

Tekstil Yatırım

13.09.2013

Gediz Ambalaj Sanayi Ticaret AŞ
Kütahya Yolu 3. Kilometre 43600
Gediz -Kütahya
MUH: 293


Sayın İbrahim Başol,

02.12.2011 2013 tarihli sözleşme çerçevesinde Gediz Ambalaj Sanayi ve Ticaret AŞ'nin "Firma Değeri"ni tespit etmek ve bu değer üzerinden hisse fiyatını belirlemek amacıyla ekli çalışma hazırlanmıştır.

Değerleme çalışmamız, herhangi bir hukuksal, teknik, bağımsız denetim incelemesi veya gayrimenkul değerlendirme içermemektedir.

Yapılan çalışmamız Şirket yönetimi tarafından sağlanan bilgi ve belgelerin analizi, şirket yönetimi tarafından Şirket'in operasyonel performansının gelecek ile ilgili beklentilerinin paylaşılması ve değerlendirilmesinde mevcut olan ekonomik ve piyasa verileri ve koşullarının değerlendirilmesiyle sınırlıdır.

Saygılarımızla,


Nesrin EKŞİ
Genel Müdür Yardımcısı


Cem OBA
Kurumsal Finansman-Direktör

Ek: Değer Tespit Raporu

GEDİZ AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş. FİRMA DEĞER TESPİT RAPORU

DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Firma değerlendirme çalışmasında indirgenmiş Nakit Akımları (INA) ve Benzer Şirket Çarpanları Analiz Yöntemleri birlikte kullanılmıştır. Her iki yöntem sonuçları ağırlıklandırılarak Gediz Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin **firma (şirket) değeri** ve ihraç edilecek **birim hisse fiyatı** tespit edilmiştir.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ (İNA)

Yapılan projeksiyonlar ile firmanın gelecek dönemler için gerçekleştireceği faaliyetlerinden ürettiği serbest nakit akımlarının, firmanın risk ve sermaye yapısına göre hesaplanan bir iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenmesi suretiyle şirket değerinin hesaplanmasıdır.

İNA'da kullanılan varsayımlara ilişkin açıklama;

Projeksiyonlar firmanın sağlamış olduğu bilgiler dâhilinde faaliyet gösterdiği pazar dinamikleri ve taşıdığı büyüme potansiyeline dayanarak oluşturulmuştur.

- Değerleme TL üzerinde yapılmıştır.
- Gelecek dönem satışları projeksiyonunda firma faaliyetleri içinde bulunduğu ambalaj malzemeleri ve hizmetleri sektörüne bağlı olup, firmanın satışları bu ana sektördeki gelişmeler ve ana müşterisi olan beyaz eşya sektörüne olan talep ile yakın korelasyona sahiptir.
- 2013 yılında firmanın ana ürün yelpazesinde yer alan buzdolabı arka duvarı ürünlerinde yeni oyuncuların girmesi ile ortaya çıkan rekabet koşulları göz önüne alınarak bu ürün gamında 2013 yılı satışlarında yıllık bazda 40% daralma öngörülmüştür. Bununla birlikte alüminyum kağıt ürünlerindeki büyümenin devam etmesi ve yıllık bazda 30% büyümenin gerçekleşmesi öngörülmektedir. Böylece 2013 yılı toplam net satışlarda 20%'lik daralma öngörülerek 18 milyon TL seviyesine gerileyebileceği tahmin edilmektedir.
- Uzun vadede, beyaz eşya sektöründeki talep projeksiyonuna bağlı kalarak, şirketin ana ürünü olan (2012 de gelirin 68% sı) buzdolabı arka duvar kağıdı ürününde 2014 yılından 2022 ye kadar yıllık ortalama 3.44%'lik bir miktarsal büyüme projeksiyonunda bulunulmuştur. Şirketin diğer bir ürünü olan alüminyum kağıt ürünleri segmentinde ise toplam talebe paralel olarak 2014 ortalama 0.9% oranında miktarsal büyüme tahmininde bulunulmuştur. Bu çerçevede toplamdaki üretim hacmi 4,136ton/yıl olan şirketin 2022 yılı itibarıyla 86% lık kapasite kullanım oranına işaret etmektedir.
- Toplam net satışların artan hacim ve ortalama fiyat kalemindeki artışlar ile birlikte önümüzdeki on yıllık süreçte yıllık ortalama 3.6% oranında büyüyerek 2022 itibarıyla 31.7 milyon TL'ye ulaşacağı tahmin edilmektedir.
- Satılan malın maliyetlerinin satışlara oranının gelecek dönemler için firmanın iyileşen ölçek ekonomisi ve müşteriye yakın bölgelerdeki artan satışları ile düşmesi beklenmekte olup, son üç yıl ortalaması 19% düzeyinde gerçekleşen brüt kar marjı önümüzdeki yıllarda artarak nihai 22% düzeyine çıkacağı beklentisi projeksiyonlarda kullanılmıştır.
- Operasyonel giderlerin net satışlara oranının ortalama yeni yatırımın devreye girmesiyle 2014 yılında 10% seviyelerine ulaşması, ilerleyen yıllarda ise optimum 9% seviyesine ineceği öngörülmüştür.
- Şirketin yıllık bazda satışlarının %1-0.8'i oranında bir tutarının yıllık yatırımlarına harcayacağı varsayılmıştır. Buna ek olarak firma 2014-2015 yılları için tamamlanmasını öngördüğü 1.75 milyon € luk buzdolabı arka duvar üretimi yatırımı harcaması projeksiyonlara yansıtılmıştır.
- Kurumsal vergi oranı gelecek dönemler için %20 olarak alınmıştır.
- Şirketin taşıdığı net nakit pozisyonunun (2012 de 0.29 net nakit/VAFÖK) ileriki dönemlerde de aynı düzeylerde korunacağı varsayılmıştır.

