayrı hisse değerlerinin tespit edilmesi ve bu üç şirketin birleşme oranlarının hesaplanması için hazırlanmıştır. Aksi belirtilmediği sürece PwC, bu raporun ve/veya yazışmaların Silverline ve Bağlı Ortaklıklar yönetimleri ve düzenleyici kuruluşlar dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Bu konuda PwC onay verse dahi, raporun muhatabı Silverline yönetimi olarak kalacaktır.

## Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (4/4)

### Bağımsızlık

PwC ile bu projede çalışan danışman ve yöneticileri, Silverline'in ve Bağlı Ortaklıklar'ın olası bir satış işleminden hiçbir maddi çıkar gözetmemektedir. Aynı şekilde, PwC şirketinin bu değerlendirme çalışması için alacağı ücret, bu değerlendirme çalışmasının sonuçlarına bağlı değildir.

Değerleme çalışmaları, şirket ortakları ve şirket çalışanları açısından menfaat çatışmasına yol açabilmektedir. Ayrıca, şirket yöneticileri ve çalışanları değerlendirme sonucunu etkileyecek konumdadırlar. Bu nitelikteki çıkar çatışmaları, diğer ülkelerde veya sektörlerde yapılan değerlendirme çalışmalarında da görülmektedir. PwC, bu etkinin en aza indirgenmesi için aşağıdaki yöntemlere başvurmuştur:

- Bu projede çalışan PwC danışmanları ve yöneticileri bağımsızlıklarını korumaktadırlar,
- Değerleme çalışmasında kullanılan varsayımlar ve 2017-2021 yılları arasındaki iş planları baz alınmış ve mümkün olduğunca Şirket ve Bağlı Ortaklıklar yönetimleri ile üzerinde tartışılmıştır.

### Proje Ekibi

Konusunda uzman çalışma ekibi, sorumlu ortak Serkan Aslan tarafından yönetilmiştir. Ekip lideri, SPK mevzuatları uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve 10 yılı aşkın tecrübeye sahiptir ve yılda ortalama 100'e yakın değerlendirme projesinde görev almaktadırlar.

**Serkan Aslan**, Serkan Aslan, PwC'ye katılmadan önce çeşitli aracı kurum ve portföy yönetimi şirketlerinde hisse senedi analisti/müdür yardımcısı/müdürü olarak çalışmıştır. Serkan ayrıca Petrol Ofisi Kurumsal Finansman Bölüm Müdürü olarak beş yıl çalışmıştır. Serkan değerlendirme ekibinden sorumlu ortak olarak, finansal yapılandırma, şirket değerlendirme, vergi ve muhasebe amaçlı değerlendirme, finansal modelleme ve fizibilite çalışmaları gerçekleştirmiştir. İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Mühendisliği ve Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasaları ve Borsalar Bölümü mezunu olan Serkan, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Türev Araçları ve Kurumsal Derecelendirme Lisanslarına sahiptir.

**Burak Özoğuztan**, PwC Türkiye Danışmanlık Hizmetleri'nde kıdemli müdür olarak çalışmaktadır. Burak kariyerine PwC Danışmanlık ekibinde başlamıştır. PwC Danışmanlık Hizmetleri'nde şirket değerlemeleri ve finansal özel inceleme çalışmalarında yer alarak yerli ve yabancı yatırımcılar için danışmanlık görevinde bulunmuştur. Burak Koç Üniversitesi Ekonomi Bölümü'nden mezun olmuş, Londra Middlesex Üniversitesi'nde Uluslararası Finans yüksek lisansı yapmıştır.

## Rapor İncelenirken Dikkat Edilmesi Gereken Konular (1/3)

### Projeksiyon Dönemindeki Satış Adet Büyümleri

Şirket Yönetimi'nden edinilen bilgilere göre hem iç pazardaki hem de ihracat yapılan Avrupa ve Rusya pazarlarındaki durağanlık satış rakamlarına olumsuz yansımış olup, 2015 ve 2016 yılı satış adetlerinin beklenenin altında gerçekleşmesine neden olmuştur.

Yurt içi satış adetlerinin 2017 yılında 2016 seviyesini koruyup, 2017 sonrasında sektörün GSYH ile olan korelasyonu göz önünde bulundurularak reel GSYH büyüme tahmini ile paralel olarak artması öngörülmüştür. Yurtdışı satış adetleri tahmin edilirken 2017 yılında 2016 seviyesinin korunacağı, projeksiyon döneminin devamında ise (2017-2021) kademeli olarak 2010-2016 arasındaki ortalama satış adetlerine ulaşacağı tahmin edilmiştir.

Satışların Silverline Pazarlama'ya gerçekleştirilmesi nedeniyle yurt içi pazar ve ihracat kırımları bulunmamaktadır. Bu nedenle Silverline ve Silver Ankastre'nin yurt içi/ihracat kırılımı Silverline Pazarlama ile aynı kabul edilmiştir.

### Silverline ve Silver Ankastre Ürünleri

Projeksiyon döneminde Silverline ve Silver Ankastre'nin satışlarının davlumbaz, aspiratör ve yedek parça satışlarından oluşacağı öngörülmüştür. 2014 ve öncesi dönemlerde bu şirketlerin bulaşık makinası, buzdolabı, ocak, fırın ve mikrodalga gibi diğer ev aletlerini de sattığı görülmüş ancak bu ürünlerin satışları 2015 yılından itibaren durdurulmuştur. Yönetim ile görüşülerek projeksiyon döneminde de bu ürünlerin satışlarının gerçekleşmeyeceği varsayılmıştır.

### Projeksiyon Dönemindeki Fiyat Artışları

Silverline ve Silver Ankastre'nin Silverline'a yapacağı satışların fiyatları yıllık olarak fiyat listeleriyle ürün bazında belirlenmektedir. Yönetim ile görüşmemizde, 2017 yılında fiyat artışının %10 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. Özellikle dolara bağlı hammaddelerin 2016'daki fiyat artışları nedeniyle maliyetlerin arttığı, brüt karlılıkların düştüğü gözlemlenmiştir. Yönetim piyasadaki diğer rakiplerin de fiyat arttıracığı beklentisiyle fiyat artışını enflasyonun %1 üzerinde tahmin etmiştir. 2017 yılından sonra fiyatların enflasyon beklentisi ile paralel olarak artacağı öngörülmüştür.

### Silverline Pazarlama Şirketine Satışlar

Silverline ve Silver Ankastre satışlarının tamamını grup şirketi olan Silverline Ev Gereçleri Satış ve Pazarlama A.Ş. ("Silverline Pazarlama") üzerinden gerçekleştirmektedir. Satış adetleri Silverline Pazarlama tarafından müşteri taleplerine göre belirlenmekte, Silverline ve Silver Ankastre bu satış adetleri doğrultusunda üretim gerçekleştirmektedir.

Değerleme çalışması kapsamında Silverline Pazarlama'ya ilişkin bir çalışma gerçekleştirilmemiş, sadece son müşteri satışlarının yurt içi / ihracat oranı temin edilmiştir. Yönetim ile görüşülerek Silverline Pazarlama'nın satış fiyatları, satışlarından elde ettiği brüt kar marjının Silverline ve Bağlı Ortaklıklarının karlılığının üzerinde bir etkisi bulunmadığı anlaşılmıştır.

### ÖTV İndiriminin Satışlara Etkisi

3 Şubat 2017 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan beyaz eşyada %6,7 oranında uygulanan ÖTV'nin 30 Nisan 2017 tarihine kadar %0 olarak uygulanmasına dair kararın satışları olumlu etkilediği öğrenilmiştir. Bu çalışma esnasında bu kararın bir defaya mahsus olduğu varsayılmış, ve gelecekteki satış tahminleri bu etkiden arındırılmıştır.

## Rapor İncelenirken Dikkat Edilmesi Gereken Konular (2/3)

### BSH Fason Üretimi

Silverline'in 2015 yılında yapmış olduğu anlaşma ile BSH Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye ("BSH") fason davlumbaz ve aspiratör üretim yapmaya başlamıştır. Şirket Yönetimi'nden edinilen bilgiye göre bu sözleşme kapsamında 2015 yılında 12.317, 2016 yılında ise 80.628 adet üretim yapılmıştır. Yönetimden alınan bilgilere göre, sözleşmede üretime dair bir süre, yükümlülük ve adet belirtilmemiş olup projeksiyon dönemi boyunca BSH satışlarının adet olarak yurt içi satış büyüme tahmini ile paralel olarak büyüyeceği varsayılmıştır. BSH'a yapılan satışların fiyatının Silverline Pazarlama'ya yapılan satış fiyatları ile aynı seviyede artacağı öngörülmüştür. Sözleşmenin her yıl yenilerek devam edeceği varsayılmıştır.

### Marka Kullanım Hakkı Kira Gelirleri

Silverline ve Silverline Pazarlama arasında 01 Ekim 2014 tarihinde imzalanan marka lisans sözleşmesi gereğince Silverline Pazarlama, "Silverline" ve "ESTY" markaları altında yaptığı brüt satışların %10'unu lisans sözleşmesi bedeli olarak Silverline'a ödemektedir. Sözleşmenin süresi beş yıl olup, taraflardan birisi tarafından sözleşmenin feshedilmemesi durumunda, sözleşme birer yıllık süreyle yenilenmektedir. Değerleme çalışması kapsamında marka anlaşmasının beş yıllık sürenin sonunda da geçerliğini koruyacağı varsayılmıştır. Marka kullanım hakkı kira gelirleri diğer satış olarak sınıflandırılmaktadır dolayısı ile brüt kar seviyesinde dikkate alınmaktadır.

### Üretim Maliyetleri

Değerleme çalışması kapsamında üretim maliyetleri ana gruplar bazında incelenmiş (Hammadde, işçilik, genel üretim giderleri), davlumbaz ve aspiratör olarak ürün grupları bazında maliyetler temin edilememiştir. Yönetim ile görüşmemizde davlumbaz ve aspiratör üretimlerinin benzemesi nedeniyle giderlerin ürünlere harcanan saatler bazında dağıtıldığı anlaşılmıştır. Üretim maliyetleri tahmininde maliyetler değişken ve sabit olarak incelenmiş, değişken giderlerin toplam davlumbaz ve aspiratör üretim adetleri ile orantılı olarak artacağı tahmin edilmiştir.

