

Değerleme Hizmetleri

# *Bossa Ticaret ve Sanayi İşletmeleri T.A.Ş.*

## Uzman Kuruluş Raporu

19 Ekim 2017

Gizli ve Özel



**pwc**



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

Aykut Yalçinkaya  
Müdür  
T: +90 (212) 326 5949  
aykut.yalcinkaya@pwc.com

**PwC Yönetim Danışmanlığı 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

**Bossa Ticaret ve Sanayi İşletmeleri T.A.Ş.**

Adana Hacı Sabancı Organize Sanayi Bölgesi  
Turgut Özal Bulvarı No:2 01350  
Sarıçam/Adana

19 Ekim 2017

Sayın Yönetim Kurulu Üyeleri,

Bossa Ticaret ve Sanayi İşletmeleri T.A.Ş. ("Şirket" veya "Bossa") ve Akkardan Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Akkardan") ile PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş. ("PwC") arasında imzalanmış olan finansal danışmanlık hizmetleri sözleşmesi (bkz. Ek 1) kapsamında, Akkardan'ın Bossa tarafından devralınması suretiyle yapılacak birleşme işlemine ilişkin Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") "Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2)"nin 7. maddesi çerçevesinde hazırlanan çalışmanın sonuçları ektedir. Değerleme çalışması rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır.

Bu rapor, Bossa ve Akkardan'ın 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla özkaynak yöntemi ve bu yöntemle birlikte uygulanan Gelir Yaklaşımı ve Piyasa Yaklaşımları'na göre hesaplanan birleşme oranlarını, bu yöntemler içinden birleşme için kullanılacak yöntemin seçilme gerekçesini, seçilen yöntemle göre değişirme 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 Bossa tarafından sağlanan finansal projeksiyonlar ile birlikte Bossa ve Akkardan'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 finansal projeksiyonların gerçekleştirilebilirliği konusunda bir görüş verilmemektedir.

Bu rapor sadece Bossa ve Akkardan Yönetimleri 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 Bossa ve Akkardan Yönetimleri olarak kalacaktır.

Saygılarımızla,

Serkan Aslan, Ortak

# İçindekiler

<b>Giriş</b>	<b>4</b>
1 Yönetici Özeti	13
2 Ekonomik Görünüm	29
3 Pazar Analizi	32
4 Bossa ve Akkardan	38
5 Değerleme Analizleri	49
5.1 Bossa Değerleme Analizi	50
5.1.1 Gelir Yaklaşımı	51
5.1.2 Piyasa Yaklaşımı	70
5.1.3 Net Varlık Yaklaşımı	75
5.2 Akkardan Değerleme Analizi	77
5.2.1 Net Varlık Yaklaşımı	78
6 Birleşme ve Değişirme Oranları	80
<b>Ekler</b>	<b>89</b>
1 Sözleşme	90
2 Bilgi Kaynakları	93
3 Birleşme ve Değişirme Oranları - Karşılaştırma	95
4 Grup İçi Alacak Adat ve Kira Hesaplaması	97
5 AOSM	99
6 Beta	101
7 Kısaltmalar	103

## Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (1/5)

### Projenin Kapsamı

Bu rapor Bossa ve Akkardan Yönetimleri ile 05.09.2017 tarihinde imzalanan finansal danışmanlık hizmetleri sözleşmesine göre; Akkardan'ın Bossa tarafından devralınması suretiyle yapılacak birleşme işlemi sürecinde, 30.06.2017 tarihi itibarıyla Bossa ve Akkardan'ın ayrı ayrı hisse değerlerinin tahmin edilmesini ve birleşme oranının hesaplanmasını içermektedir.

PwC; değerlendirme çalışması kapsamında, Bossa ve Akkardan'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 ve Akkardan'ın değerlerini etkileyebilecek gizli ya da beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.

Değerleme çalışmalarında bulunan sonuçlar birçok durumda subjektif 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.

### Bilgi Kaynakları

PwC, Bossa Yönetimi tarafından sağlanan projeksiyonların ticari anlamda gerçekleştirilebilirliği ve sonuçlarının doğruluğu üzerine bir çalışma yapmamıştır. Ulaşılan sonuçlar Şirket Yönetimi tarafından sağlanan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğüne bağlıdır. **Bu bilgiler tarafımızca sorgulanarak, gerektiği takdirde Şirket Yönetimi ile tartışılarak çalışmamızda yer almıştır.**

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

Rapordaki bilgiler hiçbir şekilde geleceğe yönelik bir vaat olarak veya geleceği yansıtmak amacıyla hazırlanmamıştır. PwC, her koşulda, şahısların ve kurumların kendi piyasa analizlerini ve özel incelemelerini yapmalarını tavsiye etmektedir.

## Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (2/5)

### İş Planı

Değerleme çalışmasında kullanılan varsayımlar ve projeksiyonlar 2017 yılı bütçelenen ve 2018 - 2022 yılları arasındaki iş planlarına dayanmaktadır. **Bütçe ve iş planları Şirket Yönetimiyle tartışılmış ve gerekli görüldüğü durumlarda revize edilmesi istenmiştir.**

Yapılan incelemeler ve görüşmeler sonucunda Şirket ve Akkardan'ın 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 Bossa'nın değeri, 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 Yönetimi'nin 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.

Akkardan'ın 7 Aralık 2012 tarihi itibarıyla faaliyetlerinin durdurulmuş olmasından dolayı, bu şirketin değerlendirme çalışmasında Gelir Yaklaşımı dikkate alınmamıştır.

#### ➤ 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, Bossa 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 bulunamamasıdır.

Bossa hisselerinin BIST'te işlem görmesi nedeniyle, Piyasa Yaklaşımı altında Şirket'in 30.06.2017 tarihi itibarıyla geriye dönük 1 (bir) yıllık günlük işlem hacmine göre ağırlıklandırılmış ortalama Borsa Değeri ayrıca dikkate alınmıştır.

Faaliyetlerinin 2012 yılında durdurulmuş olması nedeniyle Piyasa Yaklaşımı Akkardan'ın değerlendirme çalışmasında uygulanmamıştır.

## Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (3/5)

### Değerlemede Kullanılan Yöntemler (Devamı)

#### ➤ Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı'nda 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.

Bossa'nın 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla TFRS'ye göre hazırlanan konsolide mali tablosunda yer alan ve TFRS 5: Satış Amaçlı Elde Tutulan Duran Varlıklar ve Durdurulan Faaliyetler standardı kapsamında gerçeğe uygun olan değerlerinden düşük olanı ile ölçülen eski gömleklik fabrikasının Harmoni Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş. ("Harmoni") tarafından tahmin edilmiş olan gerçeğe uygun değeri sonucunda düzeltilmiş özsermaye tutarı dikkate alınmıştır.

Akkardan'ın 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla TFRS'ye göre hazırlanan mali tablosunda yer alan özsermaye tutarında, Bossa'nın defter değerinin düzeltilmesi yoluyla bulunan diğer varlık ve yükümlülükler tutarı Net Varlık Yaklaşımı kapsamında dikkate alınmıştır.

### Raporun Kullanımı

Bu rapor sadece Bossa ve Akkardan Yönetimleri için; Bossa ve Akkardan'ın ayrı ayrı hisse değerlerinin tahmin edilmesi ve bu iki şirketin birleşme oranlarının hesaplanması için hazırlanmıştır. Aksi belirtilmediği sürece PwC, bu raporun ve/veya yazışmaların Bossa ve Akkardan Yönetimleri ve düzenleyici kuruluşlar 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 Bossa ve Akkardan Yönetimleri olarak kalacaktır.

### Bağımsızlık

PwC ile bu projede çalışan danışman ve yöneticileri, Bossa ve Akkardan'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 tahminlerde Bossa için 2017-2022 yılları arasındaki iş planları baz alınmış ve mümkün olduğunca Bossa Yönetimi ile üzerinde tartışılmıştır.



## Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (4/5)

### 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 15 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/müdür 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.

**Aykut Yalçınkaya**, PwC Türkiye Danışmanlık Hizmetleri'nde müdür olarak çalışmaktadır. Marmara Üniversitesi, İktisat bölümü mezunu olan, Aykut PwC Değerleme ekibine katılmadan önce, denetim hizmetlerinde çalışmış ve birçok konsolidasyon çalışmasında yer almıştır. Aykut değerlendirme ekibi üyesi olarak, şirket değerlendirme, vergi ve muhasebe amaçlı değerlendirme, marka değerlendirme ve fizibilite çalışmaları gerçekleştirmiştir.

## Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (5/5)

### SPK'ya İlişkin Beyanımız

**Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:VIII No:35** “Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” ve Kurulun 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararı çerçevesinde:

- I. Şirketimizin konusunda uzman, yaklaşık 25 kişiden oluşan ayrı Değerleme Ekibi'ne sahip olduğunu,
- II. Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu şirket genelgesi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerinin bulunduğunu,
- III. Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olduğunu,
- IV. Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapısının bulunduğunu,
- V. Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğunu,
- VI. Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile Şirketimiz arasında değerlendirme hizmeti sözleşmesi bulunduğunu (bkz. Ek 1),
- VII. Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmadığını (bkz. Sayfa 7: Bağımsızlık) ve,
- VIII. Denetimini üstlendiğimiz şirketlere aynı dönemde değerlendirme hizmeti verilmediğini,

**Sermaye Piyasası Kurulunun Seri: III No: 62.1** “Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ” nin 3. maddesi çerçevesinde:

- I. Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'na uyulduğunu

beyan ederiz.



## Rapor İncelenirken Dikkat Edilmesi Gereken Konular (1/4)

### 6552 Sayılı Yasa Gereği Tutulan Grup İçi Alacak Bakiyesi Kayıtları ve Kira Farkı Bedeli

#### 6552 Sayılı Yasa Gereği Tutulan Grup İçi Alacak Bakiyesi Kayıtları

Bossa, 2014 yılında 6552 sayılı Kanun'un 74. maddesinin getirdiği haklardan yararlanmak amacıyla ana ortağı Akkardan'dan kaynaklanan ve bu kanun maddesine uygun nitelikte bulunan 122.914.099 TL tutarındaki alacağını bu kapsamda değerlendirmiş, ilgili vergilerini ödeyerek yine ilgili Vergi Mevzuatı Uyarınca kayıtlarını tutmuştur. Bossa ve Akkardan, TFRS mali tablolarında söz konusu 122,9m TL bakiyeyi özkaynaklar hesabı altında yaratılan "Diğer Özkaynak Payları" içerisinde takip etmeye başlamıştır. Bu işlem sonucunda Bossa'nın özkaynakları 122,9m TL tutarında azalmış, Akkardan'ın özkaynakları ise 122,9m TL tutarında artış göstermiştir.

#### Adat Faizi

Yukarıda detayları belirtilmiş olan Şirket'in Akkardan'dan olan alacağını ilgili vergi mevzuatınca kayıt altına alması sonucunda Şirket, 1 Ekim 2014 tarihinden itibaren 122,9m TL tutarındaki bakiye için adet faizi işletmeyi durdurmuştur. Bossa'nın Akkardan'dan alacağı 6552 sayılı kanun çerçevesinde değerlendirilen 105.664.498 TL (17.249.601 TL tutarındaki faiz faturaları adet hesaplamasına konu değildir) tutarındaki bakiye için adet faizi işletmeyi durdurduğu 01.10.2014 tarihinden 30 Haziran 2017 tarihi arasındaki toplam adet hesaplaması tutarı 41.433.691 TL'dir.

#### Kira Farkı Bedeli

Bossa'nın 2012 yılı vergi incelemesi neticesinde, Şirket'in Akkardan'a kiraya vermiş olduğu gayrimenkulün kirasının emsaline nazaran düşük bedelle kiralandığı iddiasına dayanan Danıştay'da devam eden davası bulunmaktadır. Şirket bununla ilgili olarak yaptırdığı gayrimenkul değerlendirme raporu değerini dikkate almış ancak değerlendirme raporunun iç kısmında tutarın farklılaştığı vergi incelemesi sırasında tespit edilmiştir. Bossa nezdinde Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde yapılan incelemeler neticesinde, ilgili hesaplama farkı olan aylık 54,630 TL tutarın yıllar itibarıyla ana para kira farkı 3.094.383 TL, gecikme faizi tutarı ise 2.073.420 TL olarak tespit edilmiş olup, toplam tutar 5.167.803 TL'dir. Bu raporda, Sermaye Piyasası Mevzuatı uyarınca yapılan inceleme ve nihayetinde tespit edilen kira fark bedelleri için yapılmış olan hesaplamalar, Danıştay'da devam eden vergi incelemesi ile ilgili dava sürecinden veya söz konusu davada tespit edilen hususlardan bağımsızdır.

**Yukarıda detayları verilen alacak bakiyesinin Şirket'in aktif hesaplarında yer alması, alacak bakiyesine ilişkin adet faizi tutarları ve ek kira hesaplamaları (toplam 169.515.593 TL) dikkate alınarak, Bossa ve Akkardan'ın Bossa altında birleşmesi çalışmasında birleşme oranı ve ulaşılabilecek sermaye tutarı hesaplanmıştır. 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla TFRS mali tablolara göre %10,17359 olarak hesaplanan birleşme oranı, Bossa Yönetimi'nin Şirket'te azınlık payı bulunan küçük yatırımcıları korumak adına ilgili alacak tutarlarının da birleşme oranı hesaplaması içerisinde yer alması talebi doğrultusunda %14,03833 olarak hesaplanmıştır. TFRS mali tablolarından elde edilen sonuçlar ile ilgili düzeltmeler dikkate alınarak hesaplanan sonuçların karşılaştırmasına raporun 96. sayfasında yer verilmektedir.**

## Rapor İncelenirken Dikkat Edilmesi Gereken Konular (2/4)

### Akkardan'ın Solo Mali Tablolarının Dikkate Alınması

SPK'nın "Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2)"nin 6. maddesi (birleşme ve bölünme işlemlerinde esas alınacak finansal tablolar) 2. bendi uyarınca, "birleşme veya bölünme işlemlerine esas alınacak finansal tabloların, Kurulun muhasebe standartlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanmış ve bağımsız denetim standartları çerçevesinde özel bağımsız denetimden geçirilmiş olması zorunludur. Ancak, birleşme veya bölünme işlemlerine esas alınacak finansal tabloların Kurul düzenlemeleri uyarınca bağımsız denetiminin yapılmış olması halinde, özel bağımsız denetim koşulu aranmaz. Birleşme işlemine taraf şirketlerden konsolide finansal tablo düzenlemekle yükümlü olanların konsolide, diğerlerinin solo finansal tablolarının birleşme veya bölünme işlemlerinde esas alınması zorunludur."

**Akkardan'ın bağımsız denetimden geçmiş TFRS konsolide mali tablolarını çalışmalarımızda dikkate almamaktayız. Özellikle Bossa'nın diğer yaklaşımları dikkate aldığımızda bulduğumuz değerler, Akkardan'ın konsolide mali tablolarına yansımadağı için bulunan birleşme oranlarının makul olmadığını düşünmekteyiz. Dolayısıyla çalışmalarımızda Akkardan'ın bağımsız denetimden geçmiş solo mali tabloları dikkate alınmıştır. Buna göre, Akkardan'ın Net Varlık Yaklaşımı'na göre değeri tahmin edilirken, Bossa'nın TFRS solo mali tablolarında taşınan değeri her bir değerlendirme yaklaşımından elde edilen değerler dikkate alınarak düzeltilmiştir.**

### Bilanço Dönemi Sonrası Gelişmeler

Akkardan'ın bağımsız denetim raporunda "Bilanço tarihinden sonraki olaylar" bölümünde sağlanan bilgiye göre, Bossa'nın ana ortağı 62.000.000 TL ödenmiş sermaye sahibi Akkardan Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin 9 Haziran 2017 tarihli 2017/08 sayılı Yönetim Kurulu kararı ile hisselerinin %75'i İsrail Uçurum'a ve %25'i Yusuf Uçurum'a devredilmiş olup, tescili 28 Haziran 2017 tarihli 9355 sayılı Ticaret Sicil Gazetesinde yayınlanmıştır. 4 Ağustos 2017 tarihli 2017/28 nolu SPK bülteninde Akkardan'ın Bossa'nın diğer ortaklarına ait olan payları 4,07 TL fiyat ile satın almak üzere zorunlu pay alım teklifinde bulunulmuş. Pay Alım Teklifi işlemleri, 8 Ağustos 2017 ile 21 Ağustos 2017 tarihleri arasında 4,07 TL fiyat ile on işgünü boyunca gerçekleştirilmiştir. Bu işlem için ortaklar Akkardan'a **8.803.250 TL** tutarında nakit sermaye ilavesi yapmışlardır. On iş günü boyunca süren pay alım işlemleri sonucunda Bossa'nın halka açık azınlık hisselerinin sermaye tutarı 6.753.408 TL'den 4.634.443 TL'ye gerilemiştir. Buna göre, Bossa'nın halka açık azınlık hisselerinin oranı da %6,25'ten %4,29'a düşmüştür.

Akkardan ile Bossa'nın Bossa altında birleşmesi uzman kuruluş çalışmamız Akkardan'ın 30 Haziran 2017 itibarıyla bağımsız denetimden geçmiş TFRS mali tablolarda yer alan özsermaye tutarının **8.803.250 TL** arttığı ve Bossa'nın ortaklık oranlarının değiştiği bilanço sonrası gelişmeler dikkate alınarak gerçekleştirilmiştir.

### Projeksiyon Dönemi

Bossa'nın rapor tarihi itibarıyla 2017 yılı 9 aylık gerçekleşmiş operasyonel ve finansal verileri Şirket yönetiminden temin edilmiştir. Buna göre 2017 yılı gerçeğe en yakın olarak tahmin edilmiştir. Diğer yandan, 2017 bütçesi ve 2017'yi takip eden 5 yıllık iş planları Şirket yönetiminden temin edilebildiğinden, Bossa'nın Gelir Yaklaşımı altında gerçekleştirilen değerlemesinde 2018-2022 yılları projeksiyon dönemi olarak dikkate alınmıştır.

## Rapor İncelenirken Dikkat Edilmesi Gereken Konular (3/4)

### Akkardan'ın Faaliyetlerinin Durdurulması

5 Şubat 1972 tarihinde Kocaeli'nde kurulmuş ve ana faaliyet konusu otomotiv yan sanayi olan Akkardan, 7 Aralık 2012 tarihinde alınan yönetim kurulu kararı ile faaliyetlerini durdurmuştur. Dolayısıyla, Akkardan'ın değerlendirme çalışmasında Gelir Yaklaşımı ve Piyasa Yaklaşımı yöntemleri uygulanamamıştır. Buna göre, Net Varlık Yaklaşımı kapsamında 30 Haziran 2017 itibarıyla bağımsız denetimden geçmiş TFRS mali tablolarında yer alan özsermaye tutarına yapılan Bossa'nın defter değerinin düzeltilmesi yoluyla bulunan Akkardan'ın diğer varlık ve yükümlülükleri hisse değeri tahmininde dikkate alınmıştır.

### Faaliyetleri Durdurulan Fabrikalar

Bossa yönetimi, 31 Aralık 2015 tarihinde Adana ili Seyhan ilçesinde bulunan gömleklilik ve 30 Eylül 2016 tarihinde Adana ili Yüreğir ilçesinde bulunan dış giyim fabrikalarını kapatma kararı almıştır. Şirket yönetimi tarafından sağlanan verilere göre söz konusu fabrikalar için Sermaye Piyasası Kurulu'nun gayrimenkul değerlendirme lisanslı şirketleri arasında yer alan Harmoni tarafından 31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla gayrimenkul değerlendirme raporu hazırlanmıştır. **Taşınmazların makul değer çalışması, Şirket yönetimi tarafından tarafımıza iletilmiş olup taşınmazların makul değerine ilişkin olarak PwC herhangi bir görüş vermemektedir.**

Gömleklilik arsa ve fabrikasının değerine bağımsız denetim raporlarında TFRS 5: Satış Amaçlı Elde Tutulan Duran Varlıklar ve Durdurulan Faaliyetler standardı kapsamında gerçeğe uygun olan değerlerinden düşük olanı ile ölçülerek mali tablolarda yer verilmiştir. Ayrıca, Şirket dış giyim fabrikasını mevcut piyasa koşullarını değerlendirerek değer artış kazancı elde etmek amacıyla bir süre elde tutmaya ve orta vadede gelişecek piyasa koşulları çerçevesinde tekrar değerlendirilmesine karar vermiştir. Bu doğrultuda, Şirket faaliyetlerini durdurmuş olduğu dış giyim fabrikasının 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değerini TMS-40 standardı kapsamında yatırım amaçlı gayrimenkul olarak değerlendirmiştir.

Şirket'in faaliyetlerini durdurmuş olduğu dış giyim ve gömleklilik fabrikalarının yer aldığı arsa ve binaların Harmoni tarafından tahmin edilmiş gerçeğe uygun değerleri Şirket'in hisse değerinde operasyonel olmayan sabit kıymet olarak değerlendirilerek hisse değeri tahmininde dikkate alınmıştır.

### Denim Faaliyeti Dışındaki Satışlar

Gömleklilik ve dış giyim fabrikalarının kapatılması sonucunda Bossa'nın toplam satışlarının MY14-MY16 dönemleri arasında yıllık ortalama %4 oranında daraldığı görülmektedir. Buna karşın, denim ve spor giyim kategorisinin satış tutarlarının aynı dönem aralığında yıllık ortalama %32 arttığı görülmektedir. Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca sadece denim ve spor giyim satışı faaliyetinde bulunacağı bilgisi Şirket Yönetimi tarafından belirtilmiştir.

### İhracat Oranı

Bossa'nın metraj bazında satışlarına bakıldığında 2014 yılında %50 seviyesinde gerçekleşen ihracatın toplam satışlar içerisindeki payı ihracat ağırlıklı satılan dış giyim kumaşlarının satışının durdurulması sonrası 2016 yılında %39 seviyesine kadar gerilemiştir. MY15-1y17 dönemleri arasında %35-%40 aralığında gerçekleşen ihracat satışlarının toplam satışlar içerisindeki payının projeksiyon dönemi boyunca toplam satış hacimlerinin %40'ı seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür. Buna göre, metraj bazında birim fiyatı daha yüksek olan ihracat satışlarının brüt karlılık üzerinde olumlu bir etki yaratması beklenmektedir. Değerleme çalışması kapsamında, ihracat satışlarındaki artış beklentisinin brüt karlılık ve işletme sermayesi üzerindeki etkileri dikkate alınmaktadır.

## Rapor İncelenirken Dikkat Edilmesi Gereken Konular (4/4)

### Verimlilik Artışı

Şirket Yönetimi'nden alınan bilgi doğrultusunda, dış giyim ve gömleklilik fabrikalarının kapatılmasının projeksiyon döneminde Bossa'nın brüt kar marjına olumlu etki yaratacağı beklenmektedir. 2016 yılında gömleklilik fabrikasının kapatılmasından sonraki 3 aylık dönemde gerçekleşen brüt kar marjı incelenmiş ve 2016 yılı için ortalama %26,5 olarak gerçekleşen brüt kar marjının, aynı yılın son üç ayında ortalama %29 seviyesinde ve 2017 yılının ilk altı ayında %28 olarak gerçekleştiği görülmüştür. Buna göre değerlendirilmesinde fabrikaların kapatılması sonrası brüt kar marjındaki iyileşme beklentileri dikkate alınmaktadır.

### Kapasite Artış Yatırımı

Bossa Yönetimi tarafından sağlanan bilgiye göre Bossa Yönetimi 2018 yılı içerisinde mevcut durumdaki 40m metre denim ve spor giyim kumaş üretim kapasitesini yıllık 62m metreye çıkarmayı planlamaktadır. Planlanan yatırım kapsamında Bossa 2018 yılının Eylül ayı içerisinde dokuma, terbiye ve halat boyama yatırımlarını tamamlayarak kapasitesini 62m metreye yükseltmeyi ve 2021 yılı başında da mevcut durumda 40m metre kapasiteye göre hizmet verebilen iplik fabrikasının kapasitesini yükseltmeyi hedeflemektedir. Kapasite artış yatırımı sonrası Bossa'nın performansı ile ilgili gelişmelerin henüz operasyonlar başlamamış olmasından dolayı detaylı analizleri gerçekleştirilememiştir. Dolayısıyla, Uzman Kuruluş çalışmamızda kapasite artış yatırımı senaryosu dikkate alınmamış ve Bossa'nın hisse değeri mevcut durum dikkate alınarak tahmin edilmiştir.

### Diğer Sermaye Yedekleri

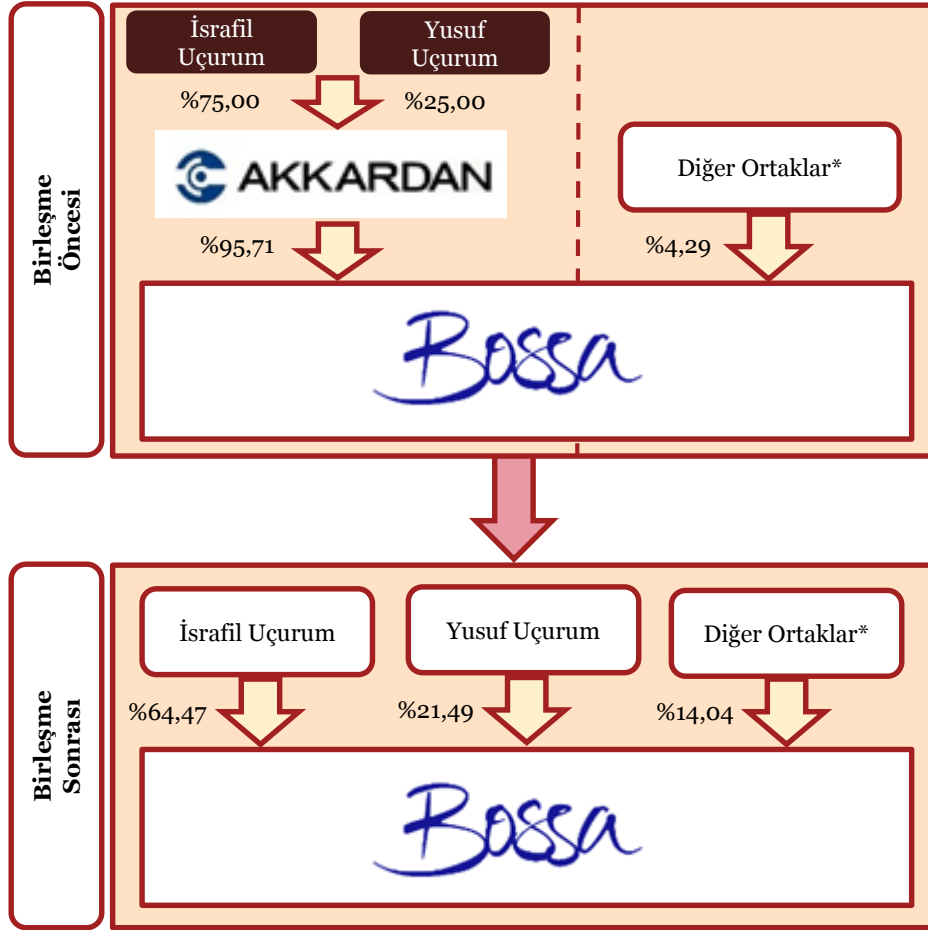
Akkardan'ın 331 ve 336 hesaplarında bulunan toplamda **725.723 TL** tutarındaki ortaklara borçlar bakiyesi 2017/16 no'lu yönetim kurulu kararına istinaden 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla diğer yedekler altında muhasebeleştirilmiştir. Ayrıca Akkardan ortaklarının Bossa'nın diğer ortaklarından pay alım işlemi ile ilgili ilave etmiş oldukları **8.803.250 TL** tutarındaki nakit tutarı da rapor tarihi itibarıyla Akkardan'ın özsermayesi altında diğer yedekler hesabında bulunmaktadır. Toplamda **9.528.974 TL** tutarındaki bakiyenin raporlama tarihi itibarıyla sermaye hesabı içerisine sınıflandırılması ile ilgili bir yönetim kurulu kararı ve ilgili makamlara başvurusu bulunmamaktadır. Dolayısıyla, Uzman Kuruluş çalışmamızda bu tutar Akkardan'ın özsermayesi altında diğer yedekler hesabında değerlendirilmiştir.

### Bossa International Inc.

Şirket'in ABD'de pazarlama faaliyetlerine destek amacıyla kurduğu ve hisselerinin tamamına sahip olduğu 200bin \$ ödenmiş sermayeli Bossa International Inc. ("Bossa International") şirketi Bossa için vermiş olduğu pazarlama faaliyet desteğine karşın Bossa'dan komisyon geliri elde etmektedir. Bossa International 2016 yılında 89,5bin TL tutarında komisyon geliri elde etmiştir. Şirket'in hisse değeri tahmini çalışmasında, Bossa International'ın da dahil olduğu mali tablolar ve iş planları dikkate alınmıştır.

# *Yönetici Özeti*

## Değerlemenin Amacı



### Değerlemenin Amacı

30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla Bossa ve Akkardan'ın hisselerinin ayrı ayrı "Makul Piyasa Değeri"nin tahmin edilmesinde ve Akkardan'ın Bossa tarafından devranılması suretiyle yapılacak birleşme işlemi sürecinde birleşme ve değişirme oranlarının tahmininde Bossa ve Akkardan Yönetimleri'ne yardımcı olmaktadır.

### Ortaklık Yapıları

Birleşmeye konu olan şirketler, Bossa ve Bossa'nın %95,71 hissesine sahip ana ortağı Akkardan'dır.

Bossa'nın hisse değerinin tahmini çalışmasında konsolide operasyonel ve finansal veriler dikkate alınmıştır. Buna göre, birleşme öncesi Bossa'nın %4,29'una sahip olan halka açık azınlıkların payının birleşme sonrasında %13,30'a yükseleceği hesaplanmıştır.

Bossa Yönetimi'nin talebi doğrultusunda Şirket'in aktif hesaplarında yer alacak şekilde sınıflanan 122,9m TL'lik tutar için hesaplanan 41,4m TL tutarındaki adet faizi ve toplam 5,2m TL tutarındaki kira farkı bedeli dikkate alınarak birleşme oranı hesaplandığında, 33.012.768 TL tutarında ulaşılacak birleşme sonrası sermaye yapısında halka açık azınlıkların payının %14,04'e yükseleceği, Akkardan ortaklarından İsrail Uçurum ve Yusuf Uçurum'un birleşme sonrası Bossa'daki paylarının sırasıyla %64,47 ve %21,49 olarak gerçekleşeceği görülmüştür.

\* Bossa'nın halka açık olan kısmına sahip azınlıkların payı

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

## Seçilen Yöntem ve Gerekçesi

Bossa'nın gelecekteki potansiyelini daha iyi yansıtabileceği düşünülerek Gelir Yaklaşımı'na %75 oranında ağırlık verilirken, Piyasa Yaklaşımı ikincil yöntem olarak dikkate alınmıştır. Buna göre, hesaplanan **%14,03833** birleşme oranı ve birleşme sonrası oluşacak **33.012.768 TL** sermaye tutarının adil ve makul olduğunu düşünmekteyiz.

Birleşme Oranı (%)		Bossa				
		Gelir Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı	Borsa Değeri	Net Varlık Yaklaşımı	Seçilen Yöntem
Akkardan	Net Varlık Yaklaşımı	%14,60563	%12,65783	a.d.	%37,08924	<b>%14,03833</b>

Birleşme Sonrası Sermaye (TL)		Bossa				
		Gelir Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı	Borsa Değeri	Net Varlık Yaklaşımı	Seçilen Yöntem
Akkardan	Net Varlık Yaklaşımı	31.730.516	36.613.259	a.d.	12.495.383	<b>33.012.768</b>

Azaltılacak Sermaye (TL)		Bossa				
		Gelir Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı	Borsa Değeri	Net Varlık Yaklaşımı	Seçilen Yöntem
Akkardan	Net Varlık Yaklaşımı	(76.269.484)	(71.386.741)	a.d.	(95.504.617)	<b>(74.987.232)</b>

## Seçilen Yöntem ve Gerekçesi

Bossa	Akkardan	Ağırlık	Gerekçe
Gelir Yaklaşımı	Net Varlık Yaklaşımı	%75	Gelecekteki potansiyeli daha iyi yansıtıyor olması
Piyasa Yaklaşımı	Net Varlık Yaklaşımı	%25	Bossa ile birebir karşılaştırılabilir şirket sayısının az olması
Borsa Değeri	Net Varlık Yaklaşımı	%0	Borsa değerinin makul değeri yansıtmıyor olması
Net Varlık Yaklaşımı	Net Varlık Yaklaşımı	%0	Gelecekteki nakit yaratma potansiyelini yansıtmıyor olması

### Kullanılan Yöntem

Bossa'nın hisse değeri tahmini için birincil yöntem olarak Gelir Yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi kullanılmıştır. İkincil yöntem olarak Piyasa Yaklaşımı kapsamında, Karşılaştırılabilir Şirketler analizi kullanılmıştır. Değerleme yöntemleri seçilirken, değerlendirilen şirketin yapısı ve özellikleri göz önünde bulundurulmuştur. Akkardan'ın 2012 yılında faaliyetlerinin sonlandırılmış olmasından dolayı hisse değeri tahmin çalışmasında sadece Net Varlık Yaklaşımı kullanılmıştır.

Bossa'nın gelecekteki potansiyelini daha iyi yansıtabileceği düşünülerek gelir yaklaşımına **%75** oranında ağırlık verilmiştir.

Piyasa Yaklaşımı Bossa ile benzer şirketlerin faaliyet gösterdikleri pazarlar ve satışını gerçekleştirdikleri ürünlerin Bossa ile birebir karşılaştırılabilir olmaması nedeniyle Karşılaştırılabilir Şirketler analizine **%25** ağırlık verilmiştir.

Kullanılan değerlendirme yöntemlerine göre birleşme senaryoları hesaplanırken Bossa'nın gelecekteki nakit yaratma potansiyelini yansıtmadığı gerekçesiyle Net Varlık Yaklaşımı yöntemi dikkate alınmamıştır.

Rapor tarihi itibarıyla, Bossa'nın %4,29 oranında hissesi BİST'de işlem görmektedir. Bu sebeple, Piyasa Yaklaşımı altında Borsa Değeri analizi de çalışmalarımız kapsamında değerlendirilmiştir ancak dikkate alınmamıştır. Dikkate alınmamasının en önemli nedenleri ise Şirket'in halka açıklık oranının düşük olması dolayısıyla makul olmayan fiyat hareketlerinin oluşabilmesi, Akkardan ve Bossa arasındaki borç-alacak ilişkisi ve diğer operasyonel olmayan varlıklarının hisse fiyatında dikkate alınmamasıdır. Diğer yandan, bu yöntemden elde edilen sonuçlara göre Bossa'nın birleşme sonrası değeri negatif olarak oluşmaktadır.

Seçilen yönteme göre hesaplanan **%14,03833** birleşme oranı ve birleşme sonrası oluşacak **33.012.768 TL** sermaye tutarının adil ve makul olduğunu düşünmekteyiz. Bu sonuçlar kapsamında azaltılacak sermaye tutarı **74.987.232 TL**'dir.

Kaynak : Şirket Yönetimi, PwC Analizi



## Birleşme ve Değişirme Oranları Seçilen Yöntem

Değerleme çalışması sonucunda Bossa'nın birleşme sonrası toplam hisse değeri **188,2m TL** olarak tahmin edilmiştir.

### Bossa Birleşme Sonrası Hisse Değeri

TL	30.06.2017
Bossa Azınlık Hisse Değeri	26.422.738
Akkardan Toplam Hisse Değeri	161.795.722
<b>Birleşme Sonrası Hisse Değeri</b>	<b>188.218.460</b>

### Bossa Azınlık Payı Hisse Değeri

TL	30.06.2017
Bossa Toplam Hisse Değeri	615.749.438
Azınlık Payı Oranı*	%4,29
<b>Bossa Azınlık Hisse Değeri</b>	<b>26.422.738</b>

\* Bossa'daki Akkardan dışındaki ortakların rapor tarihi itibarıyla pay oranları

### Bossa Hisse Değeri Akkardan Payı

TL	30.06.2017
Bossa Toplam Hisse Değeri	615.749.438
Akkardan Pay Oranı**	%95,71
<b>Bossa Hisse Değeri Akkardan Payı</b>	<b>589.326.700</b>
Akkardan'ın Diğer Varlık ve Yükümlülükleri***	(427.530.978)
<b>Akkardan Düzeltilmiş Net Aktif Değeri</b>	<b>161.795.722</b>

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

\*\* Rapor tarihi itibarıyla

\*\*\* Bossa dışındaki varlık ve yükümlülüklerin farkı

### Değerleme Sonuçları

Bossa'nın seçilen yöntem sonucunda hisse değeri **615.749.438 TL** olarak tahmin edilmiştir. Akkardan'ın Bossa'daki %95,71 oranındaki payı dikkate alındığında Bossa'nın Akkardan'a taşınan değeri 589.326.700 TL olarak tahmin edilmiştir. Değerleme çalışması sonucunda Akkardan'ın diğer varlık ve yükümlülükleri düzeltilmesi ile beraber Akkardan'ın 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla düzeltilmiş net aktif değerinin **161.795.722 TL** olacağı tahmin edilmiştir.

Bossa'nın %4,29 halka açıklık ve %95,71 Akkardan ana ortaklık payları göz önünde bulundurulduğunda, Bossa'nın birleşme sonrası toplam değeri **188.218.460 TL** olarak tahmin edilmiştir.

## Birleşme ve Değişirme Oranları (Bossa Altında Birleşme) Seçilen Yöntem

### Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (Bossa) Azınlık Payının Hisse Değeri (A)	=	26.422.738	615.749.438 x %4,29
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Hisse Değeri (B)	=	161.795.722	(615.749.438 x %95,71)-427.530.978
Devralan Ortaklığın (Bossa) Ödenmiş Sermayesinin Halka Açık kısmı (C)	=	4.634.443	(108.000.000 x %4,29)
Devralan Ortaklığın (Bossa) Ödenmiş Sermayesi (D)	=	108.000.000	(108.000.000 x %100)
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Ödenmiş Sermayesi (E)	=	62.000.000	(62.000.000 x %100)

### Birleşme ve Değişirme Oranı (TL)

$$\text{Birleşme Oranı (F)} = \frac{A}{A + B} = \frac{26.422.738}{26.422.738 + 161.795.722} = \%14,03833$$

$$\text{Ulaşılabacak Sermaye (G)} = \frac{C}{F} = \frac{4.634.443}{0,140383349} = 33.012.768$$

$$\text{Azaltılacak Sermaye (H)} = G - D = 33.012.768 - 108.000.000 = -74.987.232$$

$$\text{Akkardan Değişirme Oranı (I)} = \frac{H}{E} = \frac{-74.987.232}{62.000.000} = \text{a.d.}$$

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda arttırılacak sermaye tutarı, değişirme oranları ve birleşme oranı gösterilmiştir. Değerleme tarihi itibarıyla Bossa'nın ödenmiş sermayesi 108,0m TL'dir. Buna göre, azaltılacak sermaye tutarı **74.987.232 TL** olacaktır.

### Seçilen Yöntem - Hisse Değeri

Bossa - Seçilen Yöntem	615.749.438
Akkardan - Diğer Varlık ve Yükümlülükler	(427.530.978)
<b>Toplam</b>	<b>188.218.460</b>

## Birleşme Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

### Bossa Birleşme Öncesi Ortaklık Yapısı

Pay Sahibi	Ödenmiş Sermaye (TL)	% Pay
Akkardan Sanayi ve Ticaret A.Ş.	103.365.557,0	%95,70885
Halka Açık Kısım	4.634.443,0	%4,29115
<b>Ödenmiş Sermaye</b>	<b>108.000.000,0</b>	<b>%100,00000</b>

Hesaplanan birleşme oranı neticesinde Bossa'nın Akkardan'ı devralması yoluyla gerçekleştirilmesi planlanan birleşme sonucunda oluşacak sermaye yapısı ve her iki şirketin birleşme öncesi sermaye yapılarını gösteren tablolar yan tarafta sunulmuştur. Bossa'nın mevcut yapıda **%4,29115** olan halka açıklık oranının birleşme sonrasında **%14,03833**'e yükseleceği öngörülmektedir.

### Akkardan Birleşme Öncesi Ortaklık Yapısı

Pay Sahibi	Ödenmiş Sermaye (TL)	% Pay
İsrafil Uçurum	46.500.000,0	%75,00000
Yusuf Uçurum	15.500.000,0	%25,00000
<b>Ödenmiş Sermaye</b>	<b>62.000.000,0</b>	<b>%100,00000</b>

### Bossa Altında Birleşme Sonrası Ortaklık Yapısı

Pay Sahibi	Ödenmiş Sermaye (TL)	% Pay
İsrafil Uçurum	21.283.744,1	%64,47125
Yusuf Uçurum	7.094.581,4	%21,49042
Halka Açık Kısım	4.634.443,0	%14,03833
<b>Ödenmiş Sermaye</b>	<b>33.012.768,5</b>	<b>%100,00000</b>

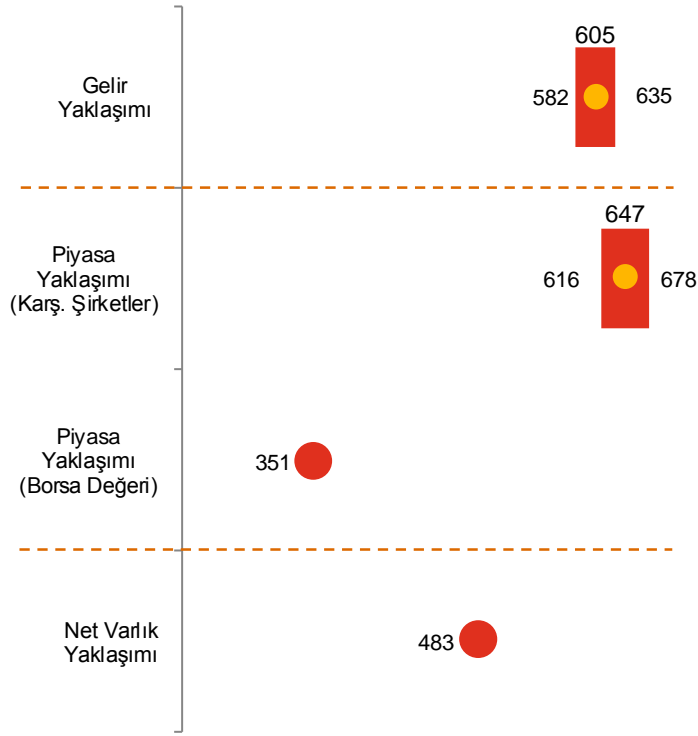
Kaynak : Şirket Yönetimi, PwC Analizi

## Değerleme Sonuçları

### Bossa

30 Haziran 2017 itibarıyla Bossa'nın Gelir Yaklaşımına göre toplam hisse değeri **582m TL** ile **635m TL**, Piyasa Yaklaşımına göre toplam hisse değeri ise **616m TL** ile **678m TL** aralığında tahmin edilmiştir.

### Hisse Değeri (m TL)



Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

### Değerleme Yöntemleri

**Gelir Yaklaşımı:** Bossa'nın hisse değeri tahmini kapsamında Gelir Yaklaşımı altında İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") yöntemi uygulanmıştır. Bu kapsamda projeksiyon dönemi ve devam eden dönemde Bossa'nın serbest nakit akımları tahmin edilmiş, uygun bir ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile net bugünkü değerine indirgenmiştir.

**Piyasa Yaklaşımı (Karş. Şirketler):** Bu yöntemde tekstil sektöründe borsada işlem gören Bossa ile benzer şirketlerin ve geçmişte gerçekleşmiş işlemlerden oluşan FAVÖK çarpanları incelenmiştir. Karşılaştırılabilir Şirketler analizinde Bossa ile benzer sektörlerde ve benzer ekonomilerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler incelenmiştir. Yakın zamanda tekstil sektöründe denim alanında faaliyet gösteren işlemlerin bulunmamasından dolayı karşılaştırılabilir işlemler yöntemi dikkate alınmamıştır.

**Piyasa Yaklaşımı (Borsa Değeri):** Piyasa Yaklaşımı kapsamında Bossa'nın günlük işlem hacmine göre ağırlıklandırılmış son 1 yıllık ortalama borsa değeri incelenmiştir.

**Net Varlık Yaklaşımı** kapsamında, TFRS finansal tablolarında yer alan konsolide özsermayesinin Şirket'in satış amaçlı gayrimenkullerinin gerçeğe uygun değerine göre düzeltilmesiyle net varlık değeri hesaplanmıştır.

### Değerleme Sonuçları

Gelir Yaklaşımı'nda duyarlılık analizi dikkate alındığında Bossa'nın hisse değeri **582m TL** ile **635m TL** aralığında tahmin edilmiştir.

Piyasa Yaklaşımı kapsamında karşılaştırılabilir şirketler analizi sonucunda Bossa'nın hisse değerinin **616m TL** ile **678m TL** aralığında olacağı öngörülmektedir.

Bossa'nın rapor tarihi itibarıyla geriye dönük 1 yıl içerisinde gerçekleşmiş günlük işlem hacmine göre ağırlıklandırılmış borsa değeri **351m TL**'dir.

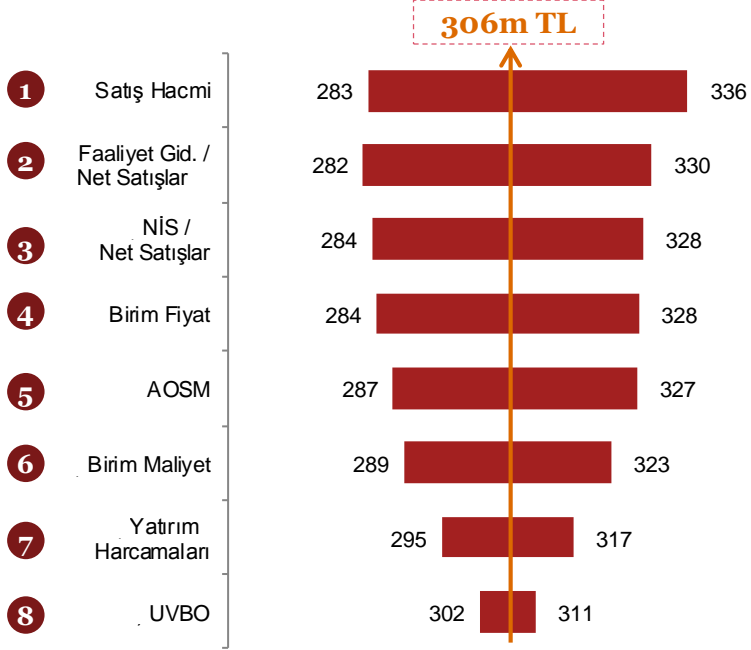
Bossa'nın değerlendirme tarihi itibarıyla TFRS mali tablolarında yer alan konsolide özsermayesi 307m TL'dir. Bu özsermayenin operasyonel olmayan gömleklik fabrikasının arsa ve binalarının makul değerleri, diğer özkaynak paylarının Şirket'in aktiflerine sınıflanması, bu alacaklara ilişkin hesaplanan adat faizi ve Sermaye Piyasası Mevzuatı'na yapılan incelemeler sonucunda tespit edilen kira fark bedellerinin düzeltilmesiyle Bossa'nın Net Varlık Yaklaşımı'na göre hisse değeri **483m TL** olarak hesaplanmıştır.

## Değerleme Sonuçları

### Gelir Yaklaşımı - Bossa

Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan duyarlılık analizi sonucu Bossa'nın hisse değeri **582m TL** ile **635m TL** arasında tahmin edilmiştir.

#### Duyarlılık Analizi – Şirket Değeri



#### Hisse Değeri

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri (ŞD)	282,3	306,1	335,9
Net Nakit/(Borç)	(2,1)	(2,1)	(2,1)
Operasyonel Olmayan Varlıklar	131,8	131,8	131,8
Diğer Özkaynak Payları Düzeltmesi	169,5	169,5	169,5
<b>Hisse Değeri</b>	<b>581,6</b>	<b>605,4</b>	<b>635,2</b>
FAVÖK (S12AY*)	39,8	39,8	39,8
ŞD/FAVÖK (S12AY)	7,1x	7,7x	8,4x

\*30 Haziran 2017 itibarıyla geriye dönük 12 aylık veriler dikkate alınmıştır.  
Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

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 incelenmiştir.

- 1 Satış Hacmi:** Denim kumaş satış metrajlarının baz durumlarına göre %1 daha düşük veya yüksek gerçekleşmesi,
- 2 Faaliyet Giderleri / Net Satışlar:** Faaliyet giderlerinin net satışlara oranının baz beklentiye göre 50 baz puan yüksek veya düşük gerçekleşmesi,
- 3 NİS ("Net İşletme Sermayesi"):** NİS'in net satışlara oranının projeksiyon döneminde baz duruma göre 50 baz puan yüksek veya düşük olarak gerçekleşmesi,
- 4 Birim Fiyat:** Denim kumaş satışlarının yıllık birim fiyatlarının baz durumlarına göre %0,5 daha düşük veya yüksek gerçekleşmesi,
- 5 AOSM:** Sermaye maliyetinin baz duruma (%14,9) göre 50 baz puan yüksek (%15,4) veya düşük (%14,4) olarak gerçekleşmesi,
- 6 Birim Maliyet:** Denim ve spor giyim kumaş üretim birim maliyetlerinin baz durumlarına göre %0,5 daha yüksek veya düşük gerçekleşmesi,
- 7 Yatırım Harcamaları:** Şirket'in yapmayı planladığı yatırım harcamalarının baz durumlarına göre %5 yüksek veya düşük olması durumu,
- 8 Uzun Vadeli Büyüme Oranı ("UVBO"):** UVBO'nun baz duruma göre (%7,0) 50 baz puan düşük (%6,5) veya yüksek (%7,5) olarak gerçekleşmesi.

Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan duyarlılık analizi sonucu Bossa'nın şirket değeri **282m TL** ile **336m TL** arasında tahmin edilmiştir. Net borç, ilişkili taraf alacakları, satış ve yatırım amaçlı gayrimenkuller, maddi duran varlık alımlarına ilişkin ticari borç, ilişkili taraflara ticari borç ve Sermaye Piyasası Mevzuatı'nca yapılan incelemeler sonucunda tespit edilen kira fark bedellerinin de dahil edilmesiyle Bossa'nın hisse değeri **582m TL** ile **635m TL** arasında tahmin edilmiştir.

## Değerleme Sonuçları

### Piyasa Yaklaşımı

#### (Karşılaştırılabilir Şirketler) - Bossa

Karşılaştırılabilir Şirketler analizi sonucunda Bossa'nın hisse değeri **616m TL** ile **678m TL** arasında tahmin edilmiştir.

#### Karşılaştırılabilir Şirketler Analizi

(m TL)	1Y17*	MY17
FAVÖK	39,8	47,6
ŞD/FAVÖK	8,0x	8,0x
<b>Şirket Değeri</b>	<b>316,5</b>	<b>378,5</b>
Net Nakit/(Borç)	(2,1)	(2,1)
Operasyonel Olmayan Varlıklar	131,8	131,8
Diğer Özkaynak Payları Düzeltmesi	122,9	122,9
6552 sayılı Yasa Uyarınca Tutulan Kayıtlara İlişkin Faiz ve Kira Farkı	46,6	46,6
<b>Hisse Değeri</b>	<b>615,8</b>	<b>677,8</b>

Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

\*30 Haziran 2017 itibarıyla geriye dönük 12 aylık veriler dikkate alınmıştır.

#### Piyasa Yaklaşımı – Karşılaştırılabilir Şirketler

Piyasa Yaklaşımı kapsamında ağırlıklı olarak Tayvan ve Bangladeş gibi gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir şirketlerin ŞD/FAVÖK çarpanları (8,0x) ile Bossa'nın 30 Haziran 2017 itibarıyla geriye dönük 12 aylık gerçekleşmiş ve MY17'de gerçekleşeceği bütçelenen FAVÖK tutarları dikkate alınmıştır. Seçilen karşılaştırılabilir borsada işlem gören şirketlerin 2017 yılına ilişkin FAVÖK tahminleri ile ilgili bilgilerin olmamasından dolayı Piyasa Yaklaşımı – Karşılaştırılabilir Şirketler yönteminde her iki dönem içinde 30 Haziran 2017 itibarıyla geriye dönük 12 aylık ŞD/FAVÖK çarpanı dikkate alınmıştır. Karşılaştırılabilir şirketlerin detaylı bilgisine raporumuzun 72. sayfasında yer verilmiştir.

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 (FAVÖK marjı, vb.),
- Uygun değerlendirme çarpanlarının belirlenmesi,
- Şirket değerine ulaşmak için finansal ve operasyonel parametrelere çarpanların uygulanması.

Değerleme tarihi itibarıyla, yakın zamanda tekstil sektöründe denim alanında faaliyet gösteren şirketlerin karşılaştırılabilir işlemler ile ilgili bilgilerinin olmamasından dolayı karşılaştırılabilir işlemler analizine Piyasa Yaklaşımı yöntemi altında yer verilmemiştir.

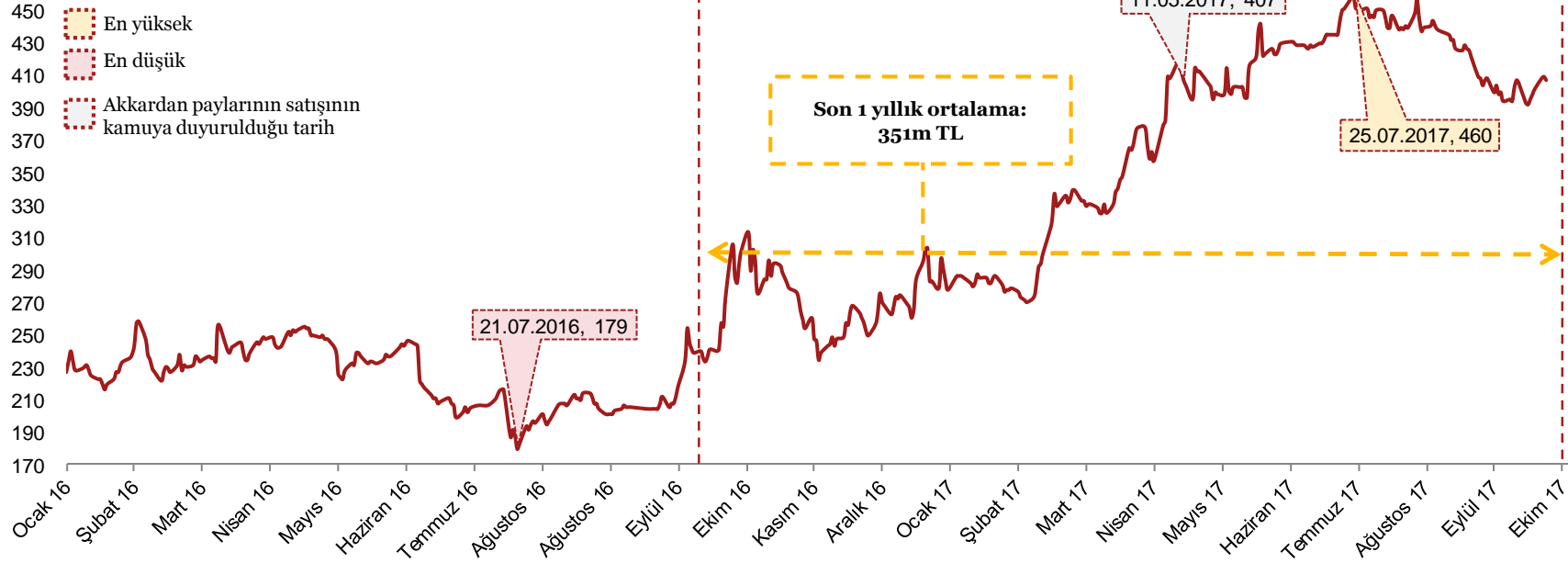
Piyasa yaklaşımından elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanı ve Bossa'nın 30 Haziran 2017 itibarıyla geriye dönük 12 ayda gerçekleşmiş ve MY17'de gerçekleşeceği bütçelenen FAVÖK tutarları dikkate alındığında, Bossa'nın şirket değeri **317m TL** ile **379m TL**, hisse değeri ise **616m TL** ile **678m TL** aralığında tahmin edilmiştir.

## Değerleme Sonuçları

### Piyasa Yaklaşımı (Borsa Değeri) - Bossa

Bossa'nın rapor tarihi itibarıyla geriye dönük son bir yıllık ağırlıklı ortalama hisse değeri **351m TL**'dir.

#### Bossa'nın Piyasa Değeri (m TL)



#### Dönem

#### Borsa Değeri (m TL)

**Son 1 Yıl Ağırlıklı Ortalama**  
**19 Ekim 2017**

351

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi

Bossa'nın hisseleri 1995 yılından itibaren BIST'te işlem görmeye başlamıştır. Değerleme tarihinden sonra Ağustos 2017 tarihindeki gelişmeler ile birlikte Bossa'nın %4,29'u halka açıktır.

Borsa değeri yaklaşımı analizinde kullanılan ağırlıklı ortalama piyasa değeri, son bir yıl içerisinde BIST'teki her bir işlem günündeki işlem hacmi ile ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır. Buna göre, Bossa'nın rapor tarihinden önceki son bir yıllık ağırlıklı ortalama hisse değeri **351m TL**'dir.



## Değerleme Sonuçları

### Net Varlık Yaklaşımı - Bossa

*Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, Bossa'nın değerlendirme tarihi itibarıyla TFRS'ye göre oluşturulmuş konsolide bilançosunda yer alan özsermayesinin gömleklik fabrikasının gerçeğe uygun değerine göre düzeltilmesi ve diğer özkaynak paylarının düzeltilmesiyle Net Varlık Değeri **483m TL** olarak hesaplanmıştır.*

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

m TL	30.06.2017
Ödenmiş Sermaye	108,0
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farklar	149,1
Paylara İlişkin Primler	0,0
Sermaye Yedekleri	41,0
Yasal Yedekler	31,5
Gayrimenkul ve Menkul Kıymet Satış Karı	9,5
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	126,3
Diğer Fonlar	(122,9)
Geçmiş Yıl Karları/(Zararları)	(3,3)
Dönem Net Karı/(Zararı)	8,9
<b>Özsermaye Toplamı</b>	<b>307,1</b>
Gömleklik Fabrikası Değer Artışı	6,8
Diğer Özkaynak Payları Düzeltmesi	122,9
6552 sayılı Yasa Uyarınca Tutulan Kayıtlara İlişkin Faiz ve Kira Farkı	46,6
<b>Düzeltilmiş Özsermaye</b>	<b>483,5</b>

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla Bossa'nın 108,0 m TL tutarında ödenmiş sermayesi her biri 1,00 TL olmak üzere 108.000.000 adet hisseye ayrılmış şekilde bulunmaktadır.

Şirket'in değerlendirme tarihi itibarıyla TFRS'ye göre hazırlanan konsolide bilançosuna göre özsermayesi **307m TL**'dir.

Şirket'in aktifinde TFRS 5 standardına göre gerçeği uygun değerinin düşük olanından (37,9m TL) kaydedilmiş olan gömleklik fabrikasının gerçeğe uygun değeri Harmoni tarafından 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla 44,7m TL olarak tahmin edilmiştir. Buna göre, Şirket'in TFRS'ye göre 307m TL tutarındaki özsermayesine 6,8m TL tutarında gerçeğe uygun değer artışı düzeltilmesi yapılmıştır. Ayrıca Şirket'in 2014 yılında 6552 sayılı Kanun'un 74. maddesinin getirdiği haklardan yararlanmak amacıyla vergi mevzuatı uyarınca kayıtlarda tutulan Akkardan'dan olan 122,9m TL tutarındaki alacak bakiyesinin Bossa Yönetimi'nin talebi doğrultusunda Şirket'in aktiflerinde değerlendirilmesi ve bu alacağa ilişkin hesaplanan 41,4m TL tutarındaki adat faizi ve Şirket'in 5,2m TL tutarındaki Sermaye Piyasası Mevzuatı'nca yapılan incelemeler sonucunda tespit edilen kira fark bedellerinin düzeltilmesiyle Şirket'in 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla Net Varlık Değeri'nin **483m TL** olduğu tahmin edilmektedir.

Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkuller hesabında sınıfladığı dış giyim fabrikası ve maddi duran varlıklarındaki mevcut denim ve spor giyim fabrikasının arsa ve binalarını 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla Harmoni tarafından tahmin edilen gerçeğe uygun değerlerinden mali tablolarına yansıtıldığı görülmektedir.

## Değerleme Sonuçları

### Net Varlık Yaklaşımı - Akkardan

*Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, Akkardan'ın değerlendirme tarihi itibarıyla TFRS'ye göre oluşturulmuş bilançosunda yer alan özsermayesine göre Akkardan'ın diğer varlık ve yükümlülükleri **negatif 267m TL**'dir. Bilanço dönemi sonrası gelişmeler ve yeniden sınıflamalar dikkate alındığında, Akkardan'ın düzeltilmiş diğer varlık ve yükümlülükleri **negatif 428m TL**'dir.*

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

m TL	30.06.2017
Ödenmiş Sermaye	62,0
Sermaye Yedekleri	1,4
Yasal Yedekler	0,6
Olağanüstü Yedekler	0,1
Diğer Sermaye Yedekleri	0,7
Ortak kontrole tabi teşebbüs veya işletmeleri içeren birleşmelerin etkisi	(18,2)
Diğer Fonlar	122,9
Geçmiş Yıl Karları/(Zararları)	(163,4)
Dönem Net Karı/(Zararı)	130,3
<b>Özsermaye Toplamı</b>	<b>135,1</b>
Bossa Defter Değeri	(402,0)
<b>Akkardan Diğer Varlık ve Yükümlülükler</b>	<b>(266,8)</b>
Bilanço Dönemi Sonrası Sermaye Artışı	8,8
Diğer Özkaynak Payları Düzeltmesi	(122,9)
6552 sayılı Yasa Uyarınca Tutulan Kayıtlara İlişkin Faiz ve Kira Farkı	(46,6)
<b>Akkardan Düzeltilmiş Diğer Varlık ve Yükümlülükler*</b>	<b>(427,5)</b>

30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla Akkardan'ın ödenmiş sermaye tutarı 62m TL olmak üzere hisselerin 46,5m TL tutarına karşılık gelen kısmı İsrail Uçurum, 15,5m TL tutarına karşılık gelen kısmı ise Yusuf Uçurum'a aittir.

Şirket'in değerlendirme tarihi itibarıyla TFRS'ye göre hazırlanan bilançosuna göre konsolide özsermayesi **135,1m TL**'dir.

30.06.2017 tarihi itibarıyla Akkardan'ın Bossa'daki %95,71 oranındaki hisselerinin kayıtlı değerinin Akkardan özsermayesinden çıkartılması ile Akkardan'ın özsermaye tutarı **negatif 267m TL**'dir.

Akkardan Yönetimi tarafından sağlanan bilgiye göre 4 Ağustos 2017 tarihli 2017/28 nolu SPK bülteninde yayınlanan Akkardan'ın Bossa'nın diğer ortaklarına ait payları 4,07 TL hisse başına fiyat ile satın almak üzere zorunlu pay alım teklifinde bulunmuş ve satın alım işlemleri 8 Ağustos 2017 ve 21 Ağustos 2017 tarihleri arasında gerçekleşmiştir. Söz konusu işlem için Akkardan ortakları Akkardan'a 8.803.250 TL tutarında nakit sermaye ilavesi yapmışlardır. Ayrıca Bossa'nın 2014 yılında 6552 sayılı Kanun'un 74. maddesinin getirdiği haklardan yararlanmak amacıyla vergi mevzuatı uyarınca kayıtlarda tutulan Akkardan'dan olan 122,9m TL tutarındaki alacak bakiyesinin Bossa Yönetimi'nin talebi doğrultusunda Şirket'in aktiflerinde (Akkardan'ın pasiflerinde) değerlendirilmesi ve bu alacağa ilişkin hesaplanan 41,4m TL tutarındaki adat faizi ve Akkardan'ın 5,2m TL tutarındaki Sermaye Piyasası Mevzuatı'na yapılan incelemeler sonucunda tespit edilen kira fark bedelleri düzeltilmiştir. Buna göre, Akkardan'ın TFRS mali tablolarında yer alan özsermaye tutarına yapılan Bossa'nın defter değerinin düzeltilmesi sonucu elde edilen diğer varlık ve yükümlülükleri bilanço dönemi sonrasında gerçekleştirilen sermaye artışı ve yeniden sınıflama, adat faizi ve kira tutarlarında düzeltilmiştir. Net Varlık Yaklaşımı kapsamında Akkardan'ın düzeltilmiş diğer varlık ve yükümlülükleri **negatif 428m TL**'dir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

\* Bossa dışındaki varlık ve yükümlülüklerin farkı

## Birleşme ve Değişirme Oranları (Bossa Altında Birleşme)

### Yöntem: İndirgenmiş Nakit Akımları (Bossa) – Net Varlık Yaklaşımı (Akkardan)

#### Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (Bossa) Azınlık Payının Hisse Değeri (A)	=	25.978.515	605.397.376 x %4,29
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Hisse Değeri (B)	=	151.887.883	(605.397.376 x %95,71)-427.530.978
Devralan Ortaklığın (Bossa) Ödenmiş Sermayesinin Halka Açık kısmı (C)	=	4.634.443	(108.000.000 x %4,29)
Devralan Ortaklığın (Bossa) Ödenmiş Sermayesi (D)	=	108.000.000	(108.000.000 x %100)
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Ödenmiş Sermayesi (E)	=	62.000.000	(62.000.000 x %100)

#### Birleşme ve Değişirme Oranı (TL)

$$\text{Birleşme Oranı (F)} = \frac{A}{A + B} = \frac{25.978.515}{25.978.515 + 151.887.883} = \%14,60563$$

$$\text{Ulaşılabacak Sermaye (G)} = \frac{C}{F} = \frac{4.634.443}{0,14605634} = 31.730.516$$

$$\text{Azaltılacak Sermaye (H)} = G - D = 31.730.516 - 108.000.000 = -76.269.484$$

$$\text{Akkardan Değişirme Oranı (I)} = \frac{H}{E} = \frac{-76.269.484}{62.000.000} = \text{a.d.}$$

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda birleşme oranı, ulaşılabacak sermaye tutarı, azaltılacak sermaye tutarı ve değişirme oranları gösterilmiştir. Değerleme tarihi itibarıyla Bossa'nın ödenmiş sermayesi 108,0m TL'dir. Buna göre, azaltılacak sermaye tutarı **76.269.484 TL** olacaktır.

#### İNA - Hisse Değeri

Bossa - İNA	605.397.376
Akkardan - Diğer Varlık ve Yükümlülükler	(427.530.978)
<b>Toplam</b>	<b>177.866.398</b>

## Birleşme ve Değişirme Oranları (Bossa Altında Birleşme)

### Yöntem: Piyasa Yaklaşımı / Karşılaştırılabilir Şirketler (Bossa) – Net Varlık Yaklaşımı (Akkardan)

#### Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (Bossa) Azınlık Payının Hisse Değeri (A)	=	27.755.406	646.805.623 x %4,29
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Hisse Değeri (B)	=	191.519.240	(646.805.623 x %95,71) - 427.530.978
Devralan Ortaklığın (Bossa) Ödenmiş Sermayesinin Halka Açık kısmı (C)	=	4.634.443	(108.000.000 x %4,29)
Devralan Ortaklığın (Bossa) Ödenmiş Sermayesi (D)	=	108.000.000	(108.000.000 x %100)
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Ödenmiş Sermayesi (E)	=	62.000.000	(62.000.000 x %100)

#### Birleşme ve Değişirme Oranı (TL)

$$\text{Birleşme Oranı (F)} = \frac{A}{A + B} = \frac{27.755.406}{27.755.406 + 191.519.240} = \%12,65783$$

$$\text{Ulaşılabacak Sermaye (G)} = \frac{C}{F} = \frac{4.634.443}{0,126578271} = 36.613.259$$

$$\text{Azaltılacak Sermaye (H)} = G - D = 36.613.259 - 108.000.000 = -71.386.741$$

$$\text{Akkardan Değişirme Oranı (I)} = \frac{H}{E} = \frac{-71.386.741}{62.000.000} = \text{a.d.}$$

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda birleşme oranı, ulaşılması gereken sermaye tutarı, azaltılacak sermaye tutarı ve değişirme oranları gösterilmiştir. Değerleme tarihi itibarıyla Bossa'nın ödenmiş sermayesi 108,0m TL'dir. Buna göre, azaltılacak sermaye tutarı **71.386.741 TL** olacaktır.

#### Karş. Şirketler - Hisse Değeri

Bossa - Karş. Şirketler ve İşlemler	646.805.623
Akkardan - Diğer Varlık ve Yükümlülükler	(427.530.978)
<b>Toplam</b>	<b>219.274.645</b>

## Birleşme ve Değişirme Oranları (Bossa Altında Birleşme)

### Yöntem: Piyasa Yaklaşımı / Borsa Değeri (Bossa) – Net Varlık Yaklaşımı (Akkardan)

#### Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (Bossa) Azınlık Payının Hisse Değeri (A)	=	15.077.688	351.366.987 x %4,29
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Hisse Değeri (B)	=	a.d.	(351.366.987 x %95,71)-427.530.978
Devralan Ortaklığın (Bossa) Ödenmiş Sermayesinin Halka Açık kısmı (C)	=	4.634.443	(108.000.000 x %4,29)
Devralan Ortaklığın (Bossa) Ödenmiş Sermayesi (D)	=	108.000.000	(108.000.000 x %100)
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Ödenmiş Sermayesi (E)	=	62.000.000	(62.000.000 x %100)

#### Birleşme ve Değişirme Oranı (TL)

$$\text{Birleşme Oranı (F)} = \frac{A}{A + B} = \frac{15.077.688}{15.077.688 + \text{a.d.}} = \text{a.d.}$$

$$\text{Ulaşılabacak Sermaye (G)} = \frac{C}{F} = \frac{4.634.443}{\text{a.d.}} = \text{a.d.}$$

$$\text{Azaltılacak Sermaye (H)} = G - D = \text{a.d.} - 108.000.000 = \text{a.d.}$$

$$\text{Akkardan Değişirme Oranı (I)} = \frac{H}{E} = \frac{\text{a.d.}}{62.000.000} = \text{a.d.}$$

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda birleşme oranı, ulaşılabacak sermaye tutarı, azaltılacak sermaye tutarı ve değişirme oranları gösterilmiştir. Bu yöntemle göre Bossa'nın birleşme sonrası hisse değerinin negatif 76.163.991 TL tutarında olması ve dolayısıyla birleşme oranı hesaplamasında anlamsız sonuç vermesi sebebiyle Bossa ve Akkardan'ın 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla birleşmesi çalışmasında bu yöntemle yer verilmemiştir.

#### Borsa Yaklaşımı - Hisse Değeri

Bossa - Borsa Değeri	351.366.987
Akkardan - Diğer Varlık ve Yükümlülükler	(427.530.978)
<b>Toplam</b>	<b>(76.163.991)</b>

## Birleşme ve Değişirme Oranları (Bossa Altında Birleşme)

### Yöntem: Net Varlık Yaklaşımı (Bossa) – Net Varlık Yaklaşımı (Akkardan)

#### Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (Bossa) Azınlık Payının Hisse Değeri (A)	=	20.746.305	483.467.155 x %4,29
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Hisse Değeri (B)	=	35.189.871	(483.467.155 x %95,71)-427.530.978
Devralan Ortaklığın (Bossa) Ödenmiş Sermayesinin Halka Açık kısmı (C)	=	4.634.443	(108.000.000 x %4,29)
Devralan Ortaklığın (Bossa) Ödenmiş Sermayesi (D)	=	108.000.000	(108.000.000 x %100)
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Ödenmiş Sermayesi (E)	=	62.000.000	(62.000.000 x %100)

#### Birleşme ve Değişirme Oranı (TL)

$$\text{Birleşme Oranı (F)} = \frac{A}{A + B} = \frac{20.746.305}{20.746.305 + 35.189.871} = \%37,08924$$

$$\text{Ulaşılabilecek Sermaye (G)} = \frac{C}{F} = \frac{4.634.443}{0,370892444} = 12.495.383$$

$$\text{Azaltılacak Sermaye (H)} = G - D = 12.495.383 - 108.000.000 = -95.504.617$$

$$\text{Akkardan Değişirme Oranı (I)} = \frac{H}{E} = \frac{-95.504.617}{62.000.000} = \text{a.d.}$$

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda birleşme oranı, ulaşılabilecek sermaye tutarı, azaltılacak sermaye tutarı ve değişirme oranları gösterilmiştir. Değerleme tarihi itibarıyla Bossa'nın ödenmiş sermayesi 108,0m TL'dir. Buna göre, azaltılacak sermaye tutarı **95.504.617 TL** olacaktır.

#### Net Varlık Yaklaşımı - Hisse Değeri

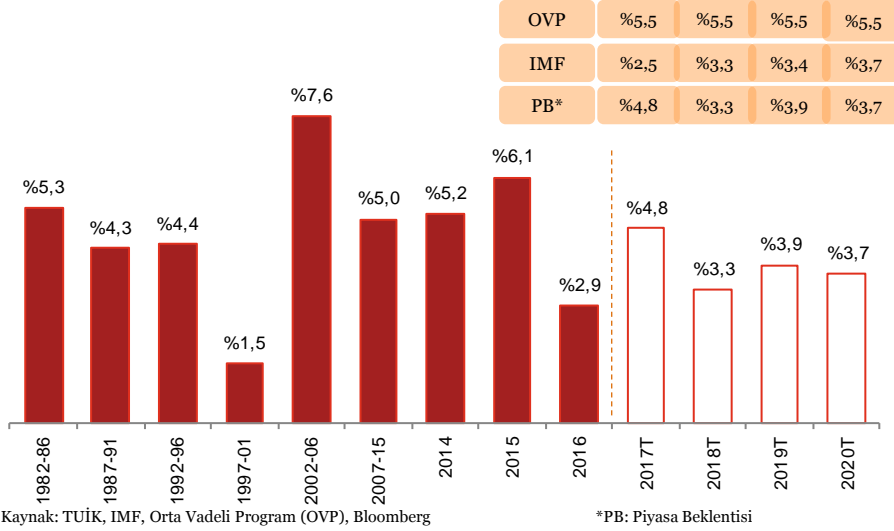
Bossa - Konsolide NAD	483.467.155
Akkardan - Diğer Varlık ve Yükümlülükler	(427.530.978)
<b>Toplam</b>	<b>55.936.177</b>

# *Ekonomik Görünüm*

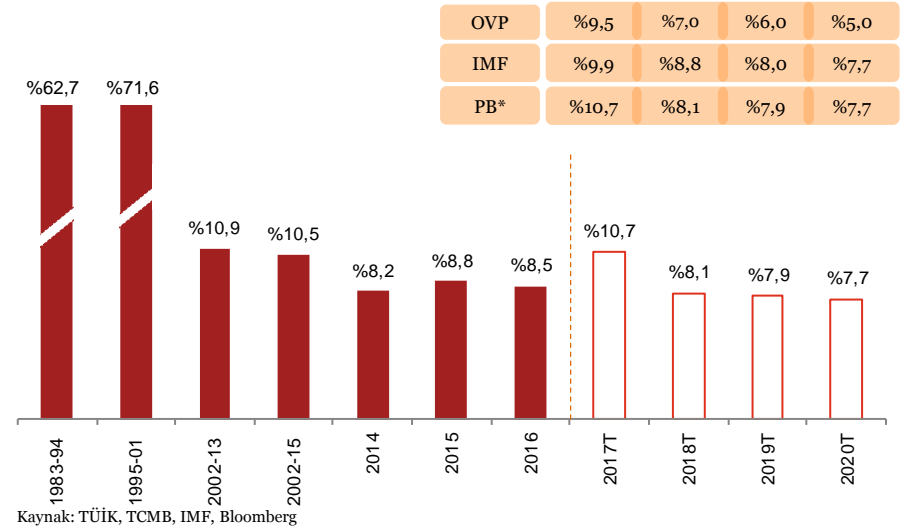


## Önemli Göstergeler (1/2)

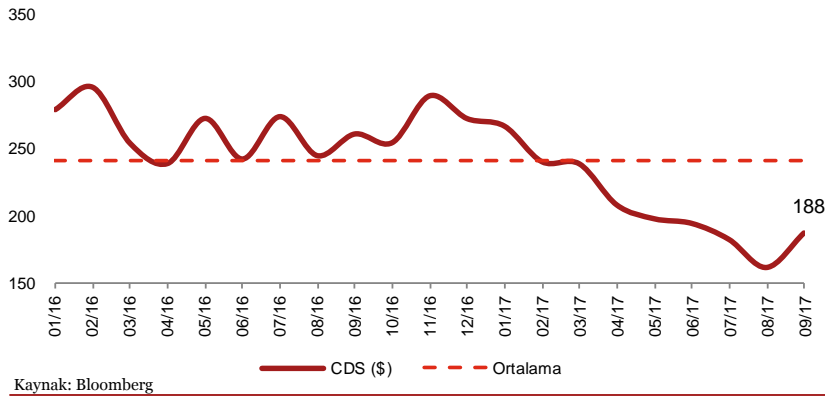
### GSYH Büyüme Oranı (Yıllık Ortalama)



### Yıllık Enflasyon (Yıl Sonu)



### Türkiye-5 yıllık CDS



### Döviz Kurları



## Önemli Göstergeler (2/2)

	Birim	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	2018T	2019T	2020T	Son Açıklama	Tarih	
GSYH	(milyar TL)	789	880	995	999	1.160	1.394	1.570	1.810	2.044	2.338	2.591	3.035	3.446	3.872	4.321	2.797	2Ç 2017	
GSYH	(milyar ABD \$)	548	677	777	647	772	832	871	950	935	861	857					834	2Ç 2017	
GSYH Değişimi	(%)	7,1%	5,0%	0,8%	-4,7%	8,5%	11,1%	4,8%	8,5%	5,2%	6,1%	2,9%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,1%	2Ç 2017	
Kişi Başına Düşen GSYH	(ABD \$)	7.906	9.656	10.931	8.980	10.560	11.205	11.588	12.480	12.112	11.014	10.807	10.579	11.409	12.100	13.024	-10.500	2Ç 2017	
TÜFE (Dönem sonu)	Yıldan Yıla %	9,7%	8,4%	10,1%	6,5%	6,4%	10,5%	6,2%	7,4%	8,2%	8,8%	8,5%	9,5%	7,0%	6,0%	5,0%	10,7%	Ağu.17	
TÜFE	(Yıllık Ortalama)	9,6%	8,8%	10,4%	6,3%	8,6%	6,5%	8,9%	7,5%	8,9%	7,7%	7,8%					10,7%	Ağu.17	
ÜFE (Dönem Sonu)	Yıldan Yıla %	11,6%	5,9%	8,1%	5,9%	8,9%	13,3%	2,5%	7,0%	6,4%	5,7%	9,9%					16,3%	Ağu.17	
ÜFE	(Yıllık Ortalama)	9,8%	6,3%	12,7%	1,2%	8,5%	11,1%	6,1%	4,5%	10,3%	5,3%	4,3%					15,4%	Ağu.17	
İhraçatlar	(milyar ABD \$)	85,5	107,3	132,0	102,1	113,9	134,9	152,6	151,9	157,7	143,8	142,6	156,5	169,0	182,0	195,0	151,2	Tem.17	
İthalatlar	(milyar ABD \$)	139,6	170,1	202,0	140,9	185,5	240,8	236,5	251,7	242,2	207,2	198,6	222,0	237,0	253,0	272,0	214,1	Tem.17	
Dış Ticaret Dengesi	(milyar ABD \$)	-54,0	-62,8	-70,0	-38,8	-71,7	-105,9	-84,0	-99,8	-84,5	-63,4	-56,0	-65,5	-68,0	-71,0	-77,0	-62,9	Tem.17	
Cari İşlemler Dengesi	(milyar ABD \$)	-31,8	-37,8	-40,4	-12,2	-45,4	-75,1	-48,5	-65,1	-43,6	-32,1	-32,6	-39,2	-40,0	-40,9	-41,9	-37,1	Tem.17	
Enerji Hariç CID	(milyar ABD \$)	-7,0	-9,7	-1,2	13,8	-11,4	-27,5	3,9	-15,7	2,9	1,1	-8,7					-9,0	Tem.17	
Cari İşlemler Dengesi/GSYH	(%)	-5,8%	-5,6%	-5,2%	-1,9%	-5,9%	-9,0%	-5,6%	-6,9%	-4,7%	-3,7%	-3,8%	-4,6%	-4,3%	-4,1%	-3,9%	-4,4%	Tem.17	
Doğrudan Yabancı Yatırım	(milyar ABD \$)	20,2	22,0	19,8	8,6	9,1	16,1	13,3	12,4	12,9	15,6	9,0					4,9	Tem.17	
Hükümet Bütçe Dengesi	(milyar TL)	-4,6	-13,7	-17,1	-52,8	-39,6	-17,4	-29,4	-18,4	-22,7	-22,6	-29,3	-61,7	-65,9	-73,2	-70,5	-25,2	Ağu.17	
Hükümet Bütçe Dengesi/GSYH	(%)	-0,6%	-1,6%	-1,7%	-5,3%	-3,4%	-1,3%	-1,9%	-1,0%	-1,1%	-1,0%	-1,1%	-2,0%	-1,9%	-1,9%	-1,6%	-0,9%	Ağu.17	
Hükümet Faiz Dışı Bütçe Dengesi	(milyar TL)	41,3	35,0	33,2	0,4	8,7	24,8	19,0	31,5	27,2	30,4	21,0					13,0	Ağu.17	
Hükümet Faiz Dışı Bütçe Dengesi / GSYH	(%)	5,2%	4,0%	3,3%	0,0%	0,7%	1,8%	1,2%	1,7%	1,3%	1,3%	0,8%					0,5%	Ağu.17	
Brüt Kamu Borcu (myr TL)	(AB Standardı)	352,6	336,0	379,1	437,5	464,0	507,5	512,1	565,9	585,7	643,0	732,8					772,7	1Ç 2017	
Brüt Kamu Borcu / GSYH	(%)	44,7%	38,2%	38,1%	43,8%	40,0%	36,4%	32,6%	31,3%	28,6%	27,5%	28,3%					27,6%	1Ç 2017	
Özel Sektör Uzun Dönem Yabancı Borç	(milyar ABD \$)	82,2	121,9	141,0	128,4	119,6	126,8	140,3	156,7	168,2	194,3	202,8					211,0	2Ç 2017	
Özel Sektör Kısa Dönem Yabancı Borç	(milyar ABD \$)	10,8	8,6	10,6	6,6	19,0	24,9	30,6	41,3	44,1	20,4	14,3					16,3	2Ç 2017	
Brüt Dış Borç	(milyar ABD \$)	208,1	250,0	280,9	268,8	291,8	303,7	339,5	389,7	401,7	395,9	404,9					412,4	1Ç 2017	
Brüt Dış Borç / GSYH	(%)	38,0%	36,9%	36,2%	41,6%	37,8%	36,5%	39,0%	41,0%	43,0%	46,0%	47,2%					49,1%	1Ç 2017	
ABD \$/TRY	(Dönem Sonu)	1,4056	1,1593	1,5218	1,4873	1,5450	1,8889	1,7776	2,1304	2,3269	2,9181	3,5192					3,4410	Ağu.17	
ABD \$/TRY	(Yıllık Ortalama)	1,4298	1,3005	1,2941	1,5530	1,5073	1,6823	1,7921	1,9027	2,1886	2,7224	3,0236					3,4805	Ağu.17	
Benchmark Tahvil Oranı	16,6%	16,4%	8,9%	7,1%	11,5%	6,2%	10,0%	8,0%	10,8%	10,7%							11,60%	Ağu.17	
Benchmark Tahvil	0,1827	19,3%	11,7%	8,5%	8,8%	8,4%	7,4%	9,3%	9,7%	9,8%							11,80%	Ağu.17	
MB Politika Oranı	15,75%	15,00%	6,50%	6,50%	5,75%	5,50%	4,50%	8,25%	7,50%	8,00%							8,00%	Ağu.17	
MB Politika Oranı	17,05%	16,18%	6,72%	6,71%	7,25%	5,65%	4,60%	8,59%	7,78%	8,32%							8,30%	Ağu.17	
İşsizlik	(Mevsimsellikten Arındırılmış)	9,0%	9,2%	10,0%	13,1%	11,1%	9,1%	8,4%	9,0%	9,9%	10,3%	10,9%	10,8%	10,5%	9,9%	9,6%		11,1%	Tem.17

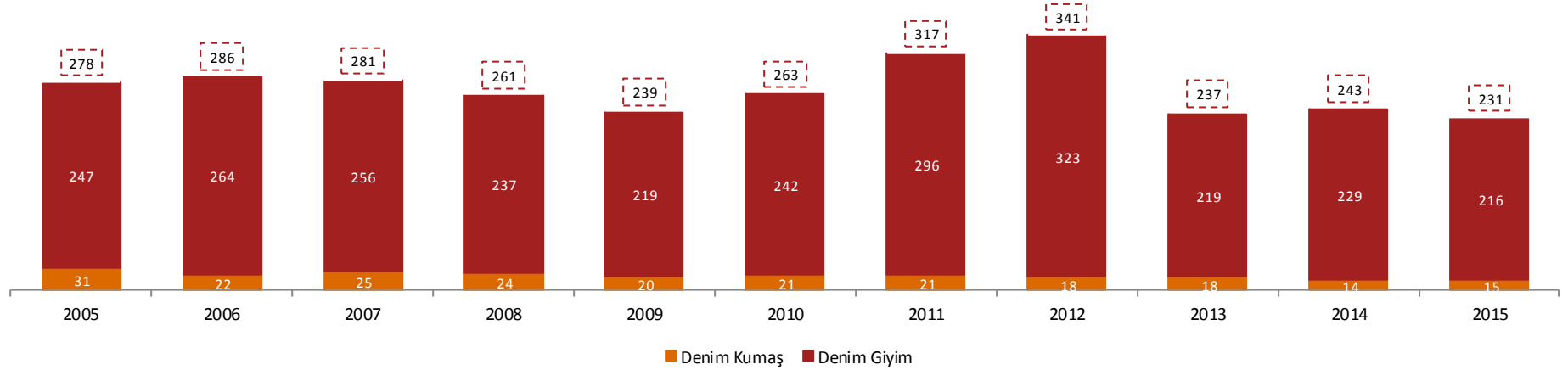
Kaynak: TCMB, TÜİK, T.C. Hazine Müsteşarlığı, T.C. Maliye Bakanlığı, İSE, Orta Vadeli Program, PwC

# *Pazar Analizi*

## Türkiye Denim Pazarı (1/3)

Türkiye’de denim kumaş ve denim giyim sektöründe toplam 231 şirket faaliyet göstermektedir.

### Türkiye Denim Pazarında Faaliyet Gösteren Şirket Sayısı



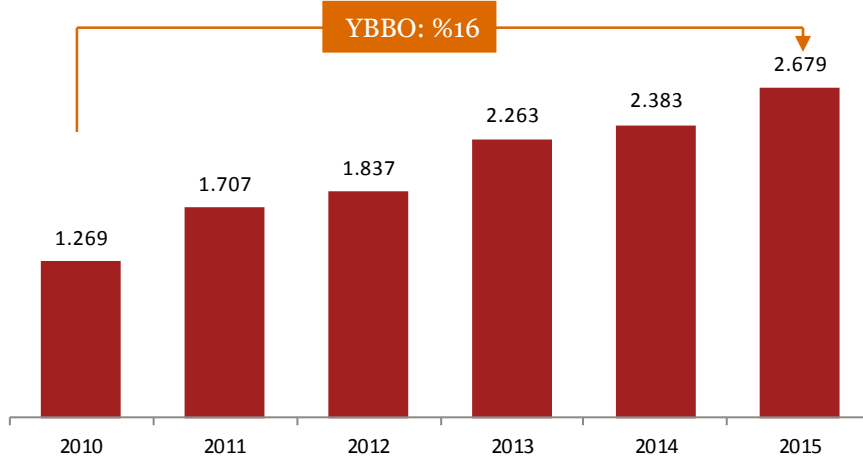
Türkiye’de 1980’li yıllardan itibaren gelişen tekstil ve konfeksiyon sanayii ile birlikte denim kumaş ve ürünleri üretimi de gelişmektedir. Günümüzde, en önemli denim kumaşı ve ürünleri üreticilerinden biri olan A.B.D. yerini Türkiye, Hindistan ve Çin gibi gelişmekte olan ülkelere bırakmıştır. Denim kumaş ve ürün satışları Türkiye tekstil ve konfeksiyon pazarının yaklaşık %6’unu oluşturmaktadır.

Yıllara sair denim pazarında faaliyet gösteren şirket sayıları incelendiğinde, denim pazarının ekonomik dalgalanmalara duyarlı olduğu anlaşılmaktadır. Bu kapsamda, 2012 yılına kadar artış gösteren şirket sayısının özellikle Türkiye'nin denim kumaş ve ürün ihracatında bulunduğu ülkelerde yaşanan ekonomik gelişmelere ve Çin'in bu pazarda büyüme hızını artırması sonucunda bu yıldan itibaren azaldığı görülmektedir. Son 10 yılda denim kumaş üretici sayısının %50 azaldığı ve 2015 yılında pazarda faaliyet gösteren şirket sayısının 15’e düştüğü görülmektedir.

## Türkiye Denim Pazarı (2/3)

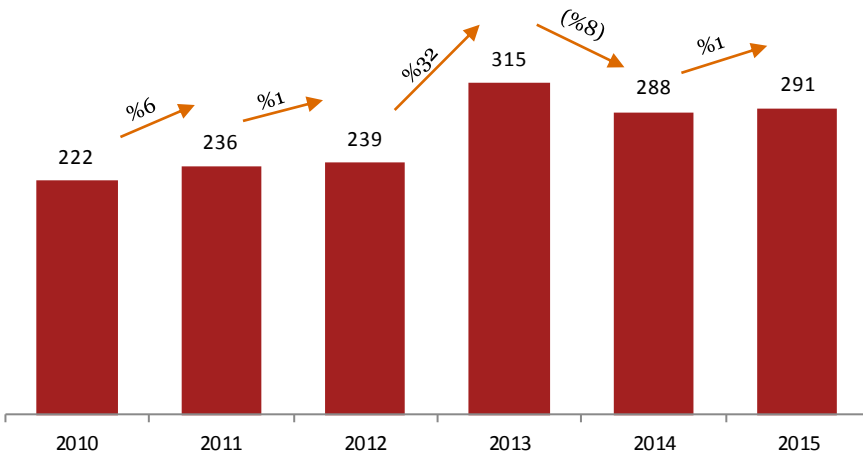
Türkiye’de denim kumaş pazarında 2010 ve 2015 yılları arasında yıllık ortalama %16 büyüme gerçekleşmiştir.

### Denim Kumaş Pazarı Büyüklüğü (m TL)

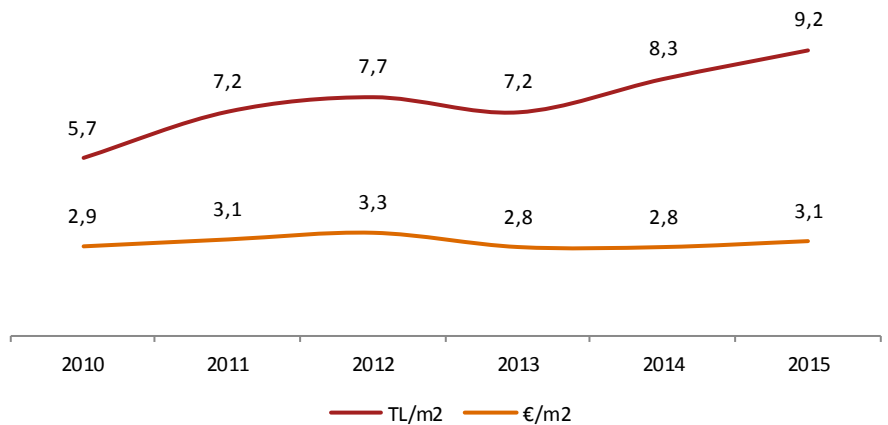


Yıllar itibarıyla denim kumaş pazarı incelendiğinde, pazarın ihracat rakamları ve özellikle \$/TL kurundaki artışa paralel olarak yıllık ortalama %16 büyüme gerçekleştirmiştir. Ayrıca, 2014 ve 2015 yıllarında satış hacimlerinde gerçekleşen düşüşe rağmen denim kumaş pazarı büyümeye devam etmiştir.

### Denim Kumaş Satış Hacimleri (m m2)



### Denim Kumaş Ortalama Birim Fiyat (TL/m2 - €/m2)

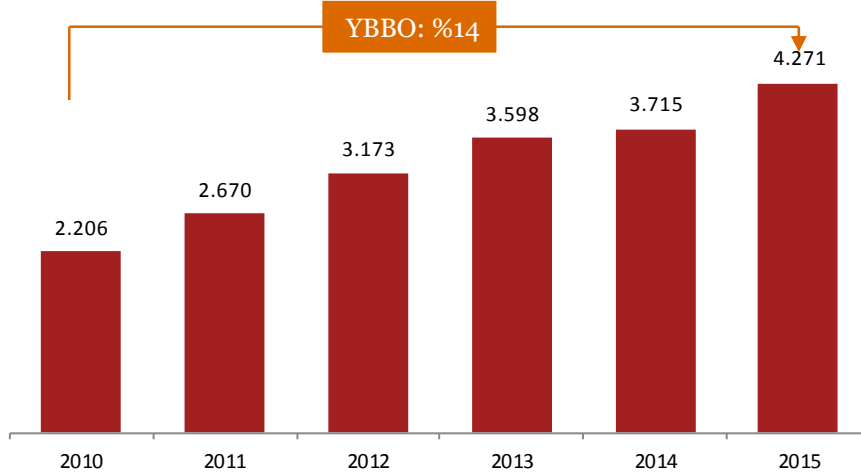


Kaynak: TÜİK

## Türkiye Denim Pazarı (3/3)

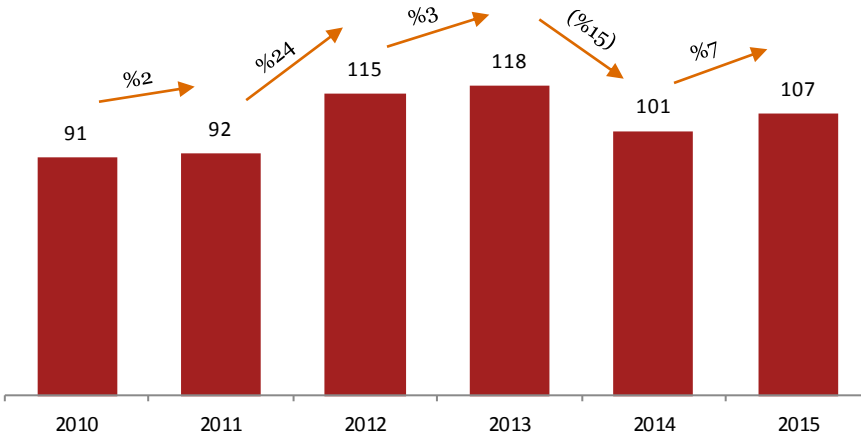
Türkiye’de denim ürün pazarında 2010 ve 2015 yılları arasında yıllık ortalama %14 büyümeye gerçekleşmiştir.

### Denim Ürün Pazarı Büyüklüğü (m TL)

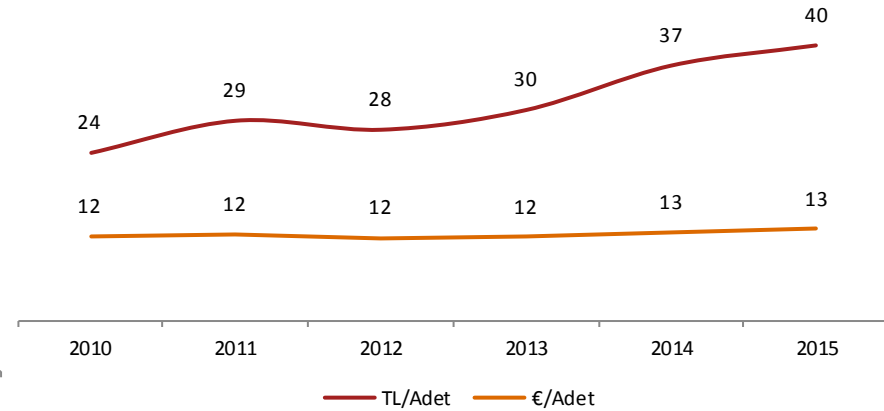


Yıllar itibarıyla denim ürün pazarı incelendiğinde, pazarın yıllık ortalama %14 büyümeye gerçekleştirdiği anlaşılmaktadır. Ayrıca, 2014 ve 2015 yıllarında satış hacimlerinde gerçekleşen düşüşe rağmen denim kumaş pazarı büyümeye devam etmiştir.

### Denim Ürün Satış Hacimleri (m adet)



### Denim Ürün Ortalama Birim Fiyat (TL/adet - €/adet)

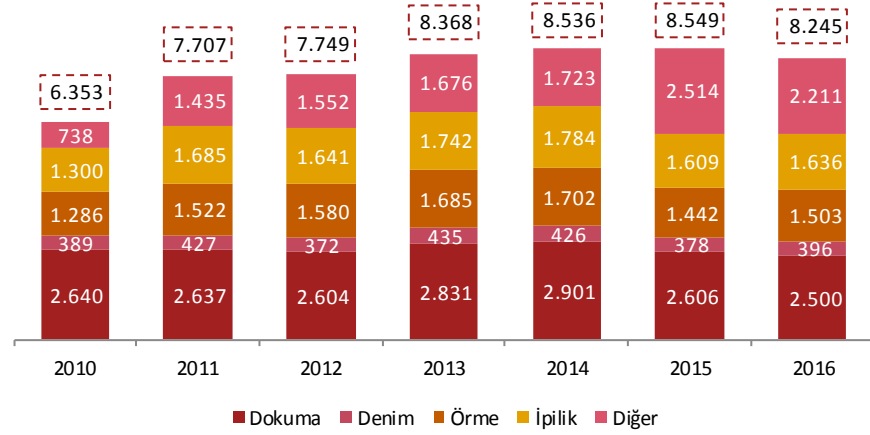


Kaynak: TÜİK

## Tekstil İhracatı

2011-2016 yılları arasında 8 milyar \$ seviyesinde gerçekleşen tekstil ihracatında denim'in payı %5 seviyesinde gerçekleşmiştir.

### Türkiye Tekstil Pazarı (m\$)



Dünyada gerçekleşen tekstil ihracatlarında Türkiye önde gelen ülkeler arasında yer almaktadır. Türkiye 2015 yılında tekstil ve denim kumaş ihracatlarında sırasıyla 8. ve 3. sırada yer almaktadır.

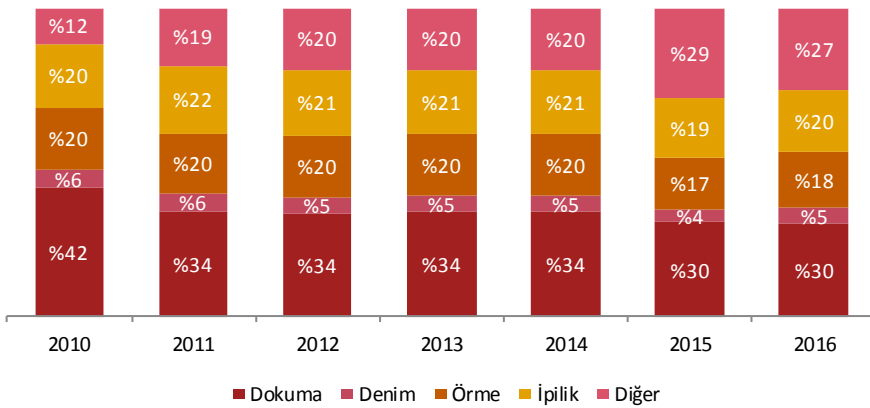
2011 ve 2016 yılları arasında Türkiye'nin tekstil ihracatları 8 milyar \$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Türkiye'nin tekstil ihracatında en önemli payı İtalya, Almanya ve İran oluşturmaktadır.

2016 yılında 2,5 milyar \$ tekstil ürünleri ihracatı içerisindeki %30 pay ile en önemli ürün grubu dokuma kumaş olmuştur. 2010 ve 2016 yılları arasında dokuma kumaş ihracatı 2,5-3,0 milyar \$ aralığında gerçekleşmiştir.

İhraç edilen dokuma kumaşlar genellikle gömlek, T-shirt ve spor kıyafeti gibi hazır giyim ürünlerini üretmek için kullanılmaktadır. Dokuma kumaşlar içerisindeki en önemli alt ürün grubu yaklaşık 1 milyar \$ ihracat değeri ve %43 pay ile pamuklu dokuma kumaşı olmuştur. 2016 yılında, dokuma kumaş ihracatı yapılan en önemli üç ülke sırasıyla Bulgaristan, İtalya ve İspanya olmuştur.

2010 ve 2016 yılları arasında denim kumaş ihracatı yaklaşık 400 m \$ seviyesinde gerçekleşmiştir. Dokuma kumaş ihracatında en önemli üç ülke sırasıyla: Tunus, İtalya ve Mısır olmuştur.

### Türkiye Tekstil Pazarı



Kaynak: İTKİB, Ekonomi Bakanlığı

## Türkiye Denim Pazarında Başlıca Şirketler

Bossa, 40m metre üretim kapasitesi ile Türkiye denim kumaş üreticileri içerisinde öncü şirketlerden biridir.



Kaynak: Euromonitor, PwC Analizi

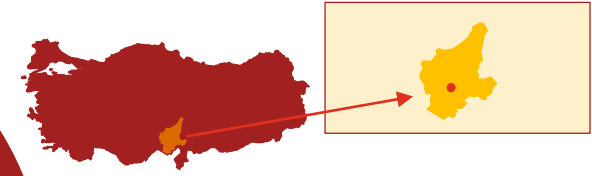


# *Bossa ve Akkardan*

# Bossa

- 1951 yılında kurulan Bossa, Adana'daki üretim tesisleri ve yaklaşık 1.500 personeli ile tekstil sektöründe faaliyet göstermektedir.
- Bossa; denim, spor giyim ve gömleklik tekstil ürünleri üretmektedir ve Braz Ahler, Mac Mode, Mustang, Toni Dress, Esprit, Diesel gibi markaların tedarikçisidir.
- Şirket uluslararası pazarlama faaliyetlerini desteklemek amacıyla A.B.D.'de Bossa International Inc.'i 200.000 \$ sermaye ile kurmuştur ve %100'ne sahiptir.
- JCR Eurasia, Bossa'yı uzun ve kısa vadede ulusal ve uluslararası düzeyde yatırım yapılabilir olarak değerlendirmiştir.

- Şirketin üretim tesisleri ve merkezi Yüreğir Adana'dır.
- Bossa'nın yıllık üretim kapasitesi 40m metredir.



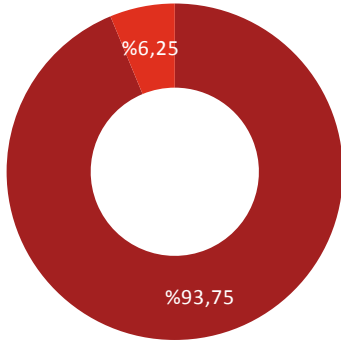
Genel

Üretim Tesisleri

Bossa

Mevcut Ortaklık Yapısı

Özet Finansal Bilgiler



- Akkardan Sanayi Ticaret A.Ş.
- Diğer Ortaklar

m TL	2014	2015	2016	1Y16	1Y17
Satışlar	392	375	361	204	174
Brüt Kar	115	113	95	56	49
FAVÖK	38	51	39	24	24
Brüt Kar Marjı	%29	%30	%26	%28	%28
FAVÖK Marjı	%10	%14	%11	%12	%14

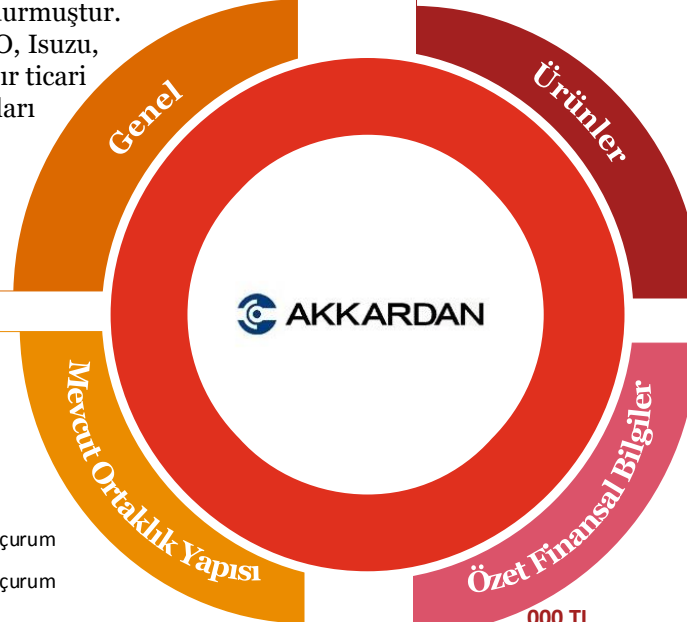
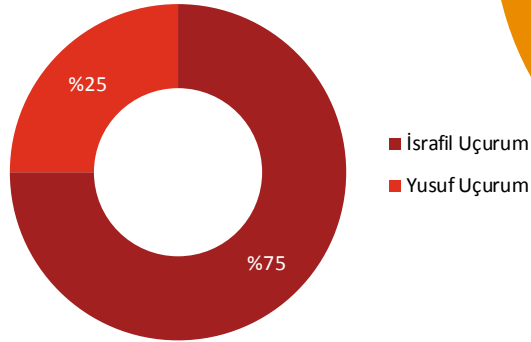
Kaynak: Şirket Yönetimi

# Akkardan



- Akkardan, 1992 yılında kurulmuştur ve otomobil üreticileri için yedek parçalar üretmektedir.
- Akkardan, Bossa'yı Sabancı grubundan 2008 yılında satın almıştır.
- Akkardan, 2012 yılında faaliyetlerini durdurmuştur.
- Akkardan, Mercedes-Benz, Otokar, IVECO, Isuzu, BMC ve Temsa gibi markaların hafif ve ağır ticari araç için kardan milleri ve direksiyon şaftları tasarlamış ve üretmiştir.
- 30 Haziran 2017 itibarıyla Akkardan, Bossa'nın ana ortağı olmaktadır ve Bossa'nın %93,75 hissesine sahiptir.

- Akkardan 2012 yılına kadar araç şaftları, kayıcı göbekler ve kayıcı miller gibi çeşitli otomobil yedek parçaları üretimi faaliyetinde bulunmuştur.



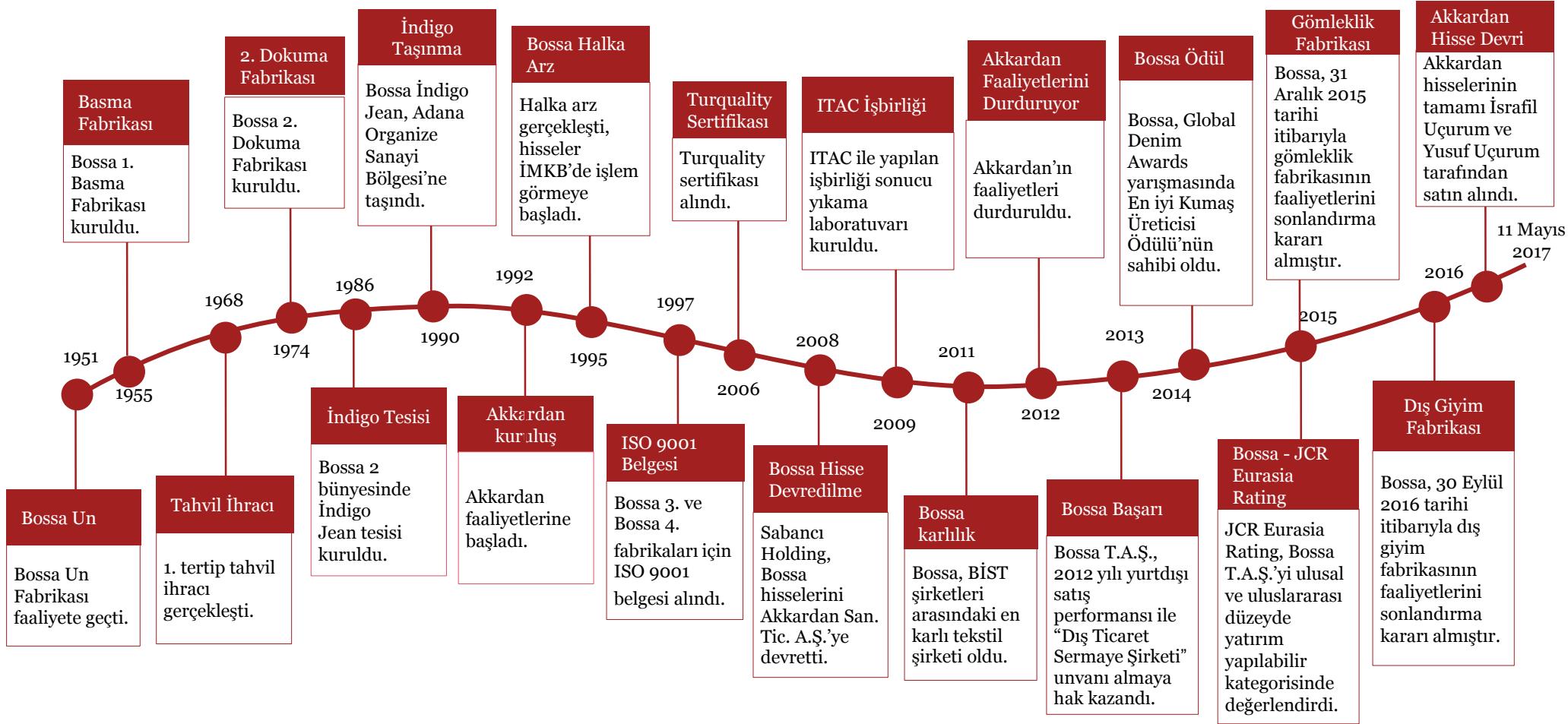
000 TL	2015	2016	1Y17
Özsermaye	(52.018)	4.124	135.144
Temettü Geliri	49.510	21.049	-
Bağlı Ortaklık Değer Artışı/(Azalışı)	(69.501)	50.493	149.497
Finansal Gelir/(Gider), net	(42.605)	(35.227)	(19.015)

Kaynak: Şirket Yönetimi

## Tarihsel Gelişim

Bossa

AKKARDAN



Kaynak: Şirket Yönetimi

## Geçmiş Finansal Performans

### Bossa/Bilanço (1/2)

Bossa'nın geçmiş dönem TFRS'ye göre hazırlanmış konsolide bilançosu aşağıda sunulmuştur. Projeksiyon dönemindeki serbest nakit akışlarının tahmin edilmesine baz olarak TFRS mali tablolar dikkate alınmıştır.

('000 TL)	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.06.2017
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>251.789</b>	<b>240.558</b>	<b>205.221</b>	<b>239.620</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	14.639	12.896	18.796	58.524
1 Ticari Alacaklar	86.620	94.874	73.270	70.902
Diğer Alacaklar	58.349	5.965	3.233	5.977
2 Stoklar	89.074	72.887	66.793	62.370
Diğer Dönen Varlıklar	3.107	1.943	5.263	3.981
3 Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	-	51.994	37.867	37.867
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>366.152</b>	<b>445.814</b>	<b>513.710</b>	<b>526.375</b>
4 Diğer Alacaklar	131.378	228.178	245.308	265.579
5 Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	-	87.228	87.135
Maddi Duran Varlıklar	209.352	210.529	168.124	163.001
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	10.428	7.106	11.499	9.747
Diğer Duran Varlıklar	14.994	-	1.552	913
<b>Aktif Toplam</b>	<b>617.940</b>	<b>686.372</b>	<b>718.932</b>	<b>765.994</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>202.637</b>	<b>191.760</b>	<b>252.183</b>	<b>214.575</b>
Finansal Borçlar	90.238	86.953	130.266	94.325
Ticari Borçlar	97.990	85.700	104.396	101.929
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	14.409	19.107	17.521	18.321
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>121.743</b>	<b>186.822</b>	<b>168.480</b>	<b>244.301</b>
Finansal Borçlar	97.771	159.833	139.256	214.649
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	23.971	26.989	29.224	29.652
<b>Özkaynaklar</b>	<b>293.561</b>	<b>307.790</b>	<b>298.268</b>	<b>307.118</b>
Ödenmiş Sermaye	108.000	108.000	108.000	108.000
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farklar	149.105	149.105	149.105	149.105
Yasal Yedekler	50.826	39.320	41.026	41.026
Diğer Fonlar	(122.914)	(122.914)	(122.914)	(122.914)
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler	67.177	110.114	129.600	126.346
Geçmiş Yıllar Kar/(Zararları)	34.325	2.362	2.115	(3.305)
Dönem Net Karı/Zararı	7.042	21.803	(8.663)	8.861
<b>Pasif Toplam</b>	<b>617.940</b>	<b>686.372</b>	<b>718.932</b>	<b>765.994</b>

Kaynak: Şirket Yönetimi, TFRS Mali Tablolar

1 Ticari alacaklar bakiyesini ilişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar ve alacak senetleri bakiyeleri oluşturmaktadır. Geçmiş dönemde ortalama ticari alacak devir hızı 73 gündür.

2 30 Haziran 2017 itibarıyla stokların 32m TL'si hammadde ile yarı mamullerden oluşmaktadır. Mamuller toplam stokların 17m TL'lik (%27) bölümünü oluşturmaktadır. Geçmiş dönemde stok devir hızı ortalama 90 gündür.

3 Adana ili Seyhan ilçesinde bulunan gömleklik fabrikasının faaliyetlerine 2015 yılı sonunda son verilmiştir. Fabrikaya ilişkin arsa ve binalar Harmoni Gayrimenkul Değ. ve Danış. A.Ş. ("Harmoni") tarafından hazırlanan Gayrimenkul Değerleme Raporu sonucunda satış amaçlı duran varlıklar hesabına sınıflanmıştır. TFRS 5 nolu standart 15. madde uyarınca "Elden çıkarılacak duran varlık grubunu defter değeri ile satış maliyeti düşülmüş gerçeğe uygun değerinden düşük olanı ile ölçer." Buna göre, Harmoni'nin bulmuş olduğu değer 44,7m TL olmasına karşın, gömleklik fabrikasının defter değeri olan 37,9m TL bağımsız denetim raporlarına yansımıştır.

4 İlişkili taraflardan diğer alacaklar bakiyesi Akkardan'ın 2008 yılında Sabancı Grubu'ndan Bossa'nın hisselerini devralmak için ihtiyaç duyduğu finansman kredisine Bossa'nın kefil olması ve kredinin geri ödemesinin Bossa tarafından üstlenilmesi sonucu oluşmaktadır. Akkardan'dan olan bu alacağa ilişkin yıllık %15 oranında adat faizi uygulanmaktadır.

5 Adana ili Yüreğir ilçesinde bulunan dış giyim fabrikasının faaliyetleri 2016 yılı içerisinde durdurulmuş olup, ilgili arsa ve binalar Harmoni tarafından hazırlanan Gayrimenkul Değerleme Raporu'nda tespit edilen değer üzerinden yatırım amaçlı duran varlıklar hesabına sınıflanmıştır.

## Geçmiş Finansal Performans

### Bossa/Bilanço (2/2)

('000 TL)	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.06.2017
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>251.789</b>	<b>240.558</b>	<b>205.221</b>	<b>239.620</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	14.639	12.896	18.796	58.524
Ticari Alacaklar	86.620	94.874	73.270	70.902
Diğer Alacaklar	58.349	5.965	3.233	5.977
Stoklar	89.074	72.887	66.793	62.370
Diğer Dönen Varlıklar	3.107	1.943	5.263	3.981
Satış Amaçlı Sınıflandırılan Duran Varlıklar	-	51.994	37.867	37.867
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>366.152</b>	<b>445.814</b>	<b>513.710</b>	<b>526.375</b>
Diğer Alacaklar	131.378	228.178	245.308	265.579
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	-	87.228	87.135
Maddi Duran Varlıklar	209.352	210.529	168.124	163.001
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	10.428	7.106	11.499	9.747
Diğer Duran Varlıklar	14.994	-	1.552	913
<b>Aktif Toplam</b>	<b>617.940</b>	<b>686.372</b>	<b>718.932</b>	<b>765.994</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>202.637</b>	<b>191.760</b>	<b>252.183</b>	<b>214.575</b>
<sup>6</sup> Finansal Borçlar	90.238	86.953	130.266	94.325
<sup>7</sup> Ticari Borçlar	97.990	85.700	104.396	101.929
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	14.409	19.107	17.521	18.321
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>121.743</b>	<b>186.822</b>	<b>168.480</b>	<b>244.301</b>
<sup>8</sup> Finansal Borçlar	97.771	159.833	139.256	214.649
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	23.971	26.989	29.224	29.652
<b>Özkaynaklar</b>	<b>293.561</b>	<b>307.790</b>	<b>298.268</b>	<b>307.118</b>
Ödenmiş Sermaye	108.000	108.000	108.000	108.000
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farklar	149.105	149.105	149.105	149.105
Yasal Yedekler	50.826	39.320	41.026	41.026
<sup>9</sup> Diğer Fonlar	(122.914)	(122.914)	(122.914)	(122.914)
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler	67.177	110.114	129.600	126.346
Geçmiş Yıllar Kar/(Zararları)	34.325	2.362	2.115	(3.305)
Dönem Net Karı/Zararı	7.042	21.803	(8.663)	8.861
<b>Pasif Toplam</b>	<b>617.940</b>	<b>686.372</b>	<b>718.932</b>	<b>765.994</b>

<sup>6</sup> Kısa vadeli finansal borçlar hesabının bakiyesini 74,0m TL ile banka kredileri, 3,5m TL ile finansal kiralama işlemlerinden borçlar ve 20,4m TL'sini 16 ve 17 Mayıs 2016 tarihlerinde ihraç edilen 20,0m TL nominal bedelli, 546 gün vadeli, üç ayda bir faiz ve vade sonunda anapara ödemeli, gösterge DİBS + %3,66 faiz oranlı tahvil oluşturmaktadır. 26 ve 27 Mayıs 2015 tarihlerinde ihraç edilen 20,7m TL nominal bedelli, 728 gün vadeli, 3 ayda bir faiz ve vade sonunda anapara ödemeli, gösterge DİBS + %3,57 faiz oranlı tahvilin itfası 25 Mayıs 2017 tarihinde gerçekleştirilmiştir.

<sup>7</sup> Ticari borçlar hesabı ilişkili olmayan taraflara ticari borç bakiyelerinden oluşmaktadır. Geçmiş dönemde ortalama ticari borç devir hızı maddi duran varlık alımına ilişkin ticari olmayan borçlar çıkarıldıktan sonra 109 gündür.

<sup>8</sup> Uzun vadeli finansal borçlar hesabının bakiyesini **211,3m TL** ile banka kredileri ve **3,3m TL** ile finansal kiralama işlemlerinden borçlar oluşturmaktadır.

<sup>9</sup> Şirket, 2014 yılında 6552 sayılı Kanun'un 74. maddesinin getirdiği haklardan yararlanmak amacıyla ana ortağı Akkardan'dan ve bu kanun maddesine uygun nitelikte bulunan 122,9m TL tutarındaki alacağını bu kapsamda değerlendirmiş ve ilgili vergilerinin ödeyerek bu alacağını Vergi Mevzuatı uyarınca kayıtlarında tutma hakkını elde etmiştir. Bossa, Diğer Fonlar hesabı altında takip ettiği bu tutarı ana ortağa yapacağı temettü ödemeleri, hisse satışı veya birleşme işlemleri de dahil olmak üzere diğer sermaye piyasası araçları ile kapatmayı planlamaktadır.

Kaynak: Şirket Yönetimi, TFRS Mali Tablolar

## Geçmiş Finansal Performans Bossa/Gelir Tablosu (1/2)

('000 TL)	MY14	MY15	MY16	1Y16	1Y17
<b>1</b> Satış Gelirleri	391.812	374.616	361.200	203.907	173.573
Satışların Maliyeti	(276.656)	(261.127)	(265.798)	(147.470)	(124.782)
<b>Brüt Satış Karı</b>	<b>115.156</b>	<b>113.488</b>	<b>95.402</b>	<b>56.437</b>	<b>48.792</b>
<b>2</b> Brüt Kar Marjı	%29,4	%30,3	%26,4	%27,7	%28,1
<b>Faaliyet Giderleri</b>	<b>(82.115)</b>	<b>(67.639)</b>	<b>(59.002)</b>	<b>(32.497)</b>	<b>(27.938)</b>
<b>3</b> Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	(47.026)	(37.714)	(32.668)	(17.716)	(14.366)
Genel Yönetim Giderleri	(35.089)	(29.925)	(26.334)	(14.781)	(13.572)
Diğer Operasyonel Gelir/(Gider), net	4.549	4.806	2.523	(383)	4.221
<b>FAVÖK</b>	<b>37.590</b>	<b>50.655</b>	<b>38.923</b>	<b>23.557</b>	<b>25.074</b>
FAVÖK Marjı	%9,6	%13,5	%10,8	%11,6	%14,4
Amortisman	(21.559)	(21.116)	(19.175)	(9.997)	(8.499)
<b>FVÖK</b>	<b>16.030</b>	<b>29.539</b>	<b>19.748</b>	<b>13.560</b>	<b>16.575</b>
FVÖK Marjı	%4,1	%7,9	%5,5	%6,6	%9,5
Yatırım faaliyetlerinden gelirler / (Giderler)	321	4.121	(11.511)	1.846	2.360
Diğer Gelir/(Gider), net	22	18.026	11.004	(792)	7.613
Finansal Gelir/(Gider), net	(3.180)	(26.341)	(28.948)	(737)	(14.865)
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>13.192</b>	<b>25.345</b>	<b>(9.707)</b>	<b>13.876</b>	<b>11.684</b>
Dönem Karı Vergi Karşılığı	(6.151)	(3.542)	1.044	(2.840)	(2.823)
<b>Dönem Net Karı/(Zararı)</b>	<b>7.042</b>	<b>21.803</b>	<b>(8.663)</b>	<b>11.037</b>	<b>8.861</b>

Kaynak: Şirket Yönetimi, TFRS Mali Tablolar

Bossa'nın geçmiş dönem TFRS'ye göre hazırlanmış konsolide gelir tablosu aşağıda sunulmuştur. Projeksiyon dönemindeki serbest nakit akışlarının tahmin edilmesine baz olarak TFRS mali tablolar dikkate alınmıştır.

- 1** Ağırlıklı yurtdışına satılan gömleklilik ve dış giyim fabrikalarının kapatılması sonucunda 2014 yılında toplam satışların yaklaşık %56'sını oluşturan yurtdışı satışları 1Y17'de %40'a gerilemiştir. Bossa'nın toplam satışlarının 2 fabrikanın kapatılması sonucu MY14-MY16 dönemleri arasında yıllık ortalama %4 oranında daraldığı görülmektedir. Buna karşın, denim ve spor giyim kategorisinin satış tutarları aynı dönem aralığında yıllık ortalama %32 büyümüştür.
- 2** MY16'da brüt kar marjı geçmiş yıllara oranla birim hammadde maliyetlerindeki %14 artış (4,1 TL'den 4,7'ye) ile gerilemiştir. Diğer yandan gömleklilik fabrikası kapatılmadan önce alınan gömleklilik siparişleri 2016 yılında düşük karlılık oranı ile satılmıştır. 1Y17'de \$/TL kurundaki artışın etkisiyle birim hammadde maliyetinin 1Y16 dönemi ile karşılaştırıldığında %11 artarak 5,3 TL'ye yükselmesine karşın, kapatılan fabrikalar nedeniyle işçilik ve genel üretim giderlerinin 1Y16 dönemi ile karşılaştırıldığında azalmış olması ve birim satış fiyatında 1Y16 dönemi ile karşılaştırıldığında yaşanan %15 oranında artış nedeniyle brüt kar marjının %28'e yükseldiği görülmektedir.
- 3** Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri içerisinde en büyük payı ihracat giderleri, personel giderleri ve reklam giderleri oluşturmaktadır. 1Y16 dönemi ile karşılaştırıldığında 1Y17'de pazarlama, satış ve dağıtım giderlerindeki azalış, gömleklilik ve dış giyim fabrikalarının kapatılması sonucu azalan personel sayısı (168 kişiden 134'e düşen pazarlama, satış ve dağıtım personeli) ve kapanan ürün grupları nedeniyle düşen reklam harcamalarından kaynaklanmaktadır. Buna göre 2014 yılında %12 olarak gerçekleşen pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin net satışlara oranı 2016 yılında %9 seviyesine ve 1Y17'de %8 seviyesine gerilemiştir.



## Geçmiş Finansal Performans

### Bossa/Gelir Tablosu (2/2)

('000 TL)	MY14	MY15	MY16	1Y16	1Y17
Satış Gelirleri	391.812	374.616	361.200	203.907	173.573
Satışların Maliyeti	(276.656)	(261.127)	(265.798)	(147.470)	(124.782)
<b>Brüt Satış Karı</b>	<b>115.156</b>	<b>113.488</b>	<b>95.402</b>	<b>56.437</b>	<b>48.792</b>
<i>Brüt Kar Marjı</i>	%29,4	%30,3	%26,4	%27,7	%28,1
<b>Faaliyet Giderleri</b>	<b>(82.115)</b>	<b>(67.639)</b>	<b>(59.002)</b>	<b>(32.497)</b>	<b>(27.938)</b>
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	(47.026)	(37.714)	(32.668)	(17.716)	(14.366)
4 Genel Yönetim Giderleri	(35.089)	(29.925)	(26.334)	(14.781)	(13.572)
5 Diğer Operasyonel Gelir/(Gider), net	4.549	4.806	2.523	(383)	4.221
<b>FAVÖK</b>	<b>37.590</b>	<b>50.655</b>	<b>38.923</b>	<b>23.557</b>	<b>25.074</b>
<i>FAVÖK Marjı</i>	%9,6	%13,5	%10,8	%11,6	%14,4
Amortisman	(21.559)	(21.116)	(19.175)	(9.997)	(8.499)
<b>FVÖK</b>	<b>16.030</b>	<b>29.539</b>	<b>19.748</b>	<b>13.560</b>	<b>16.575</b>
<i>FVÖK Marjı</i>	%4,1	%7,9	%5,5	%6,6	%9,5
Yatırım faaliyetlerinden gelirler / (Giderler)	321	4.121	(11.511)	1.846	2.360
Diğer Gelir/(Gider), net	22	18.026	11.004	(792)	7.613
Finansal Gelir/(Gider), net	(3.180)	(26.341)	(28.948)	(737)	(14.865)
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>13.192</b>	<b>25.345</b>	<b>(9.707)</b>	<b>13.876</b>	<b>11.684</b>
Dönem Karı Vergi Karşılığı	(6.151)	(3.542)	1.044	(2.840)	(2.823)
<b>Dönem Net Karı/(Zararı)</b>	<b>7.042</b>	<b>21.803</b>	<b>(8.663)</b>	<b>11.037</b>	<b>8.861</b>

Kaynak: Şirket Yönetimi, TFRS Mali Tablolar

4 Genel yönetim giderleri özellikle personel giderleri, danışmanlık ve müşavirlik giderleri ile bilgi işlem giderlerinden oluşmaktadır. Fabrikaların kapatılmasının etkisiyle 2014 yılında %9 olarak gerçekleşen genel yönetim giderlerinin net satışlara oranı 2016 yılında %7 seviyesine gerilemiştir. 1Y17'de genel yönetim giderlerinin net satışlara oranının, tek seferlik yapılan 300bin TL tutarındaki peyzaj ve aydınlatma/boyama işleri harcaması dikkate alınmadığında 2016 yıl sonuna göre artarak %8 seviyesine yükseldiği görülmektedir.

5 Şirketin diğer gelir ve giderleri içerisinde raporlanan operasyonel içerikli gelir/giderleri FAVÖK içerisinde değerlendirilmektedir. Şirket'in operasyonları ile ilişkili diğer gelir ve giderlerini hammadde satış gelirleri ve maliyetleri, numune gelirleri ve giderleri, tekstil işveren sendikası destek gelirleri, Turquality teşvik gelirleri ve rest iplik maliyetleri oluşturmaktadır. 1Y17'de rest iplik maliyetinin gerçekleşmemiş olmasından dolayı 1Y16 dönemi ile karşılaştırıldığında yüksek gerçekleşmiştir.



## Geçmiş Finansal Performans Bossa/Düzeltilmiş FAVÖK

Şirket'in geçmiş dönem FAVÖK düzeltmelerini tek seferlik gelir ve giderlerinin ilgili döneminden çıkartılması oluşturmaktadır.

('000 TL)	MY14	MY15	MY16	1Y16	1Y17
<b>Raporlanan FAVÖK</b>	<b>37.590</b>	<b>50.655</b>	<b>38.923</b>	<b>23.557</b>	<b>25.074</b>
<b>FAVÖK Düzeltmeleri</b>					
① Tek Seferlik Pamuk Satışı	-	-	-	-	(7.130)
② Tek Seferlik Pamuk Satışı Maliyeti	-	-	-	-	6.110
③ Tek seferlik peyzaj ve aydınlatma giderleri	-	-	-	-	300
<b>Düzeltilmiş FAVÖK</b>	<b>37.590</b>	<b>50.655</b>	<b>38.923</b>	<b>23.557</b>	<b>24.354</b>
<i>Düzeltilmiş FAVÖK Marjı</i>	<i>%9,6</i>	<i>%13,5</i>	<i>%10,8</i>	<i>%11,5</i>	<i>%14,0</i>

Kaynak: Şirket Yönetimi, TFRS Mali Tablolar

① 2014-2016 yılları arasında ortalama 8m TL civarı gerçekleşen muhtelif satışlar, 2017'nin ilk 3 ayında 9m TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket yönetimden aldığımız bilgiler doğrultusunda bu döneme ait 7,1m TL tutarında pamuk satışının tek seferlik bir satıştan kaynaklanıyor olması nedeniyle şirketin FAVÖK tutarından düzeltilmiştir.

② Tek seferlik satışa konu olan pamuğun maliyetinin muhtelif satış maliyetlerinden çıkartılarak şirketin FAVÖK tutarı düzeltilmiştir.

③ Denim ve spor giyim fabrikasının arazisinde bulunan yeni yönetim binası etrafında yapılan peyzaj, aydınlatma ve boyama işleri nedeniyle tek seferlik oluşan 300k TL'lik bakım onarım gideri, genel yönetim giderleri içerisinde çıkartılarak şirketin FAVÖK tutarı düzeltilmiştir.

## Geçmiş Finansal Performans Akkardan/Bilanço

Akkardan'ın geçmiş dönem Türkiye Finansal Raporlama Standartlarına göre hazırlanmış solo bilançosu aşağıda sunulmuştur

('000 TL)	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.06.2017
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>5.746</b>	<b>8.548</b>	<b>747</b>	<b>803</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	55	18	7	42
Ticari Alacaklar	-	-	-	-
1 Diğer Dönen Varlıklar	5.692	8.530	739	761
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>264.295</b>	<b>197.438</b>	<b>251.100</b>	<b>401.963</b>
2 Mali Duran Varlıklar	264.263	197.438	251.100	401.963
Sabit Kıymetler	32	1	0	-
Diğer Duran Varlıklar	-	-	-	-
<b>Aktif Toplam</b>	<b>270.041</b>	<b>205.986</b>	<b>251.847</b>	<b>402.765</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>121.268</b>	<b>29.250</b>	<b>1.971</b>	<b>1.691</b>
Finansal Borçlar	38.101	-	-	-
Ticari Borçlar	222	212	203	241
3 Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	82.944	29.038	1.768	1.450
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>138.074</b>	<b>228.755</b>	<b>245.752</b>	<b>265.930</b>
Finansal Borçlar	5.441	-	-	-
4 Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	132.633	228.755	245.752	265.930
<b>Özkaynaklar</b>	<b>10.700</b>	<b>(52.018)</b>	<b>4.124</b>	<b>135.144</b>
Ödenmiş Sermaye	43.000	43.000	62.000	62.000
Yasal Yedekler	604	604	604	604
Olağanüstü Yedekler	141	141	141	97
5 Diğer Fonlar	122.914	122.914	122.914	123.642
Ortak kontrole tabi teşebbüs veya işletmeleri içeren birleşmelerin etkisi	(19.159)	(19.159)	(18.156)	(18.156)
Geçmiş Yıl Karları/Zararları	(150.598)	(136.800)	(199.518)	(163.378)
Dönem Net Karı/(Zararı)	13.798	(62.718)	36.140	130.335
<b>Pasif Toplam</b>	<b>270.041</b>	<b>205.986</b>	<b>251.847</b>	<b>402.765</b>

Kaynak: Şirket Yönetimi, TFRS Mali Tablolar

1 Akkardan'ın 31 Aralık 2014 ve 31 Aralık 2015 tarihleri itibarıyla sırasıyla 5,0m TL ve 7,8m TL tutarlarında ilişkili şirketler olan Filiz Madencilik Sanayi A.Ş., Filiz Mermer Sanayi A.Ş. ve Anadolu Kompozit Mamuller San. ve Tic. A.Ş.'den ticari olmayan alacak bakiyeleri bulunmaktadır.

2 Akkardan'ın bağlı ortağı olan Bossa'nın 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla defter değeri 401,9m TL tutarındadır.

3 31 Aralık 2014 ve 31 Aralık 2015 tarihleri itibarıyla diğer kısa vadeli yükümlülüklerinin 80,8m TL ve 27,2m TL tutarındaki kısmı Akkardan'ın bankalardan almış olduğu kredilere kefil olan Bossa'nın Akkardan'ın kredi borçlarını ödemesi sonucunda Akkardan'ın Bossa'ya olan kısa vadeli borç bakiyelerinden oluşmaktadır.

4 Diğer uzun vadeli yükümlülüklerin 265,6m TL tutarındaki kısmı Bossa'ya borçlardan oluşmaktadır.

5 Bossa'nın 2014 yılında 6552 sayılı Kanun'un 74. maddesinin getirdiği haklardan yararlanmak amacıyla, bu kanun maddesine uygun nitelikte bulunan 122,9m TL tutarındaki Akkardan'dan alacağını bu kapsamda değerlendirmiş ve ilgili vergilerini ödeyerek bu alacağını Vergi Mevzuatı uyarınca kayıtlarında tutma hakkını elde ederek Diğer Fonlar hesabı altında takip ettiği alacak bakiyesi Akkardan bilançosunda aynı hesap altında borç bakiyesi olarak takip edilmektedir.

6 TFRS 3 – "İşletme Birleşmeleri" standardı uyarınca Akkardan ile Anadolu Makine ve Filiz Bakır Metal şirketlerinin birleşmeleri muhasebesi sonucunda oluşan aktif-pasif uyumsuzluğunu gidermek amacıyla özkaynaklar altında denkleştirici bir hesap olarak bulunan ortak kontrole tabi teşebbüs veya işletmeleri içeren birleşmelerin etkisi hesabı kullanılmaktadır.

## Geçmiş Finansal Performans Akkardan/Gelir Tablosu

Akkardan'ın geçmiş dönem Türkiye Finansal Raporlama Standartlarına göre hazırlanmış solo gelir tablosu aşağıda sunulmuştur

('000 TL)	MY15	MY16	1Y17
Satış Gelirleri	-	-	-
Satışların Maliyeti	-	-	-
<b>Brüt Satış Karı</b>	-	-	-
<b>Faaliyet Giderleri</b>	<b>(122)</b>	<b>(175)</b>	<b>(146)</b>
Pazarlama Satış Dağıtım Giderleri	-	-	-
Genel Yönetim Giderleri	(122)	(175)	(146)
<b>FAVÖK</b>	<b>(122)</b>	<b>(175)</b>	<b>(146)</b>
Amortisman	-	-	-
<b>FVÖK</b>	<b>(122)</b>	<b>(175)</b>	<b>(146)</b>
1 Temettü Geliri	49.510	21.049	-
2 Bağlı Ortaklık Değer Artışı/(Azalışı)	(69.501)	50.493	149.497
3 Finansal Gelir/(Gider), net	(42.605)	(35.227)	(19.015)
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>(62.717)</b>	<b>36.140</b>	<b>130.335</b>
Dönem Karı Vergi Karşılığı	-	-	-
<b>Dönem Net Karı/(Zararı)</b>	<b>(62.717)</b>	<b>36.140</b>	<b>130.335</b>

Kaynak: Şirket Yönetimi, VUK Mali Tablolar

1 Bossa'nın 2015 ve 2016 yıllarında aldığı karar sonrasında dağıtmış olduğu kar paylarından Akkardan'ın payına düşen temettü tutarları peşin olarak ödenmemiş olup, Akkardan'ın bilanço pasifinde bulunan ilişkili taraflara olan borçlar hesabından mahsup edilmiştir.

2 Akkardan'ın mali tablolarında yer alan bağlı ortaklığı Bossa'nın TFRS 9 Finansal Araçlar standardı uyarınca gerçeğe uygun değer artış ve azalışlarının tutarını göstermektedir.

3 Finansal giderler Akkardan'ın Bossa'ya olan finansman amaçlı borçlarının adetlendirilmesinden ve bu borçlara işletilen kur farklarından oluşmaktadır.

# *Değerleme Analizleri*

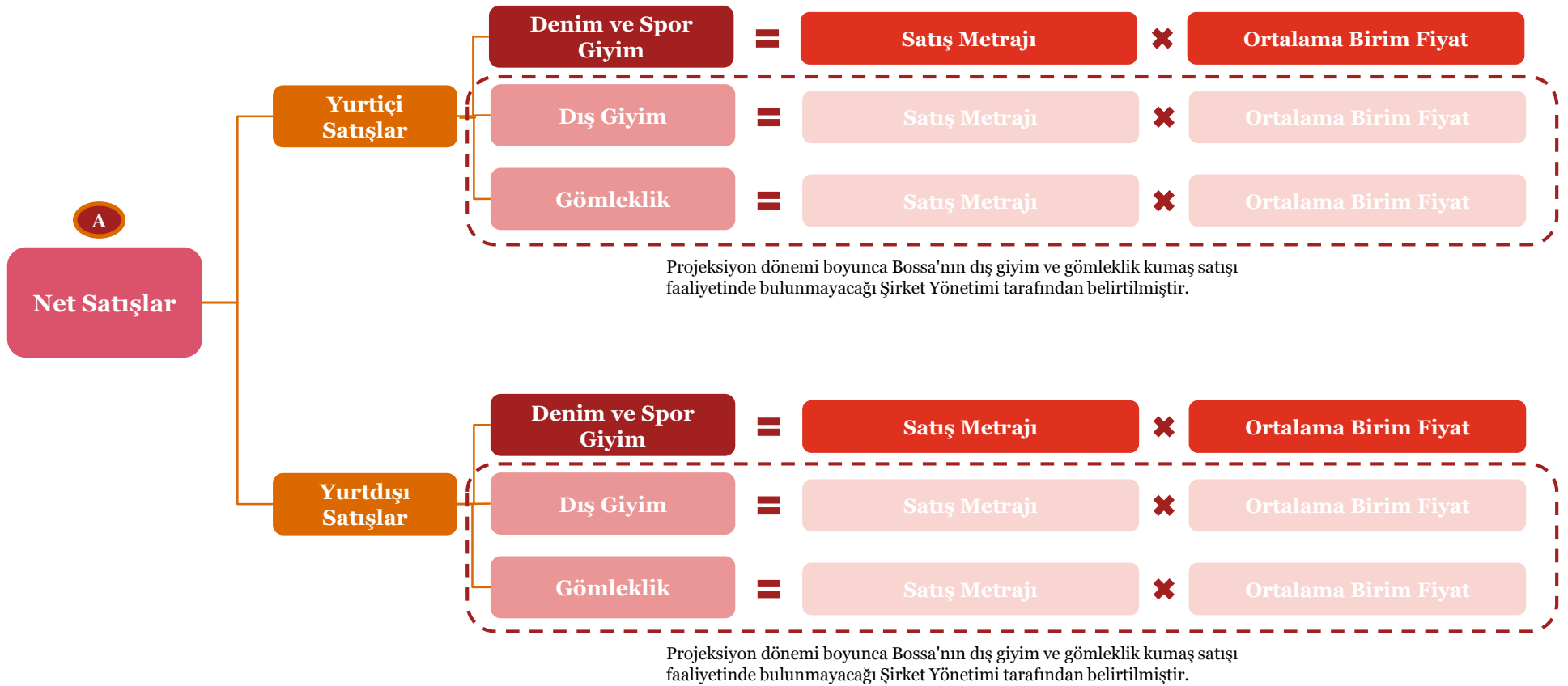
# ***Bossa Değerleme Analizi***

# *Gelir Yaklaşımı*

## Modelleme Yaklaşımı (1/2)

### Satışlar

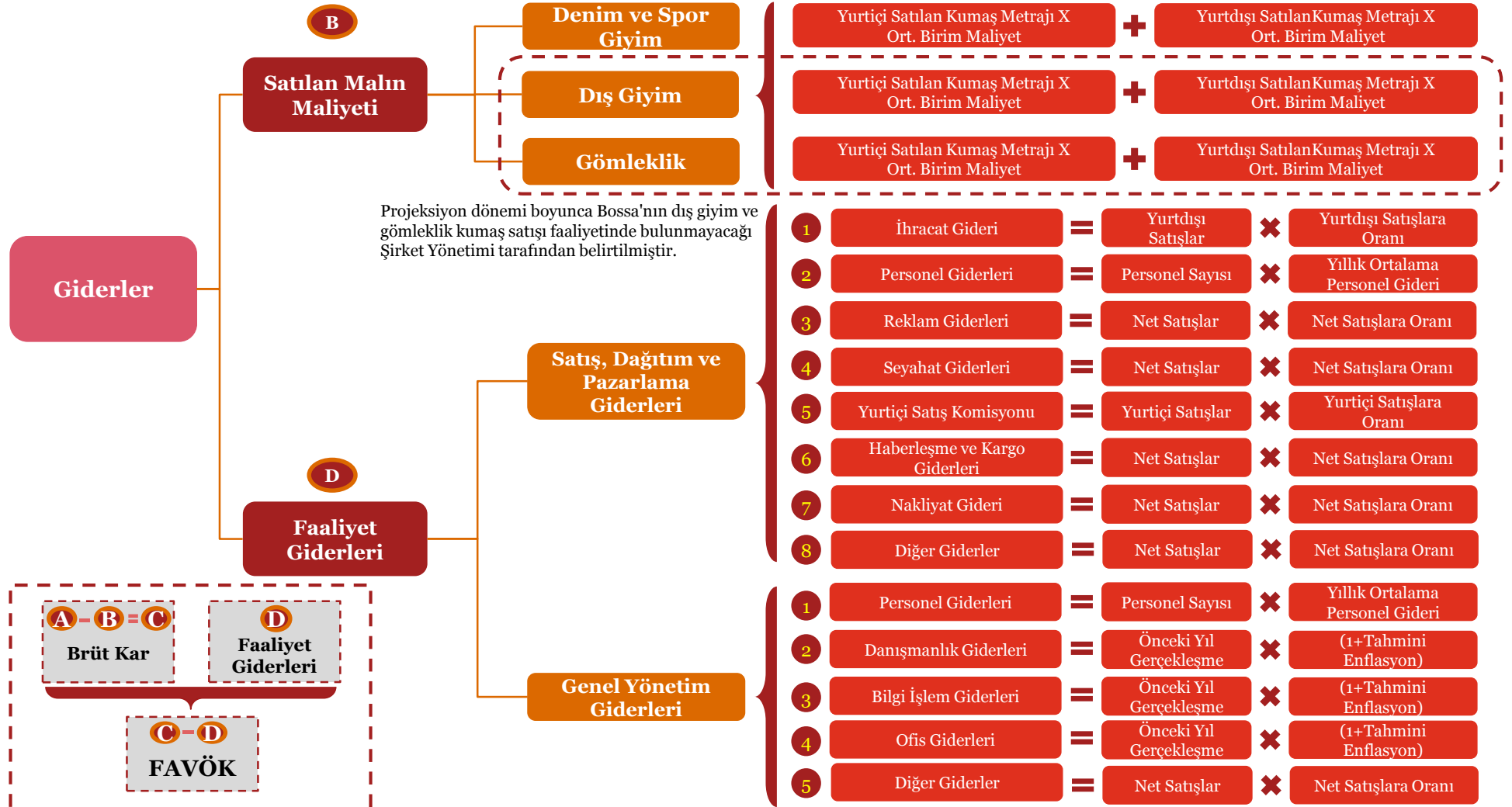
Değerleme çalışması için oluşturulmuş finansal modelin içerisinde bulunan gelir kalemleri arasındaki ilişki ve detaylar aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.



## Modelleme Yaklaşımı (2/2)

### Giderler

Değerleme çalışması için oluşturulmuş finansal modelin içerisinde bulunan gider kalemleri arasındaki ilişki ve detaylar aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

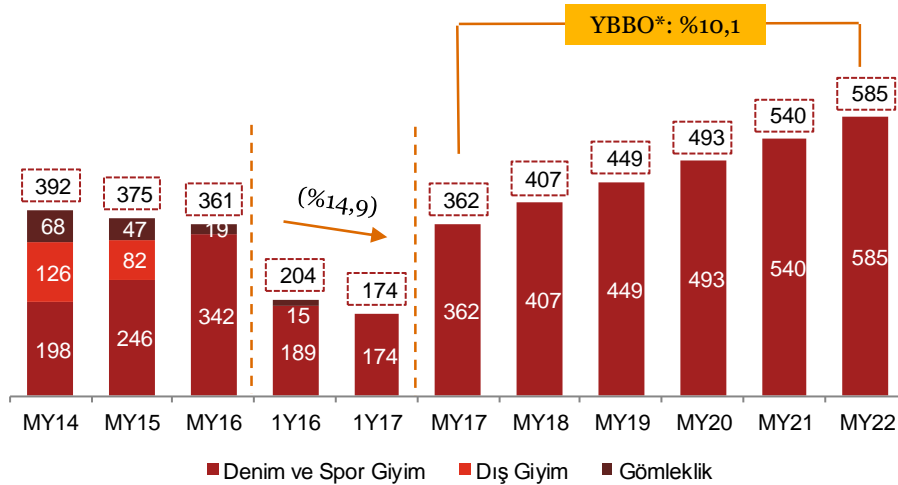




## Net Satışlar (1/4)

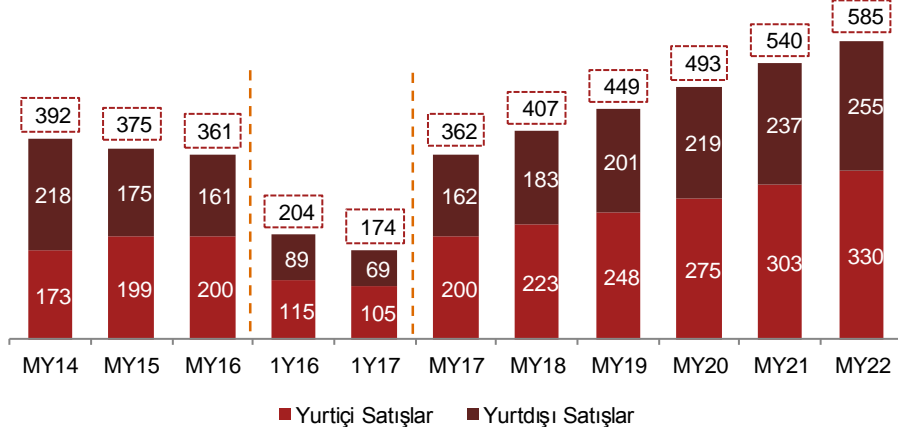
Denim ve spor giyim satışlarının satış metrajlarındaki ve birim fiyatlarındaki büyüme beklentileri ile paralel olarak MY17-MY22 dönemleri arasında yıllık ortalama %10,1 büyüyeceği tahmin edilmiştir.

### Net Satışlar (m TL)



\* Denim ve spor giyim kategorisinin MY17-MY22 arası yıllık ortalama büyüme oranını göstermektedir.

### Net Satışların Yurtiçi ve Yurtdışı Dağılımı (m TL)



2015 ve 2016 yıllarında gömleklik ve dış giyim fabrikalarının kapatılması sonucunda Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca sadece denim ve spor giyim satışı faaliyetinde bulunacağı bilgisi Şirket Yönetimi tarafından belirtilmiştir. 2016 yılında gerçekleşen 19m TL tutarındaki gömleklik kumaş satışları fabrikanın kapanmasından önce alınan siparişlere istinaden yapılan satış gelirlerinden oluşmaktadır. Mevcut denim ve spor giyim fabrikasında gömleklik kumaş üretimi gerçekleştirilebildiği ve 2016 yılındaki satılan gömleklik kumaşların bu fabrikada üretildiği ancak projeksiyon dönemi boyunca gömleklik ve dış giyim kumaş satışı faaliyetinin gerçekleştirilmeyeceği bilgisi Şirket Yönetimi tarafından paylaşılmıştır.

Denim ve spor giyim kategorisinin satış tutarlarının MY14-MY16 dönemleri arasında yıllık ortalama %32 arttığı görülmektedir. Buna göre, Şirket'in denim ve spor giyim satışlarının olgunluk seviyesine ulaşacağı ve bu doğrultuda satışların MY17-MY22 dönemleri arasında yıllık ortalama %10,1 büyüyeceği tahmin edilmiştir.

Yurtdışı ağırlıklı satılan dış giyim kumaşlarının satışının 2015 yılında durdurulması sonrası, 2014 yılında ciro bazında %56 seviyesinde gerçekleşen yurtdışı satışın toplam satışlara oranı, 2016 yılı ve 2017'nin ilk 6 ayında sırasıyla %44 ve %40 seviyelerine gerilemiştir. Projeksiyon dönemi boyunca yurtdışı satışların toplam satışlara oranının %44-45 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmektedir.

Şirket yurtdışı satışlarını başlıca Almanya, İtalya, ABD ve İspanya gibi denim satış hacimlerinin yüksek olduğu ülkelere yapmaktadır.

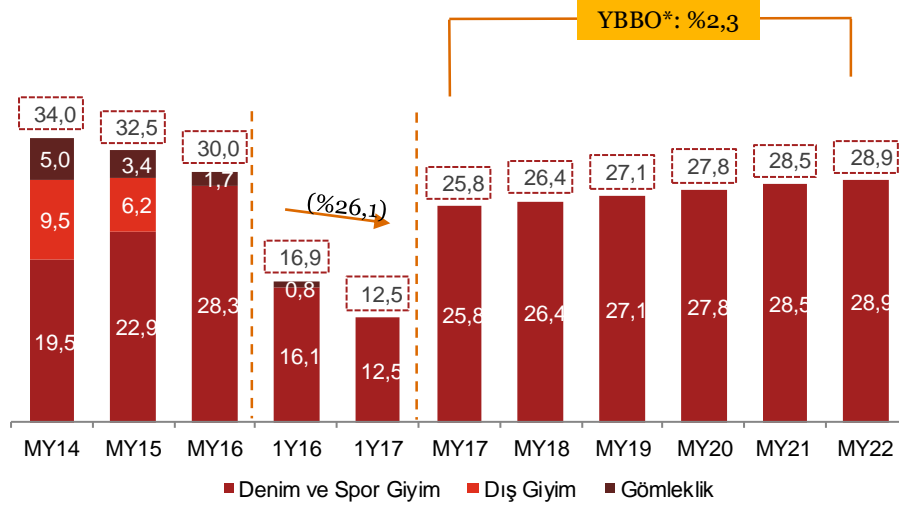
MY17 satış tahminleri Şirket'in 2017'nin ilk 8 ayında gerçekleşen 16,8m metre kumaş satışı dikkate alınarak tahmin edilmiştir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

## Net Satışlar (2/4)

2017 yılının ilk sekiz ayında gerçekleşen 16,8m metre kumaş satışı göz önünde bulundurularak Bossa'nın denim ve spor giyim kategorilerinin satış hacminin 2017 yılında 2016'ya göre %9 oranında azalacağı öngörülmüştür. Satış hacimlerinin 2017-2022 yılları arasında yıllık ortalama %2,3 oranında büyüyeceği tahmin edilmiştir.

### Ürün Grubu Bazında Satış Hacmi (m metre)

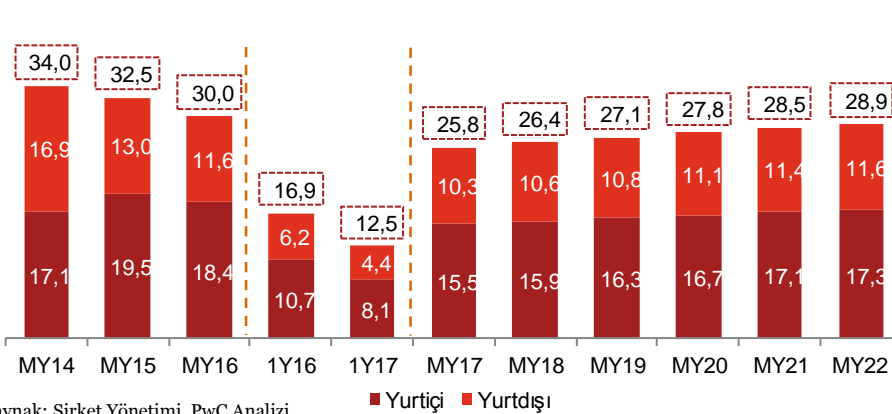


2017 yılından itibaren sadece denim ve spor giyim kumaş satışları gerçekleştirmeye başlayan Bossa'nın satış hacimlerinin geçmiş yılların ortalaması ile karşılaştırıldığında, yılın ilk sekiz ayında gerçekleşen 16,8m metre kumaş satışı göz önünde bulundurularak, MY17'de azalacağı öngörülmektedir. 2016 yılı ile karşılaştırıldığında 2017 yılında hacimsel olarak düşüş gerçekleşeceği beklenen denim ve spor giyim satış hacminin projeksiyon dönemi boyunca kademeli olarak artarak MY22'de 28,9m metre satış hacmiyle 2016 yılında gerçekleşmiş denim ve spor giyim kumaş satış hacmine yakın gerçekleşeceği öngörülmektedir.

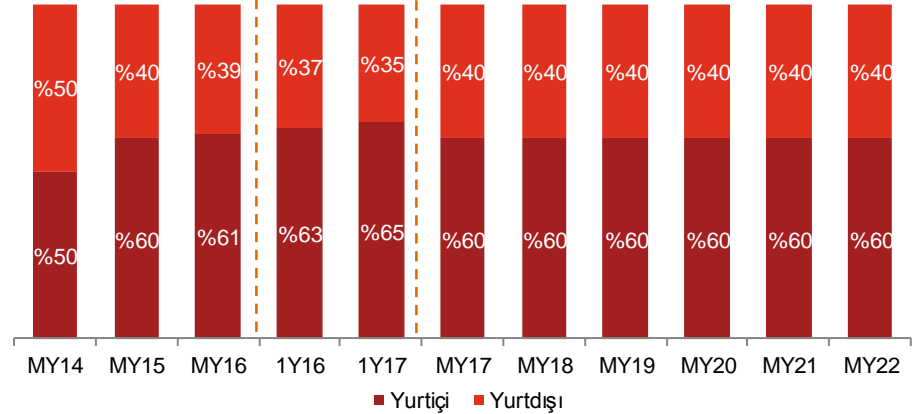
MY15 ve 1Y17 dönemleri arasında yaklaşık %40 oranında gerçekleşen ihracat payının projeksiyon dönemi boyunca aynı seviyede kalacağı öngörülmüştür. Buna göre, yurtdışı satış hacimlerinin MY17 ve MY22 dönemleri arasında yıllık ortalama %2,3 büyüyerek MY22'de 11,6m metreye ulaşacağı tahmin edilmiştir.

\* Denim ve spor giyim kategorisinin MY17-MY22 arası yıllık ortalama büyüme oranını göstermektedir.

### Satış Hacimlerinin Yurtiçi ve Yurtdışı Dağılımı (m metre)



### Yurtiçi ve Yurtdışı Satış Hacimlerinin % Dağılımı

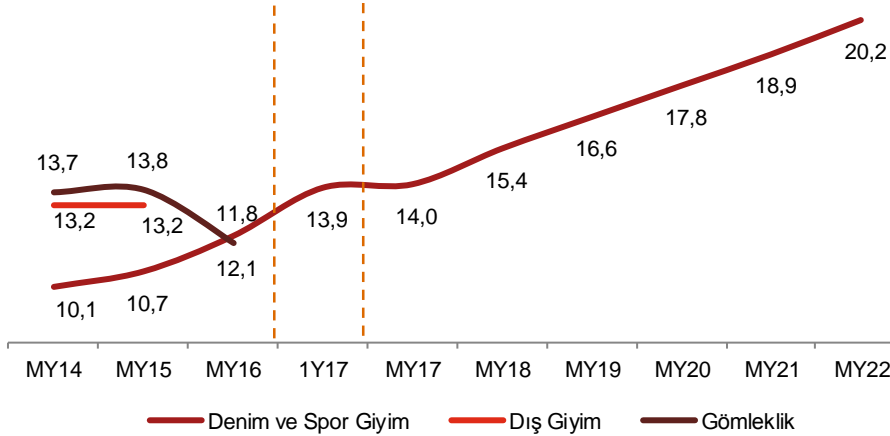


Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

## Net Satışlar (3/4)

*Projeksiyon dönemi boyunca yurtiçi denim ve spor giyim birim satış fiyatlarının reel olarak aynı seviyede kalacağı ancak Avro cinsinden yurtdışı satış fiyatlarının reel olarak azalacağı öngörülmüştür.*

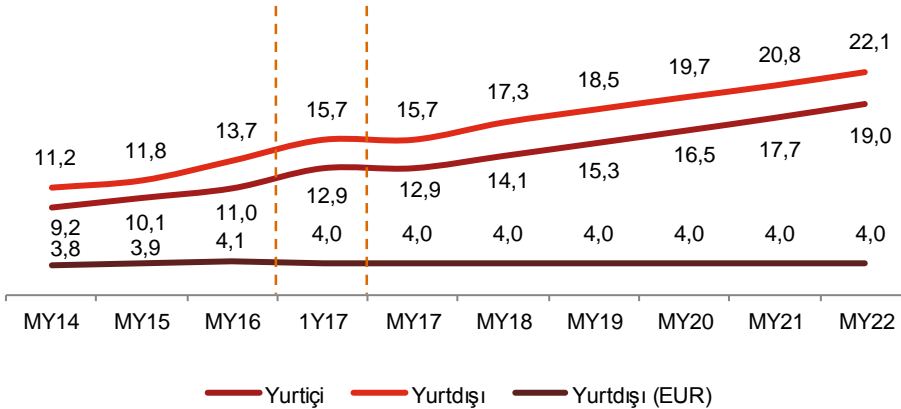
### Ürün Grubu Bazında Ortalama Birim Fiyatlar (TL/metre)



Bossa ürünlerinin satış fiyatları ürün grupları arasında farklılık göstermektedir. Gömleklilik fabrikası 31 Aralık 2015 tarihinde kapatılmış olmasına rağmen bu ürün grubunun satışına 2016 yılında önceden alınan siparişleri tamamlamak adına düşük fiyattan devam edilmiştir.

Şirket, 2014 yılından başlayarak denim ve spor giyim satışlarına ağırlık vermeye başlamış ve özellikle fiyatları dolar cinsinden belirlenen pamuk, dolayısıyla iplik gibi hammaddelerin fiyat artışlarından da etkilenecek denim ve spor giyim fiyatlarını kademeli olarak artırmıştır. 2017 yılının ilk 6 ayında gerçekleşen \$/TL kurundaki artışın etkisiyle 2016 yılındaki denim ve spor giyim ürünlerinin ağırlıklı ortalama birim satış fiyatları ile karşılaştırıldığında MY17'de denim ve spor giyim kumaşı birim satış fiyatının %16 oranında artarak 14 TL/metre olacağı öngörülmektedir.

### Denim Birim Fiyat Yurtiçi ve Yurtdışı Dağılımı (TL/metre)

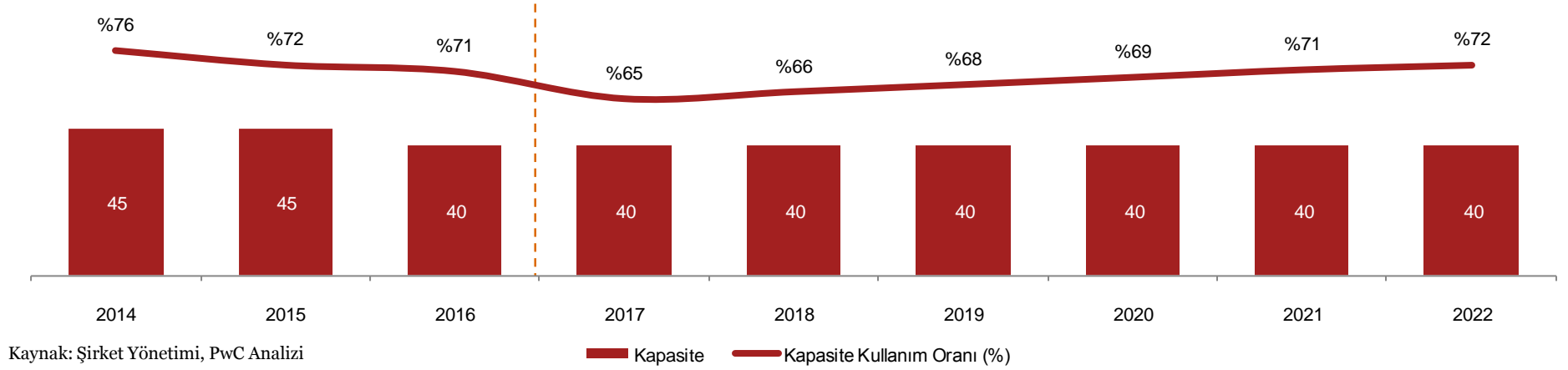


Satış kanalı bazında karşılaştırıldığında, yurtdışı denim ve spor giyim birim fiyatlarının yurtiçi satış fiyatlarına göre geçmiş dönemde yaklaşık %20 yukarıda gerçekleştiği görülmektedir. Yurtiçi denim ve spor giyim birim satış fiyatlarının reel olarak aynı seviyede kalacağı öngörülmüştür. Ancak projeksiyon dönemi boyunca birim fiyatı Avro bazında 4,0 € seviyesinde gerçekleşeceği öngörülen yurtdışı satış fiyatlarının nominal olarak sabit kalacağı tahmin edilmektedir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

## Net Satışlar (4/4) Kapasite Kullanım Oranı

*Dış giyim ve gömleklilik fabrikalarının kapatılması sonrasında 2016 yılında Şirket'in yıllık üretim kapasitesi 40m metreye gerilemiş ve kapasite kullanım oranının projeksiyon dönemi boyunca ortalama %69 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür.*

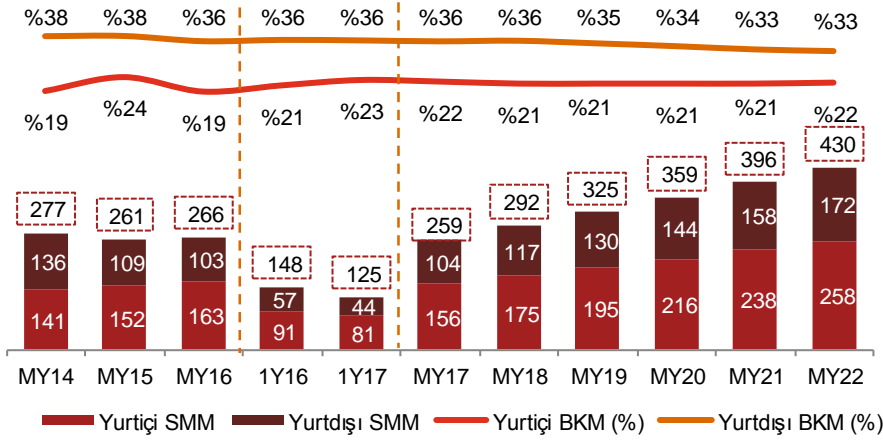


Şirket Yönetimi'nden edinilen bilgiye göre Bossa'nın dış giyim ve gömleklilik fabrikaları kapatıldıktan sonraki yıllık toplam üretim kapasitesi 40m metredir. Kapasite kullanım oranlarının projeksiyon döneminde ortalama %69 seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmiş olup, sadece denim ve spor kumaş satışlarına gerçekleşecek olmasından dolayı projeksiyon dönemi boyunca kapasite artış yatırımı yapılmayacağı öngörülmektedir.

## Satılan Malın Maliyeti (1/2)

Projeksiyon dönemi boyunca brüt kar marjının %27-28 seviyelerinde gerçekleşeceği öngörülmektedir. Yurtdışı satışlarda öngörülen kar marjı azalışı reel anlamda azalacağı tahmin edilen yurtdışı satışların birim fiyatından kaynaklanmaktadır.

### Satılan Malın Maliyeti (m TL)

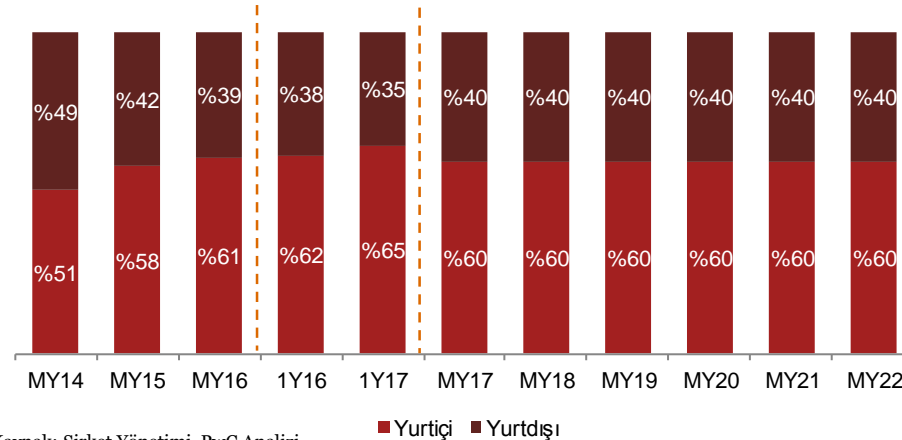


Satılan malın maliyeti; hammadde, işçilik, genel üretim giderleri ve stoklardaki değişimlerden oluşmaktadır. Yurtiçi ve yurtdışı ürün grubu bazında satılan malın maliyeti hesaplamasında amortisman tutarları brüt kar hesaplamasına dahil edilmemiştir.

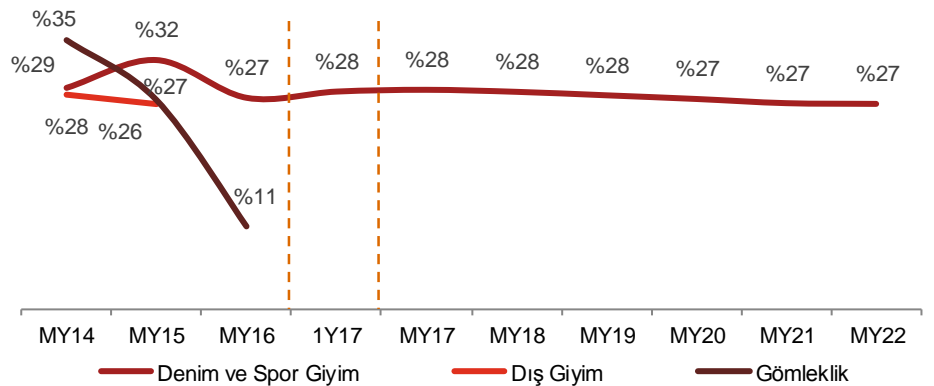
Artan hammadde maliyetleri ve yurtiçi gömleklik kumaş satışlarının negatif kar marjıyla satışı nedeniyle 2016 yılında yurtiçi brüt kar marjı 500 baz puan azalarak %19 olarak gerçekleşmiştir. 2017 yılının ilk 6 ayında geçmiş yıllar ortalamasının üzerinde %23 olarak gerçekleşen yurtiçi denim ve spor giyim brüt kar marjının projeksiyon dönemi boyunca 100 baz puan azalarak %22 olarak gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

Satılan malın maliyetinin projeksiyon dönemi boyunca reel anlamda sabit kalacağı varsayımı altında satış fiyatı artışı enflasyon beklentisi altında kalan yurtdışı satışların brüt kar marjının projeksiyon dönemi boyunca kademeli olarak azalacağı ve %33-36 aralığında gerçekleşeceği öngörülmektedir.

### Satılan Malın Maliyetinin Yurtiçi ve Yurtdışı Dağılımı (%)



### Ürün Grubu Bazında Brüt Kar Marjları (%)

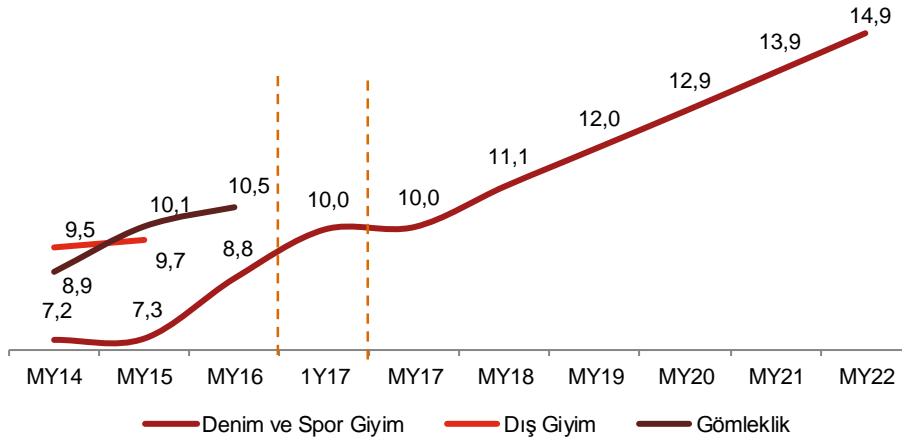


Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

## Satılan Malın Maliyeti (2/2)

1Y17'de 10,0 TL/metre olarak gerçekleşen denim ve spor giyim birim maliyetlerinin projeksiyon dönemi boyunca reel anlamda sabit kalacağı öngörülmüştür.

### Ürün Grubu Bazında Birim Maliyetler (TL/Metre)



Bossa 2017 yılı itibarıyla denim ve spor giyim kumaşı ile karşılaştırıldığında brüt kar marjı daha düşük ve birim maliyeti daha yüksek olan dış giyim ve gömleklik kumaş üretimini sonlandırma kararı almıştır.

Bossa'nın geçmiş dönemde yurtiçi ve yurtdışı birim maliyetlerinin birbirleri ile paralel olarak ilerlediği görülmektedir. Her ne kadar 2014 yılında yurtiçi denim ve spor giyim kumaş birim üretim maliyeti 0,5 TL/metre daha yüksek olsa da Bossa Yönetimi'nin verdiği kararlar sonrasında yurtiçi ve yurtdışı birim üretim maliyetlerinin birbirlerine yakın gerçekleştiği görülmektedir.

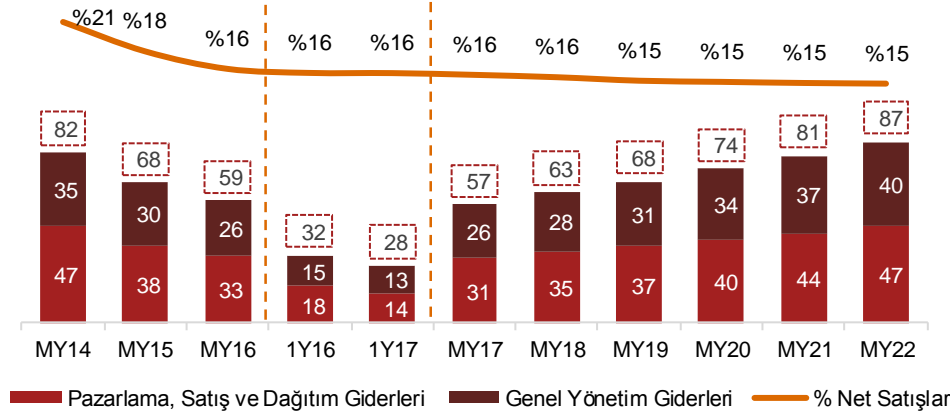
MY16'da 8,8 TL/metre ve 1Y17'de 10,0 TL/metre olarak gerçekleşmiş denim ve spor giyim birim maliyetlerinin MY17'de 1Y17 dönemindeki seviyesini koruyacağı ve projeksiyon dönemi boyunca reel anlamda sabit kalacağı öngörülmüştür.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

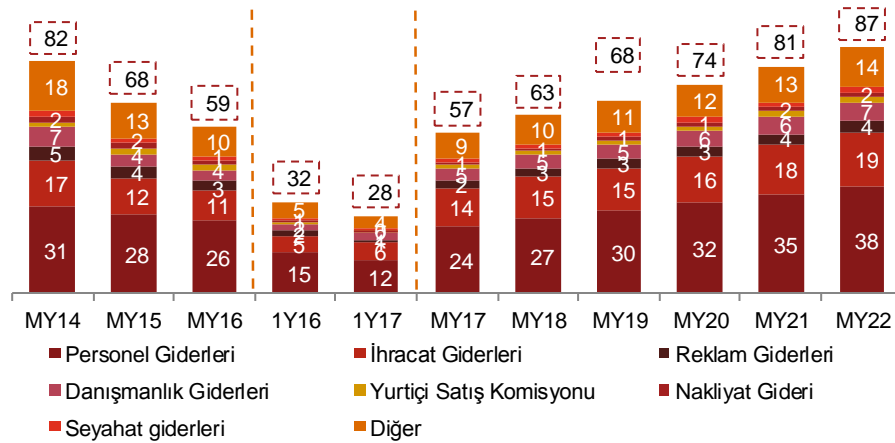
## Faaliyet Giderleri

Faaliyet giderlerinin net satışlara oranının projeksiyon dönemi boyunca ortalama %15-%16 seviyesinde gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

### Faaliyet Giderleri (m TL)



### Faaliyet Giderlerinin Kırılımı (m TL)



Faaliyet giderlerinin net satışlara oranı, 2015 ve 2016 yıllarında kapatılan fabrikaların etkisiyle etkisiyle %21'den 1Y17'de %16 seviyesine gerilediği görülmektedir. Buna göre, projeksiyon döneminde faaliyet giderlerinin net satışlara oranının %15 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür.

Genel yönetim giderleri tahmin edilirken personel giderleri kişi başı hesaplanarak reel olarak %2 artacağı tahmin edilmiştir. Bakım onarım, bilgi işlem, kira gideri gibi sabit gider kalemlerinin ise enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır. Kapatılan iki adet fabrika nedeniyle 2017'nin ilk altı ayında geçmiş yıllara göre düşük gerçekleşen sigorta, elektrik-su-doğalgaz gibi harcamalar, altı aylık gerçekleştirmeler baz alınarak tahmin edilmiştir. Danışmanlık giderlerinin Bossa'nın tasarruf politikaları sonucunda 2015 yılında 1,6m TL tutarında azaltıldığı Bossa Yönetimi tarafından bildirilmiştir. Bu doğrultuda 2017 yılı danışmanlık gideri tahmininde yılın ilk altı ayda gerçekleşmiş olan gider tutarı dikkate alınmış ve geri kalan projeksiyon dönemi boyunca danışmanlık giderlerinin enflasyon beklentilerine paralel olarak artacağı tahmin edilmiştir. Genel yönetim giderlerinin toplam faaliyet giderlerine oranının projeksiyon dönemi boyunca %50-51 seviyelerinde gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri tahmin edilirken; personel maliyetleri kişi başı hesaplanarak enflasyon oranında arttırılmıştır. Şirket'in 2016 yılında 166 olan pazarlama, satış ve dağıtım personel sayısının, kapanan fabrikaların da etkisiyle 1Y17 döneminde 127'e düştüğü görülmüştür ve projeksiyon döneminde ortalama personel sayısının 140 kişi olacağı bilgisi Bossa Yönetimi tarafından belirtilmiştir. İhracat, reklam, seyahat, nakliyat giderleri toplam satışlara, yurtiçi satış komisyonu yurtiçi satışlara, ihracat giderleri ise yurtdışı satışlarına oranlanarak projeksiyon döneminde arttırılmıştır. Bossa'nın toplam faaliyet giderleri içerisinde %44'lük pay ile en büyük gideri personel giderleri oluşturmaktadır. Faaliyet giderlerinin projeksiyon dönemi boyunca yıllık ortalama %9 oranında artacağı öngörülmüştür.

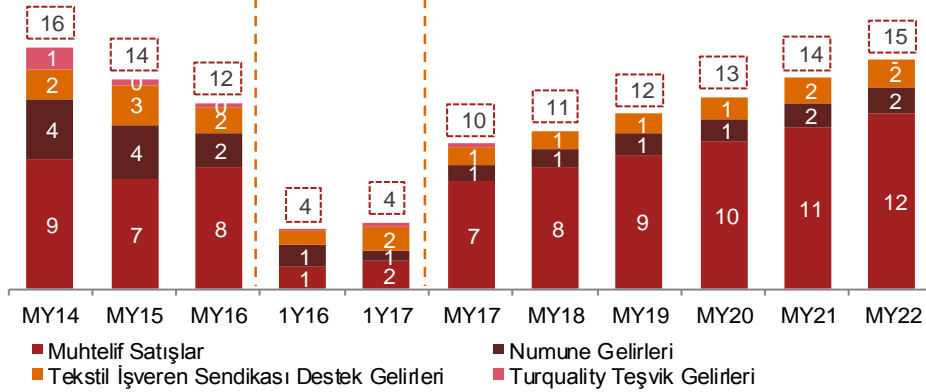
Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi



## Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Giderler

2016 yılında 2,5m TL olarak gerçekleşen net diğer gelir ve giderlerin projeksiyon dönemi boyunca 2016 yılı ile aynı seviyede gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

### Diğer Faaliyetlerden Gelirler (m TL)



Şirket'in diğer faaliyetlerden gelir ve giderlerini incelediğimizde numune gelir ve giderleri, muhtelif satış gelir ve maliyetleri, turquality teşvik gelirleri, tekstil işveren sendikası destek gelirleri, rest iplik maliyeti ve ithalat dosya masrafları gibi gelir ve gider kalemlerinin Şirket'in sürdürdüğü operasyonla ilişkili gelir ve giderler olduğu bilgisi Şirket Yönetimi tarafından sağlanmıştır.

Şirket'in muhtelif satışlarını pamuk, kimyevi madde ve muhtelif malzeme satışları oluşturmaktadır. Muhtelif satışların ve ilgili maliyetlerinin projeksiyon dönemi boyunca net satışlara paralel olarak büyüyeceği ve %25 brüt kar marjıyla satılacağı öngörülmektedir.

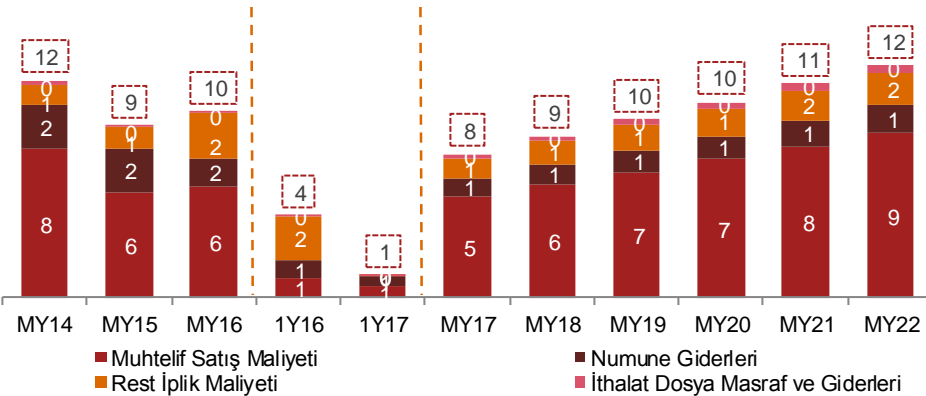
Numune gelirleri Şirket'in özellikle yurtdışı müşterilerine gönderdiği numunelerin gelirlerinden oluşmaktadır. Numune maliyetlerinin, projeksiyon dönemi boyunca numune satışlarına paralel olarak artacağı öngörülmektedir.

Şirket tekstil işveren sendikasıdan her ay işçi ve genel üretim personelinin SGK işveren primini teşvik olarak almaktadır ve projeksiyon dönemi boyunca da bu teşvikten faydalanmayı planlamaktadır.

Şirket Yönetimi tarafından pazarlama, satış ve dağıtım giderlerine destek amaçlı alınan Turquality teşviklerinden mevcut yönetmelikler doğrultusunda projeksiyon dönemi boyunca faydalanılmayacağı bilgisi verilmiştir.

Rest iplik maliyeti, kumaş üretimi sırasında makine bobinlerinin içerisinde kalmış olan kısa metrajlı ipliklerin maliyetlerinden oluşmaktadır. 2015 ve 2016 yıllarında kapatılan 2 fabrika nedeniyle rest iplik maliyetlerinde azalma yaşanmıştır. Şirket yönetiminden alınan bilgiler ışığında projeksiyon döneminