

**CENTER GLASS CAM MOBİLYA TEKSTİL
SANAYİ ve TİCARET ANONİM ŞİRKETİ'nin
DEĞERLEMESİNE İLİŞKİN RAPOR**

10 Kasım 2014



İÇİNDEKİLER

1. GİRİŞ	3
1.1 Raporun Konusu ve Amacı	3
1.2 Şirket Hakkında Özet Bilgiler	3
1.3 Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar	3
1.4 Değerleme Çalışmasında Yararlanılan Bilgi Kaynakları	4
2. ŞİRKETİN TANITIMI VE FAALİYET GÖSTERDİĞİ SEKTÖRE İLİŞKİN BİLGİLER	4
2.1 Şirketin Tanıtımı ve Faaliyetleri	4
2.2 Genel Ekonomiye ve Faaliyet Gösterilen Sektöre İlişkin Öngörüler	6
2.3 Şirketin Stratejisi	7
3. ŞİRKETİN FİNANSAL ANALİZİ VE PROJEKSİYONLARI	7
3.1 Projeksiyon Döneminde Yapılması Planlanan Yatırımlar	7
3.2 Gelir Tablosu Tahminleri	8
4. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIŞI ANALİZİ İLE DEĞERLEME	9
4.1 İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi	9
4.2 Değerleme Dönemi	9
4.3 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesabı	9
4.4 Serbest Nakit Akışı Analizi	9
5. PİYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİ İLE DEĞERLEME	12
6. SONUÇ	13



1. GİRİŞ

1.1 Konu ve Amaç

Te-Mapol Polimer Plastik ve İnşaat A.Ş. (Te-mapol) Yönetim Kurulu üyeleri İbrahim Ahmet Samancı ve Tevfik Gemici tarafından hazırlanan işbu “Şirket Değerleme Raporu” (kısaca “rapor”); temperli cam üretimi ve pazarlaması alanında faaliyet gösteren Center Glass Cam Mobilya Tekstil Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi’nin (Kısaca “Center Glass” veya “Şirket”) sermayesini oluşturan hisselerin 10 Kasım 2014 tarihi itibarıyla Piyasa Değeri hakkında Te-Mapol Polimer Plastik ve İnşaat A.Ş. Yönetim Kurulu’na görüş vermek, böylelikle Şirket’in yönetim hakimiyeti sağlayacak oranda paylarının – temperli cam sektöründe faaliyet göstermeye başlamak amacı ile- Te-mapol tarafından satın alınması durumunda söz konusu paylar için en fazla ne kadar bedel ödenebileceği hususunda fikir vermek amacıyla yazılmıştır.

Raporda, Center Glass’ın pazar değeri Vergi Usul Kanunu çerçevesinde hazırlanmış olan mali tablolar ve geleceğe ilişkin ciro ve karlılık tahminleri temelinde hesaplanmıştır.

1.2 Şirket Hakkında Özet Bilgiler

Şirketi Ünvanı	Center Glass Cam Mobilya Tekstil Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
Faaliyet Konusu	Temperli cam üretimi ve ticareti
Bağlı Olduğu Mevzuat	Türkiye Cumhuriyet Kanunları
Kuruluş ve Tescil Tarihi, TTSG* İlanı	29.06.2012, 19.10.2012 tarihli ve 8196 sayılı TTSG
Tür Değişimi Tescil Tarihi, TTSG İlanı	30.09.2014, 10.10.2014 tarihli ve 8670 sayılı TTSG (anonim şirkete dönüşüm)
Ticaret Sicil Numarası	38510
Bağlı Olduğu Ticaret Sicili	Kayseri Ticaret Sicili Müdürlüğü
Merkez Adresi	Organize Sanayi Bölgesi, 18. Cadde, No:21/A, Melikgazi, Kayseri
Üretim Tesislerinin Adresi	Organize Sanayi Bölgesi, 18. Cadde, No:21/A, Melikgazi, Kayseri
Ödenmiş Sermayesi	2.500.000 TL

*Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi

1.3 Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Koşullar

İşbu değerleme raporu aşağıda belirtilmiş olan genel varsayımlara ve sınırlayıcı koşullara tabidir;