### Silverline ve Silver Ankastre Faaliyet Giderleri

Silverline'in faaliyet giderlerinin satışlara oranı 2015 ve 2016'da %10,8, Silver Ankastre'nin ise %2,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Silverline'in faaliyet giderlerinin satışlara oranının yüksek olmasının başlıca nedenleri ARGE'nin Silverline altında gerçekleştirilmesi, genel yönetim personelinin ve ofis giderlerinin daha yüksek olması ve yönetim kurulunun huzur hakkı payının daha yüksek olmasıdır. Yönetim ile görüşmemizde bu iki şirketin beyaz yaka personelinin ve ofis alanlarının ayrı olduğu, faaliyet giderlerinin bir anahtar ile dağıtılmadığı belirtilmiştir. Değerleme çalışması kapsamında faaliyet giderlerinin Silverline ve Silver Ankastre'ye dağılımının makul seviyesi hakkında bir çalışma gerçekleştirilmemiş, geçmiş dönem gerçekleştirmeleri göz önünde bulundurularak projeksiyon dönemi faaliyet giderleri tahmin edilmiştir. Mevcut yapının projeksiyon dönemi süresince de korunacağı varsayılmıştır.

### Silverline 2016 Yılı Karlılık Oranları

Şirket Yönetimi'nden alınan bilgiler doğrultusunda 2016 yılında, özellikle son çeyrekteki kur etkisiyle birlikte artan hammadde maliyetleri Silverline'in FAVÖK marjını %-0,5 seviyesine geriletmiştir. Maliyetlerin daha stabil seyredeceği ve enflasyonun üzerinde zam oranının da etkisiyle 2017 yılından itibaren Silverline ürünlerinin marjlarında iyileşmeler gözleneceği varsayılmıştır.

## Rapor İncelenirken Dikkat Edilmesi Gereken Konular (3/3)

### Gümüş-Mak'ın Satış ve Karlılık Seviyeleri

Gümüş-Mak satışlarının büyük bir kısmını grup şirketleri olan Silverline, Silver Ankastre ve Timay Çıt Çıt Perçin ve Rivet San. Tic. A.Ş. ("Timay")'ye makine ve kalıp olarak gerçekleştirmektedir. Projeksiyon dönemince yapacağı satışlar Silverline ve Silver Ankastre'nin makine ekipman yatırımlarına göre tahmin edilmiştir. Gümüş-Mak bu gelirlere ek olarak, Silverline ve Silver Ankastre'ye kalıp ve sac kesimi gerçekleştirmektedir (fason işçilik gelirleri) Gümüş-Mak'ın 2013-2016 arasındaki brüt karlılığı %2,1 ile %18,2 arasında değişmektedir. Gümüş-Mak'ın grup dışına satışları bulunmaması nedeniyle ve makul bir karlılık seviyesinin öngörülebilmesi nedeniyle projeksiyon dönemindeki brüt karlılığının tahmini 2015 ve 2016 ortalaması göz önünde bulundurularak çalışmada yer almıştır.

### Çalışma Kapsamında Kullanılan Mali Tabloların Bazı

Değerleme çalışması kapsamında Silverline ve Bağlı Ortaklıklarının 2013 - 2016 dönemi yıllık yasal mali tabloları kullanılmıştır. Silverline ve Bağlı Ortaklıklarının geçmiş dönem yasal mali tabloları ile uyumlu müşteri bazında satış kırılımları, satış adetleri, maliyet detayları çalışmada incelenerek yer almıştır. Ayrıca, Silverline'in bağımsız denetimden geçmiş konsolide mali tablolarına baz olan çalışma kağıtları incelenmiştir. Birleşme oranı hesaplamasında Silverline, Silver Ankastre ve Gümüş-Mak 31 Aralık 2016 solo öz sermayeleri ve net borçluluk seviyeleri bağımsız denetçilerin hazırladığı denetlenmiş UFRS mali tabloları kullanılarak hesaplanmıştır.

### Gümüş Grup Faaliyetleri

Silverline'in iştirakleri arasında Gümüş Grup Yatırım Dan. Destek. Hiz. A.Ş.'den ("Gümüş Grup") yer almaktadır. Gümüş Grup, Silverline ve Bağlı Ortaklıklar'ın insan kaynakları, muhasebe, bütçe, raporlama, reklam hizmetler sunmakta olup bu hizmetler karşılığında Şirket ve Bağlı Ortaklıklar'a fatura kesmektedir. İlgili giderler Şirket ve Bağlı Ortaklıklar'ın faaliyet giderlerinde yer almakta olup, projeksiyon döneminde de bu ilişkinin devam edeceği öngörülmektedir.

### Halis Aygül'e Ait Hisseler

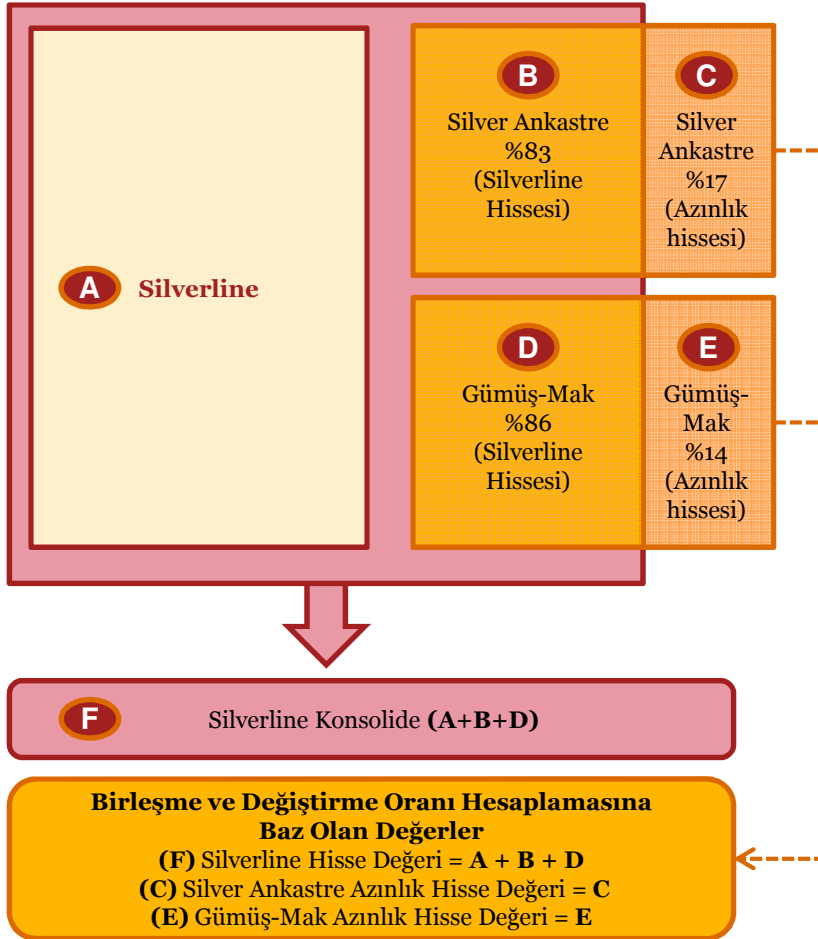
22.11.2016 tarihinde Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yapılan açıklamalara göre Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı "Pay Tebliği"nin 15'nci maddesi gereğince, pay senetleri Borsada işlem gören ortaklıkların Kurul kaydında olan ancak Borsada işlem görmeyen statüde olan Halis Aygül'e ait 500bin TL nominal tutarlı 500bin adet pay senedinin Borsa'da satışa konu edilebilmesi amacıyla Merkezi Kayıt Kuruluşu'na başvuru yapılmıştır. Birleşme öncesindeki ve sonrasındaki paylar gösterilirken Halis Aygül'e ait 500bin TL tutarlı %1.64473 oranında pay halka arz edilen kısma dahil edilmiştir.

### Mehmet Engin Çelebi'ye Ait Hisseler

27.03.2017 tarihinde Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yapılan açıklamalara göre Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı "Pay Tebliği"nin 15'nci maddesi gereğince, pay senetleri Borsada işlem gören ortaklıkların Kurul kaydında olan ancak Borsada işlem görmeyen statüde olan Mehmet Engin Çelebi'ye ait 550bin TL nominal tutarlı 550bin adet pay senedi 27.03.2017 tarihinde 1,72 - 1,74 TL fiyat aralığından Mehmet Engin Çelebi tarafından satılmıştır. Bu işlemle birlikte Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş. sermayesindeki payları 27.03.2017 tarihi itibarıyla %5,14 sınırına ulaşmıştır. Birleşme öncesindeki ve sonrasındaki ortaklık yapısı gösterilirken söz konusu hisse satışı dikkate alınmıştır.

# *Yönetici Özeti*

## Değerlemenin Amacı ve Ortaklık Yapısı



### Değerlemenin Amacı

31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla Silverline, Silver Ankaştre ve Gümüş-Mak'ın hisselerinin ayrı ayrı "Makul Piyasa Değeri"nin tahmin edilmesinde ve üç şirketin Silverline altında birleşmesine ilişkin birleşme ve değiştirme oranlarının tahmininde Şirket Yönetimi'ne yardımcı olmaktadır.

### Ortaklık Yapıları

Yandaki diyagramda Silverline, Silver Ankaştre ve Gümüş-Mak'ın ortaklık yapıları ve birleşme oranı hesaplamasına baz olan oranlar gösterilmiştir.

Birleşmeye konu olan şirketler Silverline, Silverline'in %83 hissesine sahip olduğu Silver Ankaştre ve Silverline'in %86 hissesine sahip olduğu Gümüş-Mak'tır.

Değerleme çalışmasında kullanılan Silverline hisse değeri; Silverline'in Silver Ankaştre ve Gümüş-Mak dışındaki iştiraki ile beraber hisse değerini ifade etmektedir. Silverline'in Silver Ankaştre ve Gümüş-Mak dışında, Gümüş Grup'da %20 oranında iştiraki bulunmaktadır. Birleşme kapsamında Gümüş Grup yer almamaktadır.

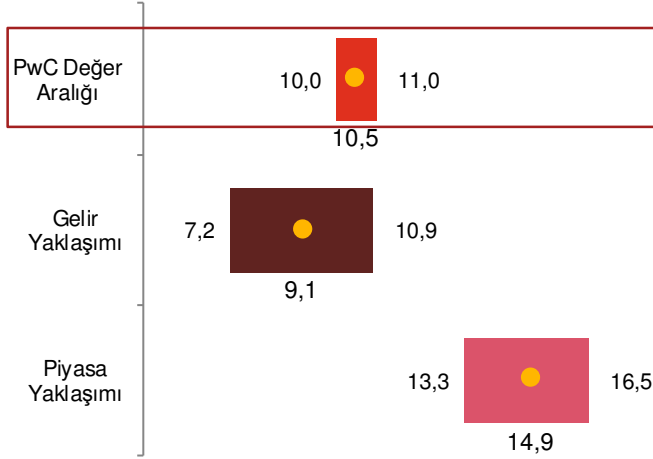
Çalışmada kullanılan Silverline konsolide hisse değeri ise Silverline hisse değerine Silver Ankaştre'de sahip olduğu %83 ve Gümüş-Mak'ta sahip olduğu %86 oranlarındaki hisselerin de değerlerinin eklenmesi ile hesaplanan değeri göstermektedir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

## Değerleme Sonuçları Silverline

Silverline'in 31 Aralık 2016 itibarıyla şirket değerinin **10,0m TL** ile **11,0m TL**, toplam hisse değerinin ise **6,7m TL** ile **7,7m TL** aralığında olduğu tahmin edilmiştir.

### Silverline Şirket Değeri (m TL)



Ağırlık

%75

%25

### Değerleme Yöntemleri

**Gelir Yaklaşımı:** Silverline'in hisse değeri tahmini kapsamında Gelir Yaklaşımı altında İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") yöntemi uygulanmıştır. Bu kapsamda projeksiyon dönemi ve devam eden dönemde Silverline'in serbest nakit akımları tahmin edilmiş, uygun bir ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile net bugünkü değerine indirgenmiştir. Şirket'in potansiyelini daha iyi yansıtaacağı düşünülerek gelir yaklaşımı birincil yöntem olarak belirlenmiş ve %75 ağırlık verilmiştir.

**Piyasa Yaklaşımı:** Bu yöntemde beyaz eşya ve ev gereçleri sektöründe Silverline ile benzer şirketlerin çeşitli finansal çarpanların ortalamaları ve sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan çarpanlar dikkate alınarak değer tahmin edilmiştir. Bu kapsamda, Silverline ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler ve satın alma işlemleri incelenmektedir.

**Net Varlık Yaklaşımı** kapsamında, Şirket'in UFRS finansal tablolarındaki solo özsermayesi kullanılarak (bağlı ortaklıklarının kayıtlı değeri çıkartılarak) net varlık değeri hesaplanmıştır. Şirket'in projeksiyon döneminde, mevcut koşullar dikkate alındığında nakit yaratma potansiyelinin göz önünde bulundurulmasının daha anlamlı olduğu düşünülmektedir. Bu nedenle Net Varlık Yaklaşımı değer aralığı tahmininde kullanılmamıştır.

### Silverline Hisse Değeri

| (m TL)                   | Düşük      | Baz        | Yüksek     |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| Şirket Değeri (\$D)      | 10,0       | 10,5       | 11,0       |
| Net Nakit/(Borç)         | (3,3)      | (3,3)      | (3,3)      |
| <b>Solo Hisse Değeri</b> | <b>6,7</b> | <b>7,2</b> | <b>7,7</b> |
| FAVÖK (2017)*            | 1,7        | 1,7        | 1,7        |
| \$D/FAVÖK (x)            | 5,9        | 6,2        | 6,5        |

### Değerleme Sonuçları

Gelir yaklaşımında duyarlılık analizi dikkate alındığında Silverline'in hisse değeri **7,2m TL** ile **10,9m TL** aralığında tahmin edilmiştir. Piyasa Yaklaşımı kapsamında Silverline'in hisse değerinin **13,3m TL** ile **16,5m TL** aralığında olacağı öngörülmektedir.

Gelir Yaklaşımı ve Piyasa Yaklaşımı yöntemlerinden elde edilen sonuçların ağırlıklandırılması ile Silverline'in 31 Aralık 2016 itibarıyla hisse değeri **6,7m TL** ile **7,7m TL** aralığında tahmin edilmiştir. Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, Şirket'in değeri **25,7m TL** olarak hesaplanmıştır.

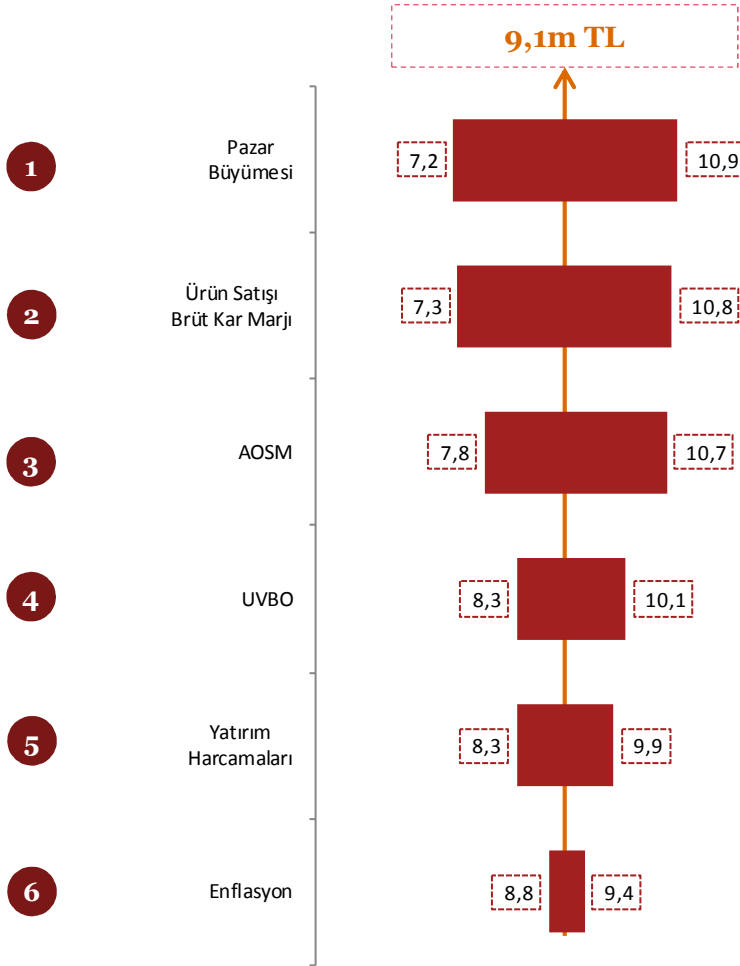
Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

\* 2016 FAVÖK'ünün negatif olması sebebiyle 2017 FAVÖK'ü kullanılmıştır.

## Değerleme Sonuçları Silverline

Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan duyarlılık analizi sonucu Silverline'in şirket değeri **7,2m TL** ile **10,9m TL** arasında tahmin edilmiştir.

### Duyarlılık Analizi (m TL)



Hisselerin makul değer tahmini çalışmasında önemli parametrelerin değer üzerindeki etkileri, bu parametrelerin projeksiyon dönemi boyunca baz senaryo altında aldıkları değere göre aşağıda belirtilen aralıklarda farklılaşmasını esas alan duyarlılık analizi ile incelenmiş ve sonuçları yandaki grafikte sunulmuştur.

- AOSM: Sermaye maliyetinin** baz duruma (%16,1) göre 100 baz puan yüksek (%16,1) veya düşük (%15,1) olarak gerçekleşmesi,
- Pazar Büyümesi:** Davlumbaz ve aspiratör satışlarının adet bazında büyüme oranının (YBBO %2,6) beklentiden 25 baz puan daha düşük veya yüksek gerçekleşmesi,
- Ürün Satışı Brüt Kar Marjı:** Marka kullanım hakkı kira bedeli dahil edilmeyen brüt kar marjının tahminlerden (%2-3) 25 baz puan düşük veya yüksek gerçekleşmesi,
- Uzun Vadeli Büyüme Oranı ("UVBO"):** UVBO'nun baz duruma göre (%6,5) 100 baz puan düşük (%5,5) veya yüksek (%7,5) olarak gerçekleşmesi,
- Yatırım Harcamaları:** Şirket'in yapmayı planladığı yatırım harcamalarının baz durumlarına göre %10 düşük veya yüksek olması durumu,
- Enflasyon:** TL bazlı enflasyon tahminlerinin baz duruma (%6-8) göre 2017 ve sonrasında 50 baz puan düşük veya yüksek olarak gerçekleşmesi.

Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan duyarlılık analizi sonucu Silverline'in şirket değeri **7,2m TL** ile **10,9m TL** arasında tahmin edilmiştir. Net borcunda dahil edilmesiyle Silverline'in hisse değeri **3,9m TL** ile **7,6m TL** arasında tahmin edilmiştir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

## Değerleme Sonuçları Silverline

*Karşılaştırılabilir Şirketler ve Karşılaştırılabilir İşlemler analizleri sonucunda Silverline'in hisse değeri **10,0m TL** ile **13,2m TL** arasında tahmin edilmiştir.*

### Karşılaştırılabilir Şirketler Analizi

| (m TL)               | Baz         |
|----------------------|-------------|
| FAVÖK (2017)*        | 1,9         |
| ŞD/FAVÖK (x)         | 7,1         |
| <b>Şirket Değeri</b> | <b>13,3</b> |
| Net Nakit/(Borç)     | (3,3)       |
| <b>Hisse Değeri</b>  | <b>10,0</b> |

### Karşılaştırılabilir İşlemler Analizi

| (m TL)               | Baz         |
|----------------------|-------------|
| FAVÖK (2017)*        | 1,9         |
| ŞD/FAVÖK (x)         | 8,8         |
| <b>Şirket Değeri</b> | <b>16,5</b> |
| Net Nakit/(Borç)     | (3,3)       |
| <b>Hisse Değeri</b>  | <b>13,2</b> |

### Piyasa Yaklaşımı

Piyasa Yaklaşımı kapsamında karşılaştırılabilir şirketlerin tahmini 2017 çarpanlarının ve karşılaştırılabilir işlemlerin ŞD/FAVÖK çarpanlarının ortalaması (sırasıyla 7,1x ve 8,8x) ile 2016 FAVÖK tutarının negatif olması sebebiyle Silverline'in 2017 tahmini FAVÖK tutarı dikkate alınmıştır.

Karşılaştırılabilir şirketler seçilirken faaliyet gösterdiği sektör, karlılık ve borçluluk seviyeleri göz önünde bulundurulmuştur.

Piyasa Yaklaşımı'nın 3 ana adımı bulunmaktadır:

- Uygun finansal ve operasyonel parametrelerin belirlenmesi,
- Uygun değerlendirme çarpanlarının belirlenmesi,
- Şirket değerine ulaşmak için finansal ve operasyonel parametrelere çarpanların uygulanması.

Piyasa Yaklaşımında karşılaştırılabilirlik kriterinin belirlenmesinde örnekleme grubunda yer alan şirketlerin FAVÖK marjlarının (%5 - %15 arasında) Silverline ile benzer olarak gerçekleşmesine dikkat edilmiştir. Seçilen benzer işlem ve şirketlerin Silverline ile aynı sektörde yer almasına rağmen, faaliyet gösterdikleri pazarlar ve satışını gerçekleştirdikleri ürünlerin birebir karşılaştırılabilir olmaması nedeniyle bu yöntem %25 seviyesinde ağırlıklandırılmıştır.

Karşılaştırılabilir şirketler analizlerinden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanları ve Silverline'in tahmini 2017 FAVÖK tutarı dikkate alındığında, Silverline'in şirket değeri **13,3m TL** ile **16,5m TL** arasında, hisse değeri ise **10,0m TL** ile **13,2m TL** arasında tahmin edilmiştir.

Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

\* Şirket'in 2016 FAVÖK'ünün negatif olması sebebiyle 2017 FAVÖK tutarı ve 2017 tahmini çarpanları dikkate alınmıştır.

## Değerleme Sonuçları Silverline

*Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, Silverline'in değerleme tarihi itibarıyla UFRS'ye göre oluşturulmuş bilançosunda yer alan özsermayesine göre Şirket'in net varlık değerinin **25,7m TL** olduğu tahmin edilmektedir.*

### Net Varlık Değeri (Net Aktif Değer)

| m TL                                               | 31/12/2016   |
|----------------------------------------------------|--------------|
| <b>Ödenmiş Sermaye</b>                             | <b>30,4</b>  |
| <b>Sermaye Yedekleri</b>                           | <b>6,9</b>   |
| Yasal Yedekler                                     | 1,5          |
| Olağanüstü Yedekler                                | 5,4          |
| Hisse Senetleri İhraç Primleri                     | 0,1          |
| <b>Geçmiş Yıl Karları/(Zararları)</b>              | <b>(2,8)</b> |
| <b>Dönem Net Karı/(Zararı)</b>                     | <b>(1,0)</b> |
| <b>Özsermaye Toplamı (Bağlı Ortaklıklar Dahil)</b> | <b>33,5</b>  |
| Silver Ankastre Defter Değeri                      | (4,2)        |
| Gümüş-Mak Defter Değeri                            | (1,3)        |
| Gümüş-Mak Şerefiye Değeri                          | (2,4)        |
| <b>Düzeltilmiş Özsermaye (Solo)</b>                | <b>25,7</b>  |

31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla Silverline'in 30,4 m TL tutarında ödenmiş sermayesi her biri 1,00 TL olmak üzere 30.400.000 adet hisseye ayrılmış şekilde bulunmaktadır.

Şirket'in değerleme tarihi itibarıyla UFRS'ye göre hazırlanan bilançosuna göre özsermayesi 33,5m TL seviyesindedir.

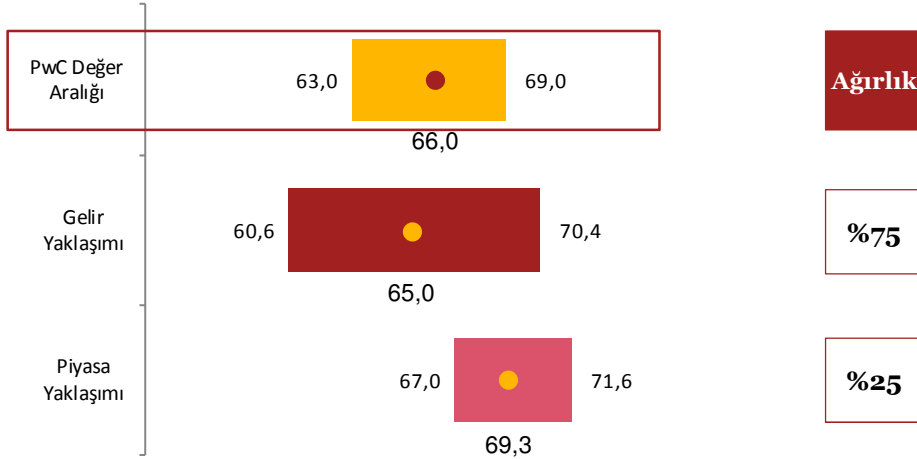
31.12.2016 itibarıyla Şirket'in Silver Ankastre ve Gümüş-Mak'taki hisselerinin kayıtlı değerinin, ayrıca Gümüş-Mak şerefiye değerinin çıkarılmasıyla düzeltilmiş özsermayesi hesaplanmıştır. Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, Şirket'in 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla net varlık değerinin **25,7m TL** olduğu hesaplanmıştır.

## Değerleme Sonuçları

### Silver Ankastre

*Silver Ankastre'nin 31 Aralık 2016 itibarıyla şirket değerinin **63,0m TL** ile **69,0m TL**, toplam hisse değerinin ise **47,2m TL** ile **53,2m TL** aralığında olduğu tahmin edilmiştir.*

#### Silver Ankastre Şirket Değeri (m TL)



#### Değerleme Yöntemleri

**Gelir Yaklaşımı:** Silver Ankastre'nin hisse değeri tahmini kapsamında Gelir Yaklaşımı altında İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") yöntemi uygulanmıştır. Bu kapsamda projeksiyon dönemi ve devam eden dönemde Silver Ankastre'nin serbest nakit akımları tahmin edilmiş, uygun bir ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile net bugünkü değerine indirgenmiştir. Şirket'in potansiyelini daha iyi yansıtacağı düşünüldüğü için gelir yaklaşımı birincil yöntem olarak belirlenmiş ve %75 ağırlık verilmiştir.

**Piyasa Yaklaşımı :** Bu yöntemde beyaz eşya ve ev gereçleri sektöründe Silverline ile benzer şirketlerin çeşitli finansal rasyolarının ortalamaları ve/veya sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan rasyolar dikkate alınarak değer tahmin edilmektedir. Bu kapsamda, Silver Ankastre ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler ve satın alma işlemleri incelenmektedir.

**Net Varlık Yaklaşımı** kapsamında, Şirket'in 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla UFRS'ye göre hazırlanmış finansal tabloları kullanılarak Şirket'in net varlık değeri hesaplanmıştır. Şirket'in nakit yaratma potansiyellerini yansıtmayacağı öngörüsü altında, Net Varlık Yaklaşımı kullanılmamıştır.

#### Silver Ankastre Hisse Değeri

| (m TL)                     | Düşük       | Baz         | Yüksek      |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Şirket Değeri (ŞD)         | 63,0        | 66,0        | 69,0        |
| Net Nakit/(Borç)           | (15,8)      | (15,8)      | (15,8)      |
| <b>Toplam Hisse Değeri</b> | <b>47,2</b> | <b>50,2</b> | <b>53,2</b> |
| FAVÖK (2016)               | 8,2         | 8,2         | 8,2         |
| ŞD/FAVÖK (x)               | 7,7         | 8,1         | 8,4         |

#### Değerleme Sonuçları

Gelir yaklaşımında duyarlılık analizi dikkate alındığında Silver Ankastre'nin hisse değeri **60,6m TL** ile **70,4m TL** aralığında tahmin edilmiştir.

Piyasa Yaklaşımı kapsamı sonucunda Silver Ankastre'nin hisse değerinin **67,0m TL** ile **71,6m TL** aralığında olacağı öngörülmektedir.

Gelir Yaklaşımı ve Piyasa Yaklaşımı yöntemlerinden elde edilen sonuçların ağırlıklandırılması ile Silver Ankastre'nin 31 Aralık 2016 itibarıyla hisse değeri **47,2m TL** ile **53,2m TL** aralığında tahmin edilmiştir.

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, Şirket'in 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla net varlık değeri **17,1m TL** olarak hesaplanmıştır.

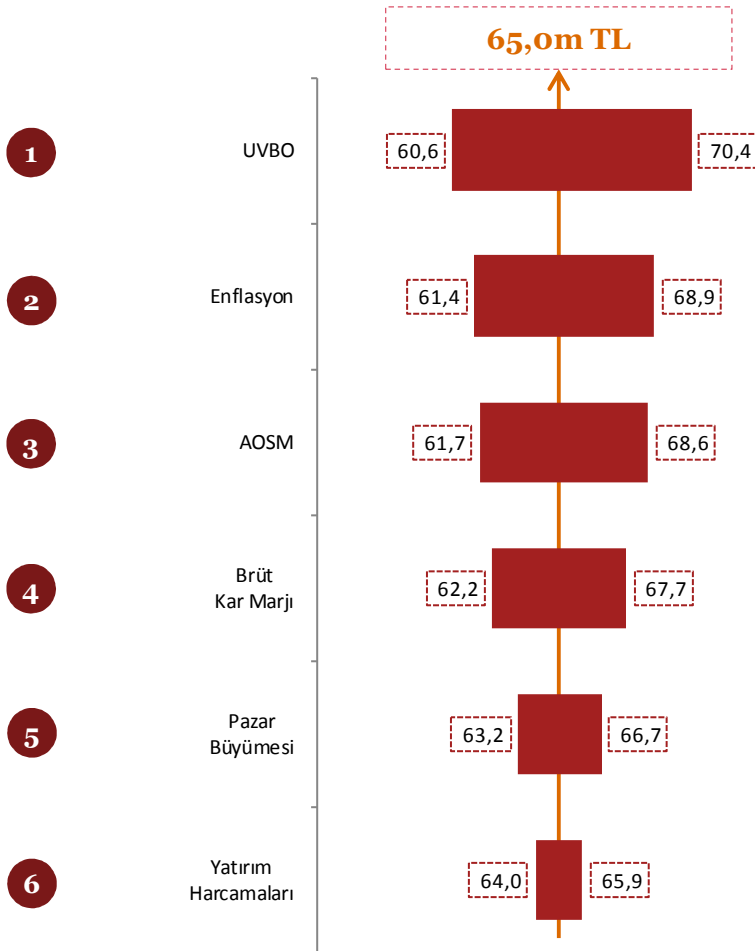
Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

## Değerleme Sonuçları

### Silver Ankastre

*Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan duyarlılık analizi sonucu Silver Ankastre'nin şirket değeri 60,6m TL ile 70,4m TL arasında tahmin edilmiştir.*

#### Duyarlılık Analizi (m TL)



Hisselerin makul değer tahmini çalışmasında önemli parametrelerin değer üzerindeki etkileri, bu parametrelerin projeksiyon dönemi boyunca baz senaryo altında aldıkları değere göre aşağıda belirtilen aralıklarda farklılaşmasını esas alan duyarlılık analizi ile incelenmiş ve sonuçları yandaki grafikte sunulmuştur.

- 1. Uzun Vadeli Büyüme Oranı ("UVBO"):** UVBO'nun baz duruma göre (%6,5) 100 baz puan düşük (%5,5) veya yüksek (%7,5) olarak gerçekleşmesi,
- 2. Enflasyon:** TL bazlı enflasyon tahminlerinin baz duruma (%6-8) göre 2017 ve sonrasında 50 baz puan düşük veya yüksek olarak gerçekleşmesi;
- 3. AOSM:** Sermaye maliyetinin baz duruma (%16,1) göre 50 baz puan yüksek (%16,6) veya düşük (%15,6) olarak gerçekleşmesi,
- 4. Brüt Kar Marjı:** Brüt kar marjının tahminlerden (%9- 10) 25 baz puan düşük veya yüksek gerçekleşmesi,
- 5. Pazar Büyümesi:** Davlumbaz ve aspiratör satışlarının adet bazında büyüme oranının (YBBO %2,6) beklentiden 25 baz puan daha düşük veya yüksek gerçekleşmesi,
- 6. Yatırım Harcamaları:** Şirket'in yapmayı planladığı yatırım harcamalarının baz durumlarına göre %10 düşük veya yüksek olması durumu.

Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan duyarlılık analizi sonucu Silver Ankastre'nin şirket değeri **60,6m TL** ile **70,4m TL** arasında tahmin edilmiştir. Net borcunda dahil edilmesiyle Silver Ankastre'nin hisse değeri **44,8m TL** ile **54,6m TL** arasında tahmin edilmiştir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

## Değerleme Sonuçları

### Silver Ankastre

*Karşılaştırılabilir Şirketler ve Karşılaştırılabilir İşlemler analizleri sonucunda Silver Ankastre'nin toplam hisse değeri **51,2m TL** ile **55,8m TL** arasında tahmin edilmiştir.*

#### Karşılaştırılabilir Şirketler Analizi

| (m TL)               | Baz         |
|----------------------|-------------|
| FAVÖK (2016)         | 8,2         |
| ŞD/FAVÖK (x)         | 8,2         |
| <b>Şirket Değeri</b> | <b>67,0</b> |
| Net Nakit/(Borç)     | (15,8)      |
| <b>Hisse Değeri</b>  | <b>51,2</b> |

#### Karşılaştırılabilir İşlemler Analizi

| (m TL)               | Baz         |
|----------------------|-------------|
| FAVÖK (2016)         | 8,2         |
| ŞD/FAVÖK (x)         | 8,8         |
| <b>Şirket Değeri</b> | <b>71,6</b> |
| Net Nakit/(Borç)     | (15,8)      |
| <b>Hisse Değeri</b>  | <b>55,8</b> |

#### Piyasa Yaklaşımı

Piyasa Yaklaşımı kapsamında karşılaştırılabilir şirketlerin ve karşılaştırılabilir işlemlerin ŞD/FAVÖK çarpanlarının ortalaması (sırasıyla 8,2x ve 8,8x) ile Silverline'in 2016 FAVÖK tutarı dikkate alınmıştır.

Karşılaştırılabilir şirketler seçilirken faaliyet gösterdiği sektör, karlılık ve borçluluk seviyeleri göz önünde bulundurulmuştur.

Piyasa Yaklaşımı'nın 3 ana adımı bulunmaktadır:

- Uygun finansal ve operasyonel parametrelerin belirlenmesi,
- Uygun değerlendirme çarpanlarının belirlenmesi,
- Şirket değerine ulaşmak için finansal ve operasyonel parametrelere çarpanların uygulanması.

Piyasa Yaklaşımında karşılaştırılabilirlik kriterinin belirlenmesinde örnekleme grubunda yer alan şirketlerin FAVÖK marjlarının (%5 - %15 arasında) Silver Ankastre ile benzer olarak gerçekleşmesine dikkat edilmiştir. Seçilen benzer işlem ve şirketlerin Silver Ankastre ile aynı sektörde yer almasına rağmen, faaliyet gösterdikleri pazarlar ve satışını gerçekleştirdikleri ürünlerin birebir karşılaştırılabilir olmaması nedeniyle bu yöntem %25 seviyesinde ağırlıklandırılmıştır.

Karşılaştırılabilir şirketler analizlerinden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanları ve Silver Ankastre'nin tahmini FAVÖK tutarı dikkate alındığında, Silverline'in şirket değeri **67,0m TL** ile **71,6m TL** arasında, hisse değeri ise **51,2m TL** ile **55,8m TL** arasında tahmin edilmiştir.

## Değerleme Sonuçları

### Silver Ankastre

*Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, Silver Ankastre'nin değerleme tarihi itibarıyla UFRS'ye göre oluşturulmuş bilançosunda yer alan özsermayesine göre Şirket'in net varlık değerinin **17,1m TL** olduğu tahmin edilmektedir.*

#### Net Varlık Değeri (Net Aktif Değer)

| m TL                                  | 31/12/2016  |
|---------------------------------------|-------------|
| <b>Ödenmiş Sermaye</b>                | <b>5,0</b>  |
| <b>Sermaye Yedekleri</b>              | <b>8,1</b>  |
| Yasal Yedekler                        | 0,4         |
| Olağanüstü Yedekler                   | 7,7         |
| <b>Geçmiş Yıl Karları/(Zararları)</b> | <b>2,1</b>  |
| <b>Dönem Net Karı/(Zararı)</b>        | <b>1,9</b>  |
| <b>Özsermaye Toplamı</b>              | <b>17,1</b> |

31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla Silver Ankastre'nin 5,0 m TL tutarında ödenmiş sermayesi her biri 1,00 TL olmak üzere 5.000.000 adet hisseye ayrılmış şekilde bulunmaktadır.

Şirket'in değerleme tarihi itibarıyla UFRS'ye göre hazırlanan bilançosuna göre özsermayesi 17,1m TL seviyesindedir.

## Değerleme Sonuçları

### Gümüş-Mak

*Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, Şirket'in 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla net varlık değeri **0,2m TL** olarak hesaplanmıştır. Gümüş-Mak'ın Net Varlık Yaklaşımı sonucunda tahmin edilen değerinin makul değerini yansıttığı öngörülmüştür.*

| Gümüş-Mak Hisse Değeri<br>m TL    | 31/12/2016 |
|-----------------------------------|------------|
| Ödenmiş Sermaye                   | 1,5        |
| Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farklar | 0,0        |
| Sermaye Yedekleri                 | 0,7        |
| Yasal Yedekler                    | 0,0        |
| Olağanüstü Yedekler               | 0,6        |
| Geçmiş Yıl Karları/(Zararları)    | (1,4)      |
| Dönem Net Karı/(Zararı)           | (0,7)      |
| Dönem Karı/(Zararı) Düzeltmeleri  | 0,1        |
| <b>Özsermaye Toplamı</b>          | <b>0,2</b> |

#### Değerleme Yöntemleri

**Gelir Yaklaşımı:** Gümüş-Mak'ın toplam hisse değeri tahmini kapsamında Gelir Yaklaşımı altında İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") yöntemi uygulanmış ve serbest nakit akımları, uygun bir ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile net bugünkü değerine indirgenmiştir.

**Piyasa Yaklaşımı :** Bu yöntemde makine ve kalıp üretimi sektörlerinde Gümüş-Mak ile benzer şirketlerin çeşitli finansal çarpanlarının ortalamaları ve/veya sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan çarpanlar dikkate alınarak değer tahmin edilmiştir.

**Net Varlık Yaklaşımı** kapsamında, Şirket'in 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla UFRS'ye göre hazırlanmış finansal tabloları kullanılarak Şirket'in net varlık değeri hesaplanmıştır.

#### Değerleme Sonuçları

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, Şirket'in 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla net varlık değeri **0,2m TL** olarak hesaplanmıştır. Gümüş-Mak'ın Net Varlık Yaklaşımı sonucunda tahmin edilen değerinin makul değerini yansıttığı öngörülmüştür.

Gümüş-Mak'ın satışlarını sadece grup içine gerçekleştirmesi ve geçmiş dönem brüt karlılığı incelendiğinde makul bir brüt kar seviyesinin öngörülememesi nedeniyle Gelir Yaklaşımı değerlendirme kapsamında göz önünde bulundurulmamıştır. Buna ilave olarak Piyasa Yaklaşımı kapsamında faaliyet gösteren şirketlerin de faaliyetlerini rekabetçi bir ortamda gerçekleştirmeleri ve Gümüş-mak gibi satışlarının ve karlılıklarının grup şirketlerine bağlı olmaması nedeniyle Piyasa Yaklaşımı da değerlendirme kapsamında göz önünde bulundurulmamıştır.

Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

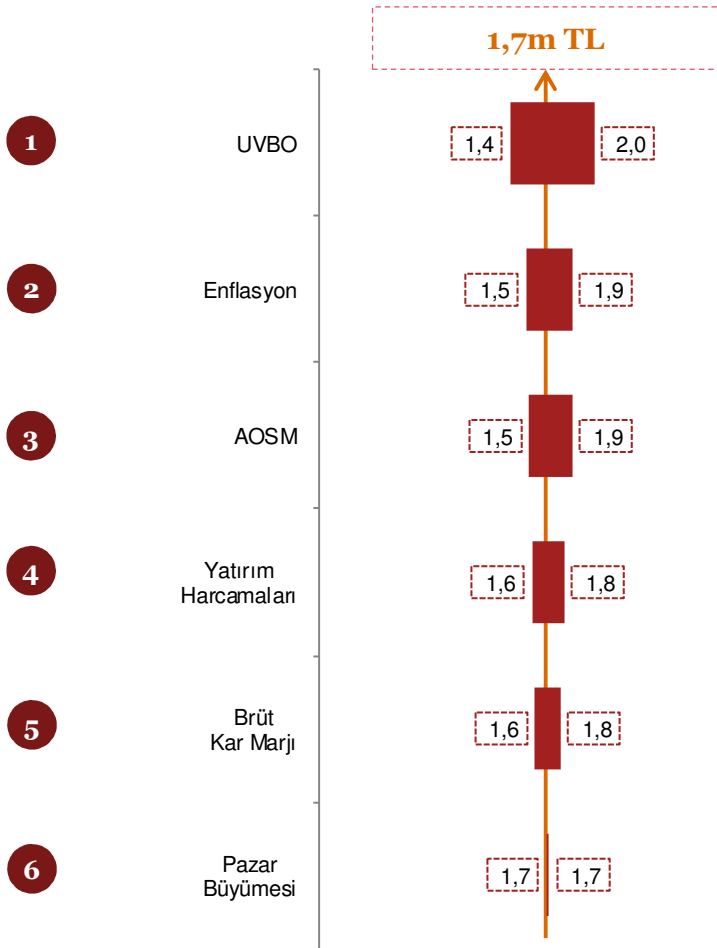
\* Şirket'in 2016 FAVÖK'ünün negatif olması sebebiyle 2017 FAVÖK rakamı kullanılmıştır.

## Değerleme Sonuçları

### Gümüş-Mak

*Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan duyarlılık analizi sonucu Gümüş-Mak'ın şirket değeri 1,4m TL ile 2,0m TL arasında tahmin edilmiştir.*

#### Duyarlılık Analizi (m TL)



Hisselerin makul değer tahmini çalışmasında önemli parametrelerin değer üzerindeki etkileri, bu parametrelerin projeksiyon dönemi boyunca baz senaryo altında aldıkları değere göre aşağıda belirtilen aralıklarda farklılaşmasını esas alan duyarlılık analizi ile incelenmiş ve sonuçları yandaki grafikte sunulmuştur.

- 1. Uzun Vadeli Büyüme Oranı ("UVBO"):** UVBO'nun baz duruma göre (%6,5) 100 baz puan düşük (%5,5) veya yüksek (%7,5) olarak gerçekleşmesi,
- 2. AOSM:** Sermaye maliyetinin baz duruma (%15,9) göre 100 baz puan yüksek (%16,9) veya düşük (%15,9) olarak gerçekleşmesi,
- 3. Enflasyon:** TL bazlı enflasyon tahminlerinin baz duruma (%6-8) göre 2017 ve sonrasında 50 baz puan düşük veya yüksek olarak gerçekleşmesi,
- 4. Yatırım Harcamaları:** Şirket'in yapmayı planladığı yatırım harcamalarının baz durumlarına göre %10 düşük veya yüksek olması durumu.
- 5. Brüt Kar Marjı:** Brüt kar marjının tahminlerden (%13,8) 25 baz puan düşük veya yüksek gerçekleşmesi,
- 6. Pazar Büyümesi:** Davlumbaz ve aspiratör satışlarının adet bazında büyüme oranının (YBBO %2,6) beklentiden 25 baz puan daha düşük veya yüksek gerçekleşmesi. Şirket satışlarının çoğunu Silverline ve Silver Ankastre'ye yaptığı için pazar büyümesi oranı Silverline ve Silver Ankastre'nin yatırım tutarlarını, dolayısı ile de Gümüş-Mak'ın satış tutarını etkilemektedir.

Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan duyarlılık analizi sonucu Gümüş-Mak'ın şirket değeri 1,4m TL ile 2,0m TL arasında tahmin edilmiştir

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

## Değerleme Sonuçları

### Gümüş-Mak

*Karşılaştırılabilir şirketler ve karşılaştırılabilir işlemler analizleri sonucunda Gümüş-Mak'ın toplam hisse değeri **0,1m TL** ile **0,2m TL** arasında tahmin edilmiştir.*

#### Karşılaştırılabilir Şirketler Analizi

| (m TL)               | Baz        |
|----------------------|------------|
| FAVÖK (2017)*        | 0,2        |
| ŞD/FAVÖK (x)         | 10,0       |
| <b>Şirket Değeri</b> | <b>1,6</b> |
| Net Nakit/(Borç)     | (1,4)      |
| <b>Hisse Değeri</b>  | <b>0,2</b> |

#### Karşılaştırılabilir İşlemler Analizi

| (m TL)               | Baz        |
|----------------------|------------|
| FAVÖK (2017)*        | 0,2        |
| ŞD/FAVÖK (x)         | 9,6        |
| <b>Şirket Değeri</b> | <b>1,5</b> |
| Net Nakit/(Borç)     | (1,4)      |
| <b>Hisse Değeri</b>  | <b>0,1</b> |

#### Piyasa Yaklaşımı

Piyasa Yaklaşımı kapsamında karşılaştırılabilir şirketlerin ve karşılaştırılabilir işlemlerin ŞD/FAVÖK çarpanlarının ortalaması (sırasıyla 10,0x ve 9,6x) ile 2016 FAVÖK'ünün negatif olması sebebiyle Gümüş-Mak'ın 2017 tahmini FAVÖK'ü dikkate alınmıştır.

Karşılaştırılabilir şirketler seçilirken faaliyet gösterdiği sektör, karlılık ve borçluluk seviyeleri göz önünde bulundurulmuştur.

Piyasa Yaklaşımı'nın 3 ana adımı bulunmaktadır:

- Uygun finansal ve operasyonel parametrelerin belirlenmesi,
- Uygun değerlendirme çarpanlarının belirlenmesi,
- Şirket değerine ulaşmak için finansal ve operasyonel parametrelere çarpanların uygulanması.

Piyasa Yaklaşımı kapsamında faaliyet gösteren şirketlerin de faaliyetlerini rekabetçi bir ortamda gerçekleştirmeleri ve Gümüş-Mak gibi satışlarının ve karlılıklarının grup şirketlerine bağlı olmaması nedeniyle Piyasa Yaklaşımı da değerlendirme kapsamında göz önünde bulundurulmamıştır.

Karşılaştırılabilir şirketler analizlerinden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanları ve Silver Gümüş-Mak'ın tahmini 2017 FAVÖK tutarı dikkate alındığında, Gümüş-Mak'ın şirket değeri **1,5m TL** ile **1,6m TL** arasında, hisse değeri ise **0,1m TL** ile **0,2m TL** arasında tahmin edilmiştir.

Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

\* Şirket'in 2016 FAVÖK'ünün negatif olması sebebiyle 2017 tahmini FAVÖK tutarı dikkate alınmıştır.

## Değerleme Sonuçları

### Gümüş-Mak

*Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, Gümüş-Mak'ın değerleme tarihi itibarıyla UFRS'ye göre oluşturulmuş bilançosunda yer alan özsermayesine göre Şirket'in net varlık değerinin **0,2m TL** olduğu tahmin edilmektedir.*

| Net Varlık Değeri (Net Aktif Değeri) |            |
|--------------------------------------|------------|
| m TL                                 | 31/12/2016 |
| Ödenmiş Sermaye                      | 1,5        |
| Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farklar    | 0,0        |
| Sermaye Yedekleri                    | 0,7        |
| Yasal Yedekler                       | 0,0        |
| Olağanüstü Yedekler                  | 0,6        |
| Geçmiş Yıl Karları/(Zararları)       | (1,4)      |
| Dönem Net Karı/(Zararı)              | (0,7)      |
| Dönem Karı/(Zararı) Düzeltmeleri     | 0,1        |
| Özsermaye Toplamı                    | 0,2        |

31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla Silver Ankastre'nin 1,5 m TL tutarında ödenmiş sermayesi her biri 1,00 TL olmak üzere 1.500.000 adet hisseye ayrılmış şekilde bulunmaktadır.

Şirket'in değerleme tarihi itibarıyla UFRS'ye göre hazırlanan bilançosuna göre özsermayesi 0,2m TL seviyesindedir.

## Birleşme ve Değiştirme Oranları (Silverline Altında Birleşme)

### Yöntem: İndirgenmiş Nakit Akımları

#### Birleşmeye Esas Değerler (TL)

|                                                             |   |            |                                                          |
|-------------------------------------------------------------|---|------------|----------------------------------------------------------|
| Devralan Ortaklığın (Silverline) Özkaynak Değeri (A)        | = | 46.814.455 | [ 5.771.902 + (49.155.958 x 83,0%) + (282.683 x 86,0%) ] |
| Devrolan Ortaklığın (Silver Ankastre) Özkaynak Değeri (B)   | = | 8.356.513  | ( 49.155.958 x 17,0% )                                   |
| Devrolan Ortaklığın (Gümüş-Mak) Özkaynak Değeri (C)         | = | 39.576     | ( 282.683 x 14,0% )                                      |
| Devralan Ortaklığın (Silverline) Ödenmiş Sermayesi (D)      | = | 30.400.000 | ( 30.400.000 x 100,0% )                                  |
| Devrolan Ortaklığın (Silver Ankastre) Ödenmiş Sermayesi (E) | = | 850.000    | ( 5.000.000 x 17,0% )                                    |
| Devrolan Ortaklığın (Gümüş-Mak) Ödenmiş Sermayesi (F)       | = | 210.000    | ( 1.500.000 x 14,0% )                                    |

#### Birleşme ve Değiştirme Oranı (TL)

|                                      |   |                            |   |                                                         |   |            |
|--------------------------------------|---|----------------------------|---|---------------------------------------------------------|---|------------|
| Birleşme Oranı (G)                   | = | $\frac{A}{A + B + C}$      | = | $\frac{46.814.455}{46.814.455 + 8.356.513 + 39.576}$    | = | %84,79260  |
| Ulaşılabilecek Sermaye (H)           | = | $\frac{D}{G}$              | = | $\frac{30.400.000}{\%84,79260}$                         | = | 35.852.186 |
| Arttırılacak Sermaye (I)             | = | H - D                      | = | 35.852.186 - 30.400.000                                 | = | 5.452.186  |
| Silver Ankastre Sermaye Artışı (J)   | = | $I \times \frac{B}{B + C}$ | = | $5.452.186 \times \frac{8.356.513}{8.356.513 + 39.576}$ | = | 5.426.486  |
| Gümüş-Mak Sermaye Artışı (K)         | = | $I \times \frac{C}{B + C}$ | = | $5.452.186 \times \frac{39.576}{8.356.513 + 39.576}$    | = | 25.699     |
| Silver Ankastre Değiştirme Oranı (L) | = | $\frac{J}{E}$              | = | $\frac{5.426.486}{850.000}$                             | = | %638,41014 |
| Gümüş-Mak Değiştirme Oranı (M)       | = | $\frac{K}{E}$              | = | $\frac{25.699}{210.000}$                                | = | %12,23778  |

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda arttırılacak sermaye tutarı, değiştirme oranları ve birleşme oranı gösterilmiştir. Değerleme tarihi itibarıyla Silverline'in ödenmiş sermayesi 30,4m TL'dir. Dolayısıyla arttırılacak sermaye **5.452.186 TL** olacaktır.

#### İNA - Hisse Değeri

|                   |            |
|-------------------|------------|
| Silverline (Solo) | 5.771.902  |
| Silver Ankastre   | 49.155.958 |
| Gümüşmak          | 282.683    |

## Birleşme ve Değiştirme Oranları (Silverline Altında Birleşme)

### Yöntem: Piyasa Yaklaşımı

#### Birleşmeye Esas Değerler (TL)

|                                                             |   |            |                                                           |
|-------------------------------------------------------------|---|------------|-----------------------------------------------------------|
| Devralan Ortaklığın (Silverline) Özkaynak Değeri (A)        | = | 56.101.515 | [ 11.593.765 + (53.494.381 x 83,0%) + (124.900 x 86,0%) ] |
| Devrolan Ortaklığın (Silver Ankastre) Özkaynak Değeri (B)   | = | 9.094.045  | ( 53.494.381 x 17,0% )                                    |
| Devrolan Ortaklığın (Gümüş-Mak) Özkaynak Değeri (C)         | = | 17.486     | ( 124.900 x 14,0% )                                       |
| Devralan Ortaklığın (Silverline) Ödenmiş Sermayesi (D)      | = | 30.400.000 | ( 30.400.000 x 100,0% )                                   |
| Devrolan Ortaklığın (Silver Ankastre) Ödenmiş Sermayesi (E) | = | 850.000    | ( 5.000.000 x 17,0% )                                     |
| Devrolan Ortaklığın (Gümüş-Mak) Ödenmiş Sermayesi (F)       | = | 210.000    | ( 1.500.000 x 14,0% )                                     |

#### Birleşme ve Değiştirme Oranı (TL)

|                                      |   |                            |   |                                                         |   |            |
|--------------------------------------|---|----------------------------|---|---------------------------------------------------------|---|------------|
| Birleşme Oranı (G)                   | = | $\frac{A}{A + B + C}$      | = | $\frac{56.101.515}{56.101.515 + 9.094.045 + 17.486}$    | = | %86,02806  |
| Ulaşılabilecek Sermaye (H)           | = | $\frac{D}{G}$              | = | $\frac{30.400.000}{\%86,02806}$                         | = | 35.337.309 |
| Arttırılacak Sermaye (I)             | = | H - D                      | = | 35.337.309 - 30.400.000                                 | = | 4.937.309  |
| Silver Ankastre Sermaye Artışı (J)   | = | $I \times \frac{B}{B + C}$ | = | $4.937.309 \times \frac{9.094.045}{9.094.045 + 17.486}$ | = | 4.927.834  |
| Gümüş-Mak Sermaye Artışı (K)         | = | $I \times \frac{C}{B + C}$ | = | $4.937.309 \times \frac{17.486}{9.094.045 + 17.486}$    | = | 9.475      |
| Silver Ankastre Değiştirme Oranı (L) | = | $\frac{J}{E}$              | = | $\frac{4.927.834}{850.000}$                             | = | %579,74519 |
| Gümüş-Mak Değiştirme Oranı (M)       | = | $\frac{K}{E}$              | = | $\frac{9.475}{210.000}$                                 | = | %4,51201   |

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda arttırılacak sermaye tutarı, değiştirme oranları ve birleşme oranı gösterilmiştir. Değerleme tarihi itibarıyla Silverline'in ödenmiş sermayesi 30,4m TL'dir. Dolayısıyla arttırılacak sermaye **4.937.309 TL** olacaktır.

#### Piyasa Yaklaşımı - Hisse Değeri

|                   |            |
|-------------------|------------|
| Silverline (Solo) | 11.593.765 |
| Silver Ankastre   | 53.494.381 |
| Gümüşmak          | 124.900    |

## Birleşme ve Değiştirme Oranları (Silverline Altında Birleşme)

### Yöntem: Net Varlık Yaklaşımı

#### Birleşmeye Esas Değerler (TL)

|                                                             |   |            |                                                           |
|-------------------------------------------------------------|---|------------|-----------------------------------------------------------|
| Devralan Ortaklığın (Silverline) Özkaynak Değeri (A)        | = | 40.093.188 | [ 25.674.242 + (17.125.902 x 83,0%) + (237.729 x 86,0%) ] |
| Devrolan Ortaklığın (Silver Ankastre) Özkaynak Değeri (B)   | = | 2.911.403  | ( 17.125.902 x 17,0% )                                    |
| Devrolan Ortaklığın (Gümüş-Mak) Özkaynak Değeri (C)         | = | 33.282     | ( 237.729 x 14,0% )                                       |
| Devralan Ortaklığın (Silverline) Ödenmiş Sermayesi (D)      | = | 30.400.000 | ( 30.400.000 x 100,0% )                                   |
| Devrolan Ortaklığın (Silver Ankastre) Ödenmiş Sermayesi (E) | = | 850.000    | ( 5.000.000 x 17,0% )                                     |
| Devrolan Ortaklığın (Gümüş-Mak) Ödenmiş Sermayesi (F)       | = | 210.000    | ( 1.500.000 x 14,0% )                                     |

#### Birleşme ve Değiştirme Oranı (TL)

|                                      |   |                            |   |                                                                       |   |            |
|--------------------------------------|---|----------------------------|---|-----------------------------------------------------------------------|---|------------|
| Birleşme Oranı (G)                   | = | $\frac{A}{A + B + C}$      | = | $\frac{40.093.188}{40.093.188 + 2.911.403 + 33.282}$                  | = | %93,15792  |
| Ulaşılabilecek Sermaye (H)           | = | $\frac{D}{G}$              | = | $\frac{30.400.000}{\%93,15792}$                                       | = | 32.632.759 |
| Arttırılacak Sermaye (I)             | = | H - D                      | = | 32.632.759 - 30.400.000                                               | = | 2.232.759  |
| Silver Ankastre Sermaye Artışı (J)   | = | $I \times \frac{B}{B + C}$ | = | $2.232.759 \times \frac{2.911.403}{2.911.403 + 33.282}$               | = | 2.207.524  |
| Gümüş-Mak Sermaye Artışı (K)         | = | $I \times \frac{C}{B + C}$ | = | $2.232.759 \times \frac{2.232.759 \times 33.282}{2.911.403 + 33.282}$ | = | 25.236     |
| Silver Ankastre Değiştirme Oranı (L) | = | $\frac{J}{E}$              | = | $\frac{2.207.524}{850.000}$                                           | = | %259,70867 |
| Gümüş-Mak Değiştirme Oranı (M)       | = | $\frac{K}{E}$              | = | $\frac{25.236}{210.000}$                                              | = | %12,01694  |

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda arttırılacak sermaye tutarı, değiştirme oranları ve birleşme oranı gösterilmiştir. Değerleme tarihi itibarıyla Silverline'in ödenmiş sermayesi 30,4m TL'dir. Dolayısıyla arttırılacak sermaye **2.232.759 TL** olacaktır.

#### Net Varlık Yaklaşımı - Hisse Değeri

|                   |            |
|-------------------|------------|
| Silverline (Solo) | 25.674.242 |
| Silver Ankastre   | 17.125.902 |
| Gümüşmak          | 237.729    |

## Seçilen Yöntem ve Gerekçesi

| Birleşme Oranı    |                   | Silverline      |                  |                   |                  |
|-------------------|-------------------|-----------------|------------------|-------------------|------------------|
|                   |                   | Gelir Yaklaşımı | Piyasa Yaklaşımı | Net Varlık Değeri | Seçilen Yöntem   |
| Bağlı Ortaklıklar | Gelir Yaklaşımı   | %84,79260       |                  |                   |                  |
|                   | Piyasa Yaklaşımı  |                 | %86,02806        |                   |                  |
|                   | Net Varlık Değeri |                 |                  | %93,15792         |                  |
|                   | Seçilen Yöntem    |                 |                  |                   | <b>%85,13159</b> |

| Birleşme Sonrası Sermaye (TL) |                   | Silverline      |                  |                   |                   |
|-------------------------------|-------------------|-----------------|------------------|-------------------|-------------------|
|                               |                   | Gelir Yaklaşımı | Piyasa Yaklaşımı | Net Varlık Değeri | Seçilen Yöntem    |
| Bağlı Ortaklıklar             | Gelir Yaklaşımı   | 35.852.186      |                  |                   |                   |
|                               | Piyasa Yaklaşımı  |                 | 35.337.309       |                   |                   |
|                               | Net Varlık Değeri |                 |                  | 32.632.759        |                   |
|                               | Seçilen Yöntem    |                 |                  |                   | <b>35.709.422</b> |

| Arttırılacak Sermaye (TL) |                   | Silverline      |                  |                   |                  |
|---------------------------|-------------------|-----------------|------------------|-------------------|------------------|
|                           |                   | Gelir Yaklaşımı | Piyasa Yaklaşımı | Net Varlık Değeri | Seçilen Yöntem   |
| Bağlı Ortaklıklar         | Gelir Yaklaşımı   | 5.452.186       |                  |                   |                  |
|                           | Piyasa Yaklaşımı  |                 | 4.937.309        |                   |                  |
|                           | Net Varlık Değeri |                 |                  | 2.232.759         |                  |
|                           | Seçilen Yöntem    |                 |                  |                   | <b>5.309.422</b> |

Bu çalışma sırasında; Silverline, Silver Ankastre'nin ve Gümüş-Mak hisse değerlemeleri için birincil yöntem olarak Gelir Yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemi kullanılmıştır. İkincil yöntem olarak Piyasa Yaklaşımı kapsamında, Karşılaştırılabilir Şirketler ve İşlemler analizi, üçüncül yöntem olarak ise "Özkaynak Değeri" kullanılmıştır. Değerleme yöntemleri seçilirken, değerlendirilen şirketin yapısı ve özellikleri göz önünde bulundurulmuştur.

Silverline ve Silver Ankastre'nin potansiyelini daha iyi yansıtacağı düşünülerek gelir yaklaşımı birincil yöntem olarak belirlenmiş ve %75 ağırlık verilmiştir. Diğer taraftan Piyasa Yaklaşımı kapsamında incelenen, faaliyet konuları, karlılık seviyeleri (değerleme tarihi itibarıyla) benzer şirketlerin; ve aynı sektörde geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan ŞD/FAVÖK çarpanlarını dikkate alan Piyasa Yaklaşımı ise ikincil yöntem olarak belirlenerek %25 ağırlık verilmiştir.

Kullanılan değerlendirme yöntemlerine göre birleşme senaryoları hesaplanırken şirketlerin gelecekteki nakit yaratma potansiyellerini yansıtmaması nedeniyle özkaynak değerleri Silverline ve Silver Ankastre için dikkate alınmamıştır.

Gümüş-Mak'ın satışlarını sadece grup içine gerçekleştirmesi ve geçmiş dönem brüt karlılığı incelendiğinde makul bir brüt kar seviyesinin öngörülebilmesi nedeniyle Gelir Yaklaşımı değerlendirme kapsamında göz önünde bulundurulmamıştır. Buna ilave olarak, Piyasa Yaklaşımı kapsamında faaliyet gösteren şirketlerin de faaliyetlerini rekabetçi bir ortamda gerçekleştirmeleri ve Gümüş-Mak gibi satışlarının ve karlılıklarının grup şirketlerine bağlı olmaması nedeniyle Piyasa Yaklaşımı da değerlendirme kapsamında göz önünde bulundurulmamıştır. Gümüş-Mak'ın Net Varlık Yaklaşımı sonucunda tahmin edilen değerinin makul değerini yansıttığı öngörülmüştür.

Seçilen yöntemle göre hesaplanan ve yandaki tabloda boyalı olarak belirtilen toplam birleşme oranı **%85,13159**, birleşme sonrası sermaye **35.709.422 TL** ve arttırılacak sermaye **5.309.422 TL**'dir. Silverline Ankastre için **%622,21320**, Gümüş-Mak için ise **%9,81399** olarak hesaplanan değiştirme oranları adil ve makuldür.

## Birleşme ve Değiştirme Oranları Seçilen Yöntem

Değerleme çalışması sonucunda Silverline'in düzeltilmiş hisse değeri **49,1m TL** olarak tahmin edilmiştir.

### Silverline Hisse Değeri

TL

|                                   |            |
|-----------------------------------|------------|
| Silverline Hisse Değeri           | 7.188.805  |
| Silver Ankastre (Silverline Payı) | 41.699.668 |
| Gümüş-Mak (Silverline Payı)       | 204.447    |
| Silverline Düzeltilmiş Özsermaye  | 49.092.920 |

### Silver Ankastre Hisse Değeri

TL

|                              |            |
|------------------------------|------------|
| Silver Ankastre Hisse Değeri | 50.240.564 |
| Silverline Ortaklık Oranı %  | 83,00%     |
| Silverline Payı              | 41.699.668 |
| Üçüncü Şahıslar Payı         | 8.540.896  |

### Gümüş-Mak Hisse Değeri

TL

|                             |         |
|-----------------------------|---------|
| Gümüş-Mak Hisse Değeri      | 237.729 |
| Silverline Ortaklık Oranı % | 86,00%  |
| Silverline Payı             | 204.447 |
| Üçüncü Şahıslar Payı        | 33.282  |

Yandaki tablolarda 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla Silver Ankastre ve Gümüş-Mak'ın Silverline altındaki sırası ile %83'lük ve %86'lık hisse paylarının değerlendirilmesi sonucu düzeltilmiş tahmini hisse değeri sunulmuştur.

### Kullanılan Yöntem

Silver Ankastre ve Gümüş-Mak Silverline'in Bağlı Ortaklıkları olup Silverline'in Silver Ankastre'deki ortaklık oranı %83, Gümüş-Mak'taki ortaklık oranı %86'dır.

### Değerleme Sonuçları

Değerleme çalışması sonucunda Silver Ankastre'nin hisse değeri 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla **47,2m TL** ile **53,2m TL** arasında tahmin edilmiştir. Bu değer aralığının orta noktası **50,2m TL**'dir.

Değerleme çalışması sonucunda Gümüş-Mak'ın hisse değeri 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla net varlık değeri olan **0,2m TL** olarak tahmin edilmiştir.

Silverline'in sırasıyla %83 ve %86 hisse oranları da göz önünde bulundurulduğunda, Silverline finansallarında yer alan Silver Ankastre ve Gümüş-Mak bağlı ortaklık tutarının makul değeri sırasıyla **41,7m TL** ve **0,2m TL** olarak tahmin edilmiştir.

Silverline'in özkaynak değeri, yeniden değerlendirilen bağlı ortaklık değerleri de göz önünde bulundurularak 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla **49,1m TL** olarak tahmin edilmiştir.

### Seçilen Yöntem Hisse Değeri Hesaplaması

|                   | Silverline | Silver Ankastre | Gümüş-Mak |
|-------------------|------------|-----------------|-----------|
| Gelir Yaklaşımı   | %75        | %75             |           |
| Piyasa Yaklaşımı  | %25        | %25             |           |
| Net Varlık Değeri |            |                 | %100      |

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

## Birleşme ve Değiştirme Oranları (Silverline Altında Birleşme)

### Yöntem: Seçilen Yöntem

#### Birleşmeye Esas Değerler (TL)

|                                                             |   |            |                                                          |
|-------------------------------------------------------------|---|------------|----------------------------------------------------------|
| Devralan Ortaklığın (Silverline) Özkaynak Değeri (A)        | = | 49.092.920 | [ 7.188.805 + (50.240.564 x 83,0%) + (237.729 x 86,0%) ] |
| Devrolan Ortaklığın (Silver Ankastre) Özkaynak Değeri (B)   | = | 8.540.896  | ( 50.240.564 x 17,0% )                                   |
| Devrolan Ortaklığın (Gümüş-Mak) Özkaynak Değeri (C)         | = | 33.282     | ( 237.729 x 14,0% )                                      |
| Devralan Ortaklığın (Silverline) Ödenmiş Sermayesi (D)      | = | 30.400.000 | ( 30.400.000 x 100,0% )                                  |
| Devrolan Ortaklığın (Silver Ankastre) Ödenmiş Sermayesi (E) | = | 850.000    | ( 5.000.000 x 17,0% )                                    |
| Devrolan Ortaklığın (Gümüş-Mak) Ödenmiş Sermayesi (F)       | = | 210.000    | ( 1.500.000 x 14,0% )                                    |

#### Birleşme ve Değiştirme Oranı (TL)

|                                      |   |                            |   |                                                         |   |            |
|--------------------------------------|---|----------------------------|---|---------------------------------------------------------|---|------------|
| Birleşme Oranı (G)                   | = | $\frac{A}{A + B + C}$      | = | $\frac{49.092.920}{49.092.920 + 8.540.896 + 33.282}$    | = | %85,13159  |
| Ulaşılabilecek Sermaye (H)           | = | $\frac{D}{G}$              | = | $\frac{30.400.000}{\%85,13159}$                         | = | 35.709.422 |
| Arttırılacak Sermaye (I)             | = | H - D                      | = | 35.709.422 - 30.400.000                                 | = | 5.309.422  |
| Silver Ankastre Sermaye Artışı (J)   | = | $I \times \frac{B}{B + C}$ | = | $5.309.422 \times \frac{8.540.896}{8.540.896 + 33.282}$ | = | 5.288.813  |
| Gümüş-Mak Sermaye Artışı (K)         | = | $I \times \frac{C}{B + C}$ | = | $5.309.422 \times \frac{33.282}{8.540.896 + 33.282}$    | = | 20.609     |
| Silver Ankastre Değiştirme Oranı (L) | = | $\frac{J}{E}$              | = | $\frac{5.288.813}{850.000}$                             | = | %622,21329 |
| Gümüş-Mak Değiştirme Oranı (M)       | = | $\frac{K}{E}$              | = | $\frac{20.609}{210.000}$                                | = | %9,81399   |

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda arttırılacak sermaye tutarı, değiştirme oranları ve birleşme oranı gösterilmiştir. Değerleme tarihi itibarıyla Silverline'in ödenmiş sermayesi 30,4m TL'dir. Dolayısıyla arttırılacak sermaye **5.309.422 TL** olacaktır.

#### Seçilen Yöntem - Hisse Değeri

|                 |            |
|-----------------|------------|
| Silverline      | 7.188.805  |
| Silver Ankastre | 50.240.564 |
| Gümüşmak        | 237.729    |

## Birleşme Öncesi Ortaklık Yapısı

### Birleşme Öncesi Ortaklık Yapısı (31.12.2016)

| Pay Sahibi                          | Ödenmiş Sermaye (TL) |                    |                  | Pay Yüzdesi    |                    |                |
|-------------------------------------|----------------------|--------------------|------------------|----------------|--------------------|----------------|
|                                     | Silverline           | Silver<br>Ankastre | Gümüş-Mak        | Silverline     | Silver<br>Ankastre | Gümüş-Mak      |
| İbrahim Atay                        | 7.199.976            | 250.000            | 60.000           | 23,68%         | 5,00%              | 4,00%          |
| Mehmet İlhan Atay                   | 2.000.000            | 100.000            | 30.000           | 6,58%          | 2,00%              | 2,00%          |
| Mehmet Engin Çelebi                 | 1.562.000            | 100.000            | 30.000           | 5,14%          | 2,00%              | 2,00%          |
| Mustafa Laçın                       | 1.632.000            | 100.000            | 30.000           | 5,37%          | 2,00%              | 2,00%          |
| Hüseyin Alış                        | 1.536.000            | 100.000            | 30.000           | 5,05%          | 2,00%              | 2,00%          |
| Anıl Özgür                          | 400.000              | 100.000            | -                | 1,32%          | 2,00%              | -              |
| Mehmet Namık Atay                   | 112.000              | -                  | 15.000           | 0,37%          | -                  | 1,00%          |
| Ceyhan Aygöl                        | 24                   | 50.000             | 15.000           | 0,00%          | 1,00%              | 1,00%          |
| Halka Arz Edilen                    | 14.438.000           | -                  | -                | 47,49%         | -                  | -              |
| Ali Rıza Özgür                      | 1.520.000            | -                  | -                | 5,00%          | -                  | -              |
| Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş. | -                    | 4.150.000          | 1.290.000        | -              | 83,00%             | 86,00%         |
| Cem Bülent Üzüm                     | -                    | 50.000             | -                | -              | 1,00%              | -              |
| <b>Toplam</b>                       | <b>30.400.000</b>    | <b>5.000.000</b>   | <b>1.500.000</b> | <b>100,00%</b> | <b>100,00%</b>     | <b>100,00%</b> |

## Birleşme Sonrası Oluşacak Ortaklık Yapısı

### Silverline Altında Birleşme Sonrası Ortaklık Yapısı (31.12.2016)

| Pay Sahibi          | Ödenmiş<br>Sermaye (TL) | Pay Oranı         |
|---------------------|-------------------------|-------------------|
| İbrahim Atay        | 8.761.397,400           | 24,53525%         |
| Mehmet İlhan Atay   | 2.625.157,399           | 7,35144%          |
| Mehmet Engin Çelebi | 2.187.157,399           | 6,12487%          |
| Mustafa Laçın       | 2.257.157,399           | 6,32090%          |
| Hüseyin Alış        | 2.161.157,399           | 6,05206%          |
| Anıl Özgür          | 1.022.213,202           | 2,86259%          |
| Mehmet Namık Atay   | 113.472,099             | 0,31777%          |
| Ceyhan Aygül        | 312.602,700             | 0,87541%          |
| Halka Arz Edilen    | 14.438.000,000          | 40,43191%         |
| Ali Rıza Özgür      | 1.520.000,000           | 4,25658%          |
| Cem Bülent Üzüm     | 311.106,601             | 0,87122%          |
| <b>Toplam</b>       | <b>35.709.421,598</b>   | <b>100,00000%</b> |

Hesaplanan birleşme ve değiştirme oranları neticesinde Silverline'in Silver Ankastre ve Gümüş-Mak'ı devralması yoluyla gerçekleştirilmesi planlanan birleşme sonucunda oluşacak sermaye yapısı yukarıdaki tabloda sunulmuştur. Silverline'in %47,49342 olan halka arz edilen pay oranının Silverline altında birleşme sonrası %40,43191 olacağı öngörülmüştür.