- Değerlemede indirgeme oranı hesaplanırken firmanın ağırlıklı özkaynak kullanımlı bir faaliyet yapısı olduğu, bu nedenle de gelecek yıllar projeksiyonlarında mevcut borç/özkaynak yapısını koruyacağı varsayılmıştır.
- Şirketin 77% oranında pay sahibi olduğu Gediz Plastik A.Ş ve 2% paya sahip olduğu Gediz Madencilik A.Ş. şirket değerlemesine 2013/6 finansallarındaki özkaynak değerleri üzerinden hesaplamaya katılmıştır. Gediz Plastik için 3.75 milyon TL (4,881,505*0.77) ve Gediz Madencilik için ise 0.07 milyon TL (3.659.186*0.02) olmak üzere toplamda 3.83 milyon TL iştirak değeri hesaplanmıştır.

İNA değerlemesinde indirgeme oranı olarak kullanılan Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti: (WACC) AOSM = Risksiz faiz oranı + Beta(β)*(Market Getirisi-Risksiz faiz oranı) için varsayılan parametreler;

	2013	2014	2015-2023+
Borç maliyeti	14.0%	14.0%	14.0%
Risksiz faiz oranı	9%	8%	7%
Hisse senedi risk primi	5.5%	5.5%	5.5%
Beta	1,00	1,00	1,00
Ağırlıklı Özsermaye maliyeti	13,6	12,9	12,2
Borç oranı	26%	26%	26%
Özsermaye oranı	74%	74%	74%

şeklinde olup, AOSM'nin 2014 ten sonrası için %12.2 olarak sabit kalacağı varsayılmıştır.

- 2022 sonrası Nihai büyüme oranı (g) %5.5 olarak alınmıştır.

İndirgenmiş nakit akımları analizinde yapılan varsayımlar ile oluşturulan projeksiyonlar sonucunda Gediz Ambalaj Şirket değeri 30,563,754 TL ve İNA hisse birim değeri 5.24 TL olarak hesaplanmıştır.

Gediz Ambalaj- Serbest Nakit Akışı

TL mn	2011	2012	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
Net Satışlar	20,2	22,2	17,8	19,7	21,1	22,5	23,8	26,2	26,7	28,2	29,9	31,7
Artış	37.9%	9.6%	-19.5%	10.5%	7.4%	6.3%	5.8%	5.8%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
Faaliyet karı	2,2	2,8	2,0	2,3	2,5	2,8	3,0	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0
Faaliyet marjı	10.7%	12.8%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%
VAFÖK	2,8	3,3	2,4	2,7	3,0	3,3	3,5	3,7	3,9	4,2	4,4	4,7
VAFÖK marjı	13.7%	15.1%	13.4%	13.8%	14.2%	14.6%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
Vergiler	0,4	0,6	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8
Net işletme sermayesi değişimi	2	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yatırım harcamaları	1,1	0,2	2,1	2,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Serbest Nakit Akışı (SNA)	-1	3	1	0	2	2	2	3	3	3	3	3

Net satışların % olarak

	2011	2012	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
VAFÖK	13.7%	15.1%	13.4%	13.8%	14.2%	14.6%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%
Net işletme sermayesi	25.3%	23.2%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%
Net işletme sermayesi değişimi	9.9%	0.2%	-4.9%	2.3%	1.6%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
Yatırım harcamaları	5.2%	1.0%	11.7%	10.7%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
Serbest Nakit Akışı	-3.6%	11.4%	4.4%	-1.5%	9.1%	9.7%	10.0%	10.0%	10.0%	10.1%	10.1%	10.1%

Gediz Ambalaj- İNA Modeli

TL mn	2012	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T	2022T
Serbest Nakit Akışı	3	1	0	2	2	2	3	3	3	3	3
AOSM		13,6%	12,9%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%
İskonto çarpanı		0,94	0,83	0,74	0,66	0,59	0,52	0,47	0,42	0,37	0,33
İskonto edilmiş (SNA)		1	0	1	1	1	1	1	1	1	1
SNA bugünkü değeri	11										
Nihai büyüme oranı	5,5%										
Nihai büyüme değeri	50										
Nihai büyüme değerinin bugünkü değeri	17										
İştirakler	3,8										
Girişimci değeri	31										
Net (Borç)/Nakit	1										
Azınlık payları	0										
Firma değeri	30,6										

Tekstil Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Firma Değeri kavramı, Girişimci Değerinden farklılık göstermekte olup, Girişimci Değeri'nden finansal borçların düşülmesi varsa nakit ve benzeri varlıkların eklenmesi ile Firma (şirket) değerine ulaşılmaktadır.)

PIYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİ

Piyasa çarpanları analizi ile Şirket değer tespitinde halka açık ve bir borsada işlem gören benzer faaliyet alanında ve nitelikte değerlemeye ölçüt olabilecek şirketlerin kar, ciro özsermaye gibi verilerinin piyasada oluşmuş fiyat verileri ile kıyaslanması sonucu elde edilen oranların Şirket verilerine uygulanması suretiyle şirket değerinin hesaplanması yöntemidir.

Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı borsalarda işlem gören benzer firmalar tespiti yapılır. Bu firmalara ait kar, ciro, ve özsermaye rakamları piyasada oluşan değerleri ile oranlamaya tabi tutularak her bir firmanın Firma Değeri/Ciro, Piyasa Değeri/Net Kar, Girişimci Değeri/Vergi Faiz Amortisman Öncesi Kar (FAVÖK) oranları hesaplanır.

Benzer firmalara ait firma değerleri o an işlem gördükleri borsalarda oluşmuş hisse fiyatı ile toplam hisse adetinin çarpılmasıyla suretiyle bulunmakta ve bu rakam piyasa değeri (firma değeri) olarak hesaplamalarda kullanılmaktadır.

Benzer firmalara ait hesaplanan oranlar, firmanın verilerine uygulanarak firma için Firma değeri ve hisse fiyatı elde edilir.

Bu kapsamda Yurt dışında seçilen benzer firmaların 2013/6 dönemi son 12 aylık finansalları (*) ile hesaplanan çarpanların ortalaması alınarak bulunan ortalama çarpan değerleri Gediz Ambalaj'ın 2013/6 dönemi son 12 aylık finansal verilerine uygulandığında Gediz Ambalaj Şirket Değeri 27,033,036 TL elde edilmiştir.

(*Bloomberg Trailing Data -10/09/2013)

	FD/FAFÖK	FD/Net satışlar	F/K
	* 2013/6 Kaydınmış son 12 ay	* 2013/6 Kaydınmış son 12 ay	* 2013/6 Kaydınmış son 12 ay
MONDI LTD	8,1x	1,3x	15,8x
NAMPAK LTD	8,4x	1,2x	15,0x
MAYR-MELNHOF KARTON AG	6,1x	0,8x	13,4x
XIAMEN HEXING PACKAGING-A	n.a.	1,3x	26,4x
BRODRENE HARTMANN A/S	5,5x	0,7x	8,3x
Ortalama	7,0x	1,1x	15,8x

* Bloomberg Trailing Data -10/09/2013

TLmn	Yurt Dışı Benzer Firmalar çarpanları	Gediz Ambalaj Firma değeri
	2013/6*	2013/6
F/K	15,8	34
FD/FAFÖK	7,0	22
FD/Satışlar	1,06	25
Ortalama Şirket Değeri		27,0

(* Kaydınmış son 12 aylık Değer (30/06/2012 - 30/06/2013)

Tekstil Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

Aynı şekilde değerlemeye baz teşkil eden firma seçiminde Yurtiçindeki benzer faaliyet alanında ve BIST'de işlem gören halka açık firmaların 2013/6 dönemi son 12 aylık finansal verilere göre hesaplanmış çarpan değerlerinin ortalaması baz olarak değerlemeye alınmıştır. (* Bloomberg Trailing Data, 10.09.2013)

Yurt içi benzer firmaların son 12 aylık finansalları ile elde edilen ortalama çarpanlar Gediz Ambalaj'ın 2103/6 dönemi son 12 aylık finansal değerlerine uygulandığında Gediz Ambalaj Şirket Değeri 45,312,057 TL elde edilmiştir.

2013/6 -Kaydırılmış son 12 Ay			
	FD/VAFÖK	FD/Net satışlar	F/K
Tire Kutsan	16,86	0,73	18,29
Kaplamin	n.a.	0,77	3.959,00
Eminis Ambalaj	n.a.	1,07	-
Kartonsan	18,77	2,74	25,96
Ortalama*	17,82	1,33	22,13

*Kaplamin F/K rakamı uç değer olduğu için ortalamalara dahil edilmemiştir.

TLmn	Yurt İçi Benzer Firmalar çarpanları		Gediz Ambalaj Firma değeri
	2013/6*		2013/6
F/K	22,13		48
FD/VAFÖK	17,82		57
FD/Satışlar	1,33		31
Ortalama Şirket Değeri Mil. TL			45,3

(*) Kaydırılmış son 12 aylık Değer (30/06/2012 - 30/06/2013)

FİRMA DEĞERİ ve HİSSE BİRİM FİYATI

Nihai firma hisse fiyatına ulaşılması amacıyla İndirgenmiş nakit akımları ile bulunan Şirket değeri 30.6 milyon TL ve benzer yurtdışı firmaların çarpanlarına göre hesaplanan 27.0 milyon TL ve benzer yurtiçi firmaların çarpanlarına göre hesaplanan 45.3 milyon TL ile ağırlıklandırma işlemine tabi tutulmaktadır. Ağırlıklandırmada benzer firmaların yurt dışı ve yurtiçi firmaların çarpanlarından elde edilen değerlere sırasıyla 25% ve 25% oranlarında ağırlık verilmiş ve firmanın potansiyelini yansıtmada daha yakın sonuç verdiği düşünülen İNA ile elde edilen firma değerine %50 ağırlık oranı verilmiştir.

Bu ağırlıkların İNA ve Benzer Firma Çarpanları değerlerine uygulanması sonucu firma değeri **33,368,150.-TL** olarak bulunmuştur. Bu firma değeri ile hisse başına değer ise **5.72 TL** olarak hesaplanmıştır.

TLmn	Piyasa değeri	
	(TLmn)	Hisse fiyatı (TL)
İNA Firma Piyasa değeri	30,6	5,24
Benzer Yurtdışı Firma Çarpanları (YDFÇ)	27,0	4,64
Benzer Yurtiçi Firma Çarpanları (YİFÇ)	45,3	7,77
Ağırlıklandırma (50% İNA + 25% YDFÇ+25% YİFÇ)	33,4	5,72

Tekstil Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.

ÖNEMLİ NOT:

Bu değerleme raporunda yer alan bilgiler, Tekstil Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından denetlenmemiş veya bağımsız olarak doğrulanmamıştır. Tekstil Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu değerleme raporundaki bilgilerin eksiksiz, tam veya doğru olduğu konusunda hiçbir taahhütte bulunmaz ve garanti vermez.

Tekstil Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu değerleme raporunda yer alan veya almayan (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) bilgilerin doğruluğu ile ilgili herhangi sorumluluk almaz veya garantide bulunmaz. Tekstil Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu değerleme raporunda yer alan herhangi bir varsayımdan, çıkarımdan veya sonuçtan sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Tekstil Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu değerleme raporunda yer alan bilgi nedeniyle ortaya çıkabilecek herhangi bir zarar veya kayıptan sorumlu tutulamaz. Her koşulda ve konuda, ilgili tarafların değerleme raporunda yer alan bilgilerle ilgili olarak kendi araştırma incelemelerini yapmaları gerekmektedir.

Bu değerleme raporunu sağlamakla Tekstil Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ilave bilgi verme yükümlülüğünü üstlenmemektedir.

Bu değerleme raporu BİST' de işlem görecektir Gediz Ambalaj Sanayi A.Ş. hisseleri için bir teklif oluşturur.


Tekstil Yatırım
Menkul Değerler A.Ş.