- Bu çalışma genel kabul görmüş denetleme ilke, esas ve standartlarına göre bir denetimi veya inceleme çalışmasını içermemektedir.
- Rapor sadece belirtilen amaç için hazırlanmıştır ve başka bir amaç için kullanılması uygun değildir.
- İndirgenmiş nakit akışı analizi ile yapılan değerlemede Şirketin cirosu, karlılığı ve benzeri diğer mali parametrelere ilişkin geleceğe yönelik tahminler kullanılmıştır. Geleceğe ilişkin beklentilerin ve tahminlerin öngörüler doğrultusunda gerçekleşmemesi durumunda tahminlerde öngörülen sonuçlar ile fiili sonuçlar arasında önemli farklılıklar oluşabilir. Rapor hisse değeri ve tahminlerin gerçekleştirilebilirlikleri veya bu tahminlere temel teşkil eden varsayımların dayanağı hususlarında güvence vermeye yönelik değildir.



- Piyasa şartlarındaki değişikliklerden dolayı herhangi bir sorumluluk kabul edilmemektedir. Rapor tarihinden sonra meydana gelen olay ve şartların etkilerini yansıtmak amacıyla raporun revize edilmesi konusunda da bir yükümlülük bulunmamaktadır.
- Rapordaki değer hesaplamalarına temel teşkil eden faaliyetlere dair tüm lisans, kullanım hakkı, onay belgesi veya bir kamu ya da özel kurumdan alınan yasal ve idari izinlerin mevcut olduğu ve kolaylıkla elde edilebilir ve yenilenebilir olduğu öngörülmüştür.
- Şirketi ilgilendiren tüm yasa ve ilgili mevzuata tam uygunluğu olduğu varsayılmaktadır.
- Şirket hissedarlarının sorumluluk içinde hareket ettiği, şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.
- Değerleme çalışmasıyla ulaşılan şirket değeri, değerleme tarihine en yakın döneme ilişkin yasal mevzuata uygun finansal tablolara dayandırılmıştır. Bundan farklı olarak, ayrıca, şirket için tarafımızdan özel bir mali durum tespit çalışması yapılmamıştır.
- Raporun amaçlanan kapsam harici kullanımı yanıltıcı sonuçlar doğurabilir, bu sonuçlardan Temapol Yönetim Kurulu ve personeli sorumlu tutulamaz.

1.4 Değerleme Çalışmasında Yararlanılan Bilgi Kaynakları

Değerleme çalışması ve raporun yazılmasında kullanılan bilgi ve bulguların elde edilebilmesi için

- Şirketin sermaye ortakları, yöneticileri ve çalışanları ile görüşülmüştür.
- Şirketin 2012, 2013 yıllarına ve 30.06.2014 ara dönemlerine ait bağımsız denetimden geçmemiş ve vergi usul kanunu uyarınca hazırlanmış finansal tablolarından (bilanço, gelir tablosu) ve özkaynağın korunduğuna dair 11.09.2014 Tarih ve 2014/03 Sayılı SMMM raporundan yararlanılmıştır.
- Sektöre ilişkin halka açık verilerden, kamu kurum ve kuruluşlarınca yayınlanan istatistiklerden ve genel ekonomik bilgilerden istifade edilmiştir.

2. ŞİRKETİN TANITIMI VE FAALİYET GÖSTERDİĞİ SEKTÖRE İLİŞKİN BİLGİLER

2.1 Şirketin Tanıtımı ve Faaliyetleri

Şirketin Kuruluşu

Center Glass Cam Mobilya Tekstil Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi 29.06.2012 tarihinde cam, mobilya ve tekstil ürünleri üretimi ve pazarlaması alanında faaliyet göstermek amacıyla kurulmuştur.

Şirketin Ortaklık Yapısı

Sıra No	Ortağın Adı Soyadı	İkametgah Adresi	Uyruğu	T.C. Kimlik No.	Ortaklık Payı
1	Emin Tekel	Yenidoğan Mah. Yaprak Cad. 1/15 TALAS / KAYSERİ	T.C.	39667680690	% 50
2	Ahmet Tekel	Yenidoğan Mah. Yaprak Cad. 1/10 TALAS / KAYSERİ	T.C.	39664680754	% 25
3	Esmâ Tekel	Fevzi Çakmak Mah. Sivas Bulv.Madde : 109/6 Kocasinan / Kayseri	T.C	39673680462	% 25

Temperli Cam Ürünler

Şirket kuruluşundan itibaren temperli cam üretimi ve pazarlaması alanında faaliyet göstermektedir. Temperli ya da güçlendirilmiş cam, kontrollü ısı ve kimyasal işlemler ile mukavemeti güçlendirilmiş bir cam türüdür. Güvenlik camı olarak da adlandırılır. Temperleme işlemi ile, önceden dökümü yapılmış olan cam özel ısıtma sistemlerinde yüksek sıcaklıkta bir daha fırınlanmakta, sonra ani ve hızlı olarak hava ile soğutulmaktadır. Böylelikle camın iç yüzey gerilimi dış yüzeyine göre azaltılmaktadır. Eşit kalınlıktaki normal camlara göre kırılmaya ve ısıya karşı daha dayanıklıdır. Normal camlar kırıldığı zaman patlarken temperli camlar küçük parçalara ayrılarak dağılmakta, yaralanma riskini azaltmaktadır. Bu nedenle temperli camlar kırıldığı takdirde kırık parçaların tehlike yaratma ihtimalinin bulunduğu örneğin otomobil ön yan ya da arka camları, bina dış cephe camları, dükkân ve vitrin camları, şömine muhafazaları, fırın camları, duş ve küvet camları ve benzeri yerlerde kullanılmaktadır.

Şirketin Üretim Tesisine İlişkin Bilgiler:

Tesis Adı	Center Glass Cam Mobilya Tekstil Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
Adresi	Organize Sanayi Bölgesi, 18. Cadde, No:21/A, Melikgazi, Kayseri
Büyükülüğü (Kapalı Alan)	4.500 metrekare
Kullanım Amacı	Üretim, depolama

İş Süreci

Şirket pazarlama odaklı bir iş stratejisi benimsemiştir.

Pazarlama

Fırın, mobilya, duşakabin, cam balkon üreticileri giderek artan bir oranda temperli cam ürünlerini ara mamul olarak kullanmaktadırlar. Temperli camın dayanıklılığı ve kırıldığı zaman tehlike yaratmaması diğer malzemelere göre tercih edilmesinde etkili olmaktadır.



Şirket pazarlama faaliyetlerini temperli camların hangi tür sektörlerde ne tür ara mamül girdisi olarak kullanıldığının tespit edilmesiyle başlamaktadır. Daha sonra söz konusu sektörlerdeki şirketlere aktif pazarlama faaliyeti yürütülmekte ve potansiyel müşteri şirketlerin ihtiyaçları tespit edilmektedir.

Hammadde Temini

Çeşitli boy, ebat, desen ve kalınlıklarda düz camlar Şişecam şirketlerinden veya ithalatla temin edilmektedir. Müşteri siparişleri doğrultusunda oluşturulan üretim planları çerçevesinde hammadde satın alması planlanmakta ve gerçekleştirilmektedir.

Üretim

Müşteri şirketlerin siparişleri doğrultusunda camlar lazer kesme makinesiyle istenilen ölçülerde kesilmektedir. Kesilmiş camların kenarları rodajlama makineleri yardımıyla traşlanmaktadır.

Müşteri talepleri doğrultusunda camlara desen ve/veya delik açma çalışması yapılmaktadır.

Tüm işlemleri bitmiş olan camlar temper makinesi yardımıyla bombeli veya düz olarak temperlenir. Temperleme işlemi camın yüksek derecelere kadar fırınlanarak ani olarak soğutulmasından oluşur.

Ürünler ambalajlanır ve depolanır.

Satış

Ambalajlanmış ürünlerin müşteri şirketlere irsaliye ile sevkiyatı yapılır.

Muhasebe

Sevkiyatı yapılmış olan ürünlerin faturası kesilir, muhasebe kayıtları yapılır. Ticari alacakların müşteri şirketlerinden tahsili ile faaliyetlerden nakit yaratılması süreci tamamlanır.

2.2 Genel Ekonomiye ve Faaliyet Gösterilen Sektöre İlişkin Öngörüler

Son yıllarda, gelişmiş ülkelerde tüketicilerin ve kamu sektörünün yüksek borçluluk oranı nedeniyle hem global finans sektörünü hem de reel ekonomiyi etkileyen çok boyutlu bir kriz yaşanmıştır. Tüketici gelirlerinin artmaması, işsizlik oranlarının yüksek kalması, özel sektörün yüksek nakit pozisyonuna rağmen tüketim eğilimlerindeki zayıflık nedeniyle yatırıma ve istihdama yönelmemesi krizin negatif bir geri besleme döngüsüne girmesine neden olmuştur.

Söz konusu gelişmelere kamu yönetimlerinin tepkisi –yüksek kamu borçlarının neden olduğu kısıtlar nedeniyle – ancak merkez bankalarının müdahaleleri ile sınırlı kalmıştır. Merkez Bankaları piyasaları çok düşük, neredeyse sıfıra yakın faizlerle fonlamıştır. Hatta çok düşük faiz oranlarının bile canlanmayı tetikleyememesi nedeniyle yüklü miktarda tahvil alımlarıyla piyasalara sürekli nakit sağlamak zorunda da kalmışlardır.

Tüm bu gelişmeler, düşük faiz ortamında bol kaynak sağlayabilen ancak bunları plase edebileceği yüksek getirili alanları gelişmiş ekonomilerde bulamayan global finans sektörünü getirilerin görece daha yüksek kaldığı, tüketici ve özel sektör kredilerinin milli gelire oranının nispeten daha düşük seviyede olduğu, kamu borç dinamikleri daha müsait olan gelişmekte olan piyasalara yönlendirmiştir.



Böylece gelişmekte olan ülkeler kolay yabancı kaynak bulabildikleri için gelişmiş ülkelere göre –bir süreliğine olsa da- daha yüksek büyüme oranı yakalayabilmişlerdir.

Gelişmiş ülke ekonomilerinde işsizlik oranlarının gerilemesi ve büyümenin toparlanması ile Amerika Birleşik Devletleri merkez bankası sıra dışı parasal genişleme politikalarını kademeli olarak terk etmektedir. Böyle bir durumda gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri olumsuz etkilenebilecektir. Buna karşın gelişmiş ülke ekonomilerinin toparlanması, bu ülkelerin dış ticaret hacimlerini olumlu etkileyebilecek, özel sektörün yatırım iştahını artırabilecektir. Bu nedenle sıradışı ekonomik tedbirlerin neden olduğu getiri farklarından faydalanmaya yönelik kısa vadeli ve hızlı fon hareketleri azalsa da ihracat ve yatırım imkanlarının genişlemesi gelişmekte olan ülke ekonomilerini destekleyebilecektir.

Dünya ekonomisinde yaşanan söz konusu konjonktür neticesinde Türkiye de gelişmekte olan ülkelere ilgiden payını almıştır. Kamu maliyesinde son dönemlerde bozulma eğilim gözlense de halen kamu borçlarının gayrisafi milli hasılaya oranının düşük kalması, iç borç dinamiklerinin olumlu seyrini sürdürmesi, yüksek getiri arayan yabancı fonların risklerini kontrol edilebilir bir seviyede tutmalarını sağlamakta, bunun neticesinde –konjonktürel gelişmelerle fon çıkışları olsa da- Türkiye'ye kaynak girişi devam etmektedir.

Buna karşın, Türkiye'de son yıllarda tüketici ve özel sektör borçlarında hızlı artışların olması, -son aylarda durulsa da- kurlarda yaşanmış olan dalgalanmanın sonucunda TL'nin değer kaybının enflasyonist baskıları artırmış olması kamu otoritesinin bankacılık sektörü, faiz politikası ve tüketici kredileri gibi alanlarda tedbirli tutum benimsemesine neden olmuştur. Tüm bunların neticesinde büyümenin geçtiğimiz yıllardaki gibi yüksek oranlara ulaşması zor görünmektedir. Bu nedenle önümüzdeki yıllarda Gayri Safi Yurt İçi hasıladaki artış oranının, trend büyümeye yakın seviyelerde, %3-5 mertebesinde kalması öngörülmektedir.

Kentsel dönüşüm süreci ,deprem riskleri nedeniyle büyük şehirlerde son yıllarda hayli hız kazanmıştır. İnşaat sektörü 2013 yılında %7,1 ile genel ekonomiden daha hızlı büyümüştür. İnşaat ve ilgili yan sektörlerin bu nedenle kısa ve orta vadede genel ekonomiden daha hızlı büyümesi ve büyümenin lokomotif olması beklenmektedir.

Temperli cam ürünlerin kullanıldığı duşa kabin, cam balkon gibi sektörler –tamamlayıcı ürün sağladıkları- inşaat sektöründeki bu gelişmelerden olumlu etkilenmektedir.

Buna ek olarak, temperli cam muadil ürünlere göre daha dayanıklı, güvenli ve dekoratif olduğu için ara mamül olarak tercih edilmektedir. Bu nedenle temperli cam alanında büyüme oranları ve kar marjlarının muadil girdilerin kullanıldığı diğer ürünlere göre daha yüksek kalması beklenmektedir.

2.3 Şirketin Stratejisi

Şirket kar marjlarının yüksek seyretmesinin beklendiği temperli cam ürünlerde müşteri şirketlerin ihtiyaçlarının zamanında ve kalite standartlarına uygun olarak sağlanmasına yönelik ve pazarlama merkezli bir büyüme stratejisi benimsemiştir.

3. ŞİRKETİN FİNANSAL ANALİZİ VE PROJEKSİYONLARI

3.1 Projeksiyon Döneminde Yapılması Planlanan Yatırımlar

Şirketin projeksiyon dönemi olarak belirlenmiş olan 2014-2018 yılları arasında önemli tutarlarda bir yatırım harcaması planlanmamaktadır. Mevcut makine parkının tam kapasite ile kullanılmasına 2018 yılında ulaşılması öngörülmektedir. Projeksiyon dönemi içindeki ciro hedefleri mevcut üretim kapasitesi ile sağlanabilecek seviyededir.

3.2 Gelir Tablosu Tahminleri

	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T	2018 T
Satış Gelirleri Büyüme Oranı (%)	87,0%	40,0%	21,4%	11,8%	8,4%

- Şirketin projeksiyon dönemi içerisindeki yıllara sari gelir tablosu tahminlerinin temelini cirodaki büyümeye ilişkin şirket yetkililerinin öngörülerini oluşturmaktadır.
- Şirket Temmuz 2014 döneminde kapasite artırımına yönelik 1.100.000 TL'nin üzerinde yatırımını tamamlamıştır. Söz konusu yatırımın ardından sağlanan kapasite artışı ile daha önce satış yapılmayan duşa kabin üreticilerine satış yapılabilecek konuma ulaşılmıştır.
- 2014 ve 2015 yıllarındaki hızlı ciro artışının duşa kabin üreticilerine yapılacak satışlardan elde edilmesi planlanmaktadır.
- 2015 yılında 600.000 TL tutarında yatırımla ürün çeşitlendirmesine yönelik yeni temper hattının kurulması bütçelenmektedir. Söz konusu yatırımla kapasite artışı da sağlanmış olacaktır.
- Şirketin söz konusu yatırım ardından ulaşacağı üretim kapasitesi şirket yetkililerinden elde edilen veriler ışığında 2018 yılına kadar ulaşılması öngörülen ciroyu karşılayacak seviyededir.
- Bu tahminler ışığında şirketin ciro öngörülerini aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

(TL)	2014 6 Aylık Dönem	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T	2018 T
Satış Gelirleri	2.016.130	4.350.000	6.090.000	7.393.260	8.265.665	8.959.981

- Şirket hammadde alımlarını vadeli olarak gerçekleştirmektedir. Söz konusu alımlarda uygulanan vade farkı yıllık %24-25 civarına kadar çıkabilmektedir. Hammadde Şişe Cam bayilerinden 180 gün vade ile alınmaktadır.
- Şirketin cirosundaki büyümeye kapasite kullanımının artması ve ölçek ekonomisinin olumlu katkısı sonucunda brüt kar marjının 2014 yılı sonunda %30 seviyesini bulması beklenmektedir.
- Şirketin finansal kredibilitesinin sağlanması ile hammadde alımlarında banka kredilerinin kullanılması durumunda finansman maliyeti yıllık %11-12'lere gerileyeceğinden brüt kar marjının olumlu etkilenmesi öngörülmektedir. Satın alınan doğrudan ithalatla yapılması durumunda ise peşin ödeme nedeniyle satın alma maliyetinin %5-6 oranında daha azaltılması

olanaklıdır. Böylelikle brüt kar marjının 2015 yılında %37 seviyesine ulaşması öngörülmektedir.

(%)	2014 6 Aylık Dönem	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T	2018 T
Brüt Kar Marjı (%)	%20,6	%30,0	%36,9	%36,9	%36,9	%36,9

Söz konusu kar marjları temelinde 2014-2018 dönemine ilişkin brüt kar tahmini aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

(TL)	2014 6 Aylık Dönem	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T	2018 T
Brüt Kar	415.941	1.305.000	2.247.210	2.728.113	3.050.030	3.306.233

- Şirketin pazarlama faaliyetlerinin artması nedeniyle faaliyet giderlerinin ciroya oranla %5 seviyelerinden %15 seviyelerine çıkması öngörülmektedir. Faaliyet giderleri/ciro oranına ilişkin öngörü aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

(%)	2014 6 Aylık Dönem	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T	2018 T
Faaliyet Gideri/Satışlar (%)	%5,1	%15,0	%15,0	%15,0	%15,0	%15,0

- Söz konusu parametreler temelinde faaliyet giderlerine ilişkin öngörüler aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

(TL)	2014 6 Aylık Dönem	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T	2018 T
Faaliyet gideri	102.079	652.500	913.500	1.108.989	1.239.850	1.343.997

- Neticede 2014-2018 dönemine ilişkin esas faaliyet karı tahminleri şu şekildedir:

(TL)	2014 6 Aylık Dönem	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T	2018 T
Esas Faaliyet Karı	313.861	652.500	1.333.710	1.619.124	1.810.181	1.962.236

4. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIŞI ANALİZİ İLE DEĞERLEME

4.1 İndirgenmiş Nakit Akışı Analizi

Şirketin değerinin tespitinde İndirgenmiş Nakit Akışı (İNA) yöntemi de kullanılmıştır. Söz konusu yöntem şirket faaliyetleri ile yaratılan projeksiyon dönemine ait yıllara sari serbest nakit akışlarının bugünkü toplam değerlerinin hesaplanmasını içermektedir. Söz konusu toplam değere projeksiyon dönemi ötesindeki son değer bu günkü değerinin hesaplanarak eklenmesiyle firma değeri tahmin edilmektedir.

4.2 Değerleme Dönemi

Şirketin indirgenmiş nakit akışı yöntemiyle değerinin tespitinde projeksiyon dönemi olarak 2014-2018 yılları arasındaki dönem seçilmiştir.

4.3 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesabı

- İndirgenmiş Nakit Analizi yönteminde şirketin yıllara sari serbest nakit akışlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan iskonto oranı ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olarak isimlendirilmektedir.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, sermaye maliyeti ve borç maliyetinin ağırlıklı ortalamasıdır.
- Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında yabancı kaynakların toplam varlıklara oranı borç maliyetinin ağırlık katsayısı, özsermayenin toplam varlıklara oranı ise sermaye maliyetinin ağırlık katsayısı olmaktadır.
- Sermaye maliyeti risksiz getiri oranına risk priminin eklenmesi sonucu hesaplanmaktadır. Böylece sermayedeki pay sahiplerinin şirketin faaliyetlerine ilişkin getiri beklentileri ve faaliyet karlılığı projeksiyonlarına dair risk unsurları fiyatlamaya yansıtılabilmektedir.
- Borç maliyeti olarak %12,7 alınmıştır. Vergi sonrası borç maliyetinin hesaplanmasında kurumlar vergisi oranı %20 olarak hesaba katılmıştır.
- Bu analizlerin neticesinde şirketin faaliyetleri ile yaratacağı yıllara sari serbest nakit akışının bugünkü değerinin hesaplanması için ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %11 olarak belirlenmiştir.



Hedef Sermaye Yapısı	
Yabancı Kaynaklar/Toplam Varlıklar	78,00%
Özsermaye/Toplam Varlıklar	22,00%
Yabancı Kaynaklar/Özsermaye	3,5
Sermaye Maliyeti	
Risksiz Getiri Oranı	8,50%
Risk Primi	5,50%
Sermaye Maliyeti	14,00%
Borç Maliyeti	
Borç Maliyeti	12,70%
Vergiler	20,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	10,16%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	11,00%

4.4 Serbest Nakit Akışı Analizi

Serbest Nakit akışının hesaplanması şu şekilde olmaktadır:

- Serbest nakit akışı 2014-2018 döneminde her yıl için ayrı ayrı hesaplanmıştır.
- Serbest Nakit Akışı firma değerinin hesaplanmasında kullanılacağı için net faiz giderlerini içermemektedir.
- Net Satışlardan toplam giderler çıkarılarak faiz ve vergi öncesi kar hesaplanmıştır. Toplam giderin hesabı ise şu şekildedir: Satışların maliyeti, pazarlama-satış-dağıtım giderleri, genel yönetim giderleri ve diğer faaliyet giderlerinin toplamından diğer faaliyet gelirleri çıkarılarak bulunmuştur.
- Faiz ve vergi öncesi kara amortisman giderleri eklenerek FAVÖK'e (Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar) ulaşılmıştır.
- FAVÖK'ten vergiler, yatırım harcamaları ve net işletme sermayesindeki değişim de çıkarıldıktan sonra serbest nakit akışı ortaya çıkmaktadır. İşletme sermayesi ihtiyacındaki artış böylelikle şirketin faaliyet karlılığı ile yarattığı nakit ile finanse edilmiş olmaktadır.
- İndirgeme (iskonto) için ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olarak %11 olarak kullanılmıştır. Her bir yılın serbest nakit akışı sözkonusu iskonto oranı ve iskonto dönemi kullanılarak bugünkü değerine çekilmiştir.



- Şirketin 2018 yılından sonraki faaliyetlerinin değerlemesi "son değer hesabı" yöntemiyle yapılmıştır.
- Son değer hesabında yıllık daimi büyüme oranı olarak %4 kullanılmıştır. Türkiye'de gayrisafi milli hasılanın trend büyüme oranına paralel olan bu seviye değerleme çalışmalarında %3-5 aralığında kullanılmaktadır.
- Projeksiyon döneminin son yılındaki Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FAVÖK) rakamının yıllık daimi büyüme oranı kadar her yıl artacağı varsayımı ile oluşturulan sonsuz FAVÖK serisi iskonto edilerek son değer hesaplanmaktadır.
- Firma Değeri şirketin faaliyet karlılığı ile yaratacağı nakdin yatırım harcamaları, işletme sermayesi ve kurumlar vergisi ödendikten sonra kalan bugünkü değeridir, yani şirketin operasyonel faaliyetlerinin değeridir.
- Firma değeri iki unsurun toplamından oluşmaktadır:
 - a) Projeksiyon döneminde (2014-2018) oluşan yıllara sari Serbest Nakit Akışlarının bugünkü değerleri
 - b) Projeksiyon sonrası döneme ait nakit akışını kapsayan Son Değer'in bugüne iskontolanmasıyla oluşan değer,
- Firma değerinden toplam finansal borçların çıkarılması ve toplam nakit ve nakit benzeri varlıkların eklenmesiyle tahmini Piyasa Değeri hesaplanmaktadır. Center Glass'in İNA yöntemiyle **tahmini piyasa değeri 17,8 milyon TL** olarak hesaplanmıştır.

	2014 T	2015 T	2016 T	2017 T	2018 T
Net Satışlar Büyüme Oranı (%)	87,0%	40,0%	21,4%	11,8%	8,4%
Net Satışlar	4.350.000	6.090.000	7.393.260	8.265.665	8.959.981
Esas Faaliyet Karı	652.500	1.333.710	1.619.124	1.810.181	1.962.236
Net Faaliyet Dışı Gelir (+)/Gider(-)	0	0	0	0	0
Net Finansal Gelir (+)/Gider (-)	-15.000	-175.000	-200.000	-225.000	-250.000
Vergi Öncesi Kar	637.500	1.158.710	1.419.124	1.585.181	1.712.236
Kurumlar Vergisi Oranı	20%	20%	20%	20%	20%
Kurumlar Vergisi	-127.500	-231.742	-283.825	-317.036	-342.447
Net Kar	510.000	926.968	1.135.299	1.268.144	1.369.789

Esas Faaliyet Karı	652.500	1.333.710	1.619.124	1.810.181	1.962.236
+ Amortisman	110.000	170.000	170.000	170.000	170.000
- Yatırım Harcamaları	-1.100.000	-600.000	0	0	0
- Net İşletme Sermayesi Değişimi	-193.692	-200.000	-150.000	-100.000	-100.000
+ Diğer Nakit Girişleri	0	0	0	0	0
- Vergi	-127.500	-231.742	-283.825	-317.036	-342.447
= Firmanın Nakit Akımı	-658.692	471.968	1.355.299	1.563.144	1.689.789
Uç Değer					24.123.295



Sermaye Maliyeti					
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (%)	11%	11%	11%	11%	11%
Dönem	1	2	3	4	5
Şimdiki Değer	-593.391	383.027	990.855	1.029.514	15.315.497

AOSM	11,0%
Uç Büyüme Oranı	4,0%

Şirket Değeri	17.125.501
(-) Toplam Finansal Borçlar	100.300
(+) Hazır Değerler	729.129
Özsermaye Değeri	17.754.330

5. PİYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİ İLE DEĞERLEME

Şirket değerlemesi için kullanılabilecek diğer yöntem halka açık şirketlerle karşılaştırmayı kapsamaktadır. Bu tür değerlemede halka açık şirketlerin tümünün veya eğer yeterince şirket varsa söz konusu sektörün fiyat / kazanç oranı, firma değeri satışlar oranı, piyasa değeri/defter değeri (özsermaye) oranı ve firma değeri / FAVÖK (faiz amortisman vergi öncesi kar) oranı gibi çarpanların kullanımını içermektedir. Center Glass'ın çarpan analizine temel teşkil eden bilanço ve gelir tablosu verileri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

BİLANÇO VERİLERİ 30.06.2014	
Net Satışlar	2.016.130
Esas Faaliyet Karı	313.861
Net Kar	246.510
Özsermaye	2.489.153
Defter Değeri (DD)	2.489.153
Ödenmiş Sermaye	2.500.000
Finansal Borç	100.300
Nakit	729.129

Değerlemede kullanılan piyasa çarpanlarından Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranları Borsa İstanbul A.Ş. tarafından yayınlanan değerleme oranı verileri (06/11/2014 tarihine ait pay piyasası (PP) ve gelişen işletmeler piyasası (GİP) oranları) temel alınmıştır. Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Net Satışlar) ve Firma Değeri/Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (FD/FAVÖK) oranları tarafımızca hesaplanmıştır. Söz konusu çarpanlar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

06.11.2014	Borsa İstanbul (PP+GİP)
Fiyat/Kazanç	12,87
Piyasa Değeri/Defter Değeri	1,43
Firma Değeri/Net Satışlar	1,60
Firma Değeri/FAVÖK	12,20



Piyasa çarpanları ile tespit edilen tahmini piyasa değerleri aşağıdaki tablolarda özetlenmiştir.

PİYASA ÇARPANLARI İLE DEĞERLEME 1	
Çarpan	Piyasa Değeri
Fiyat/Kazanç	6.345.165
PD/DD	3.559.488
Ortalama	4.952.326

PİYASA ÇARPANLARI İLE DEĞERLEME 2		
Çarpan	Firma Değeri	Piyasa Değeri
FD/Net Satışlar	6.451.616	7.080.445
FD/FAVÖK	7.658.213	8.287.042
Ortalama	7.054.914	7.683.743

Şirketin çarpan yöntemiyle tahmini değeri Piyasa çarpanları ile tahmin edilen değerlerin eşit ağırlıklı ortalaması olarak hesaplanmıştır.

PİYASA ÇARPANLARI İLE TAHMİNİ DEĞER	
Ortalama	6.318.035

Böylelikle piyasa çarpanları temelinde Şirket için tahmini piyasa değeri 6,3 milyon TL olmaktadır.

6. SONUÇ

Te-mapol temperli cam üretimi ve pazarlanması alanında faaliyet göstermek için Center Glass şirketinin paylarını satın alma opsiyonunu değerlendirmektedir. İşbu değerleme raporu Center Glass pay sahipleri ile paylarının değeri hususunda pazarlık aşamasında Te-mapol'ün Şirketin tümü için verebileceği teklifin tavan (üst limit) seviyesinin tespiti için hazırlanmıştır.

Center Glass Şirketinin nihai değerlemesinde indirgenmiş nakit akışı ve piyasa çarpanları analizleri ile elde edilen değerlerin eşit ağırlıklı ortalaması temel alınmış, sonuç olarak şirketin **tahmini piyasa değeri 12 milyon TL** olarak belirlenmiştir.

Piyasa Değeri (İNA)	17.754.330
Piyasa Değeri (Çarpanlar)	6.318.035
Piyasa Değeri (Ortalama)	12.036.183

**CENTER GLASS CAM MOBİLYA TEKSTİL
SANAYİ ve TİCARET ANONİM ŞİRKETİ'nin
DEĞERLEMESİNE İLİŞKİN RAPOR**

10 Kasım 2014

A handwritten signature in black ink, consisting of several loops and strokes, located at the bottom left of the page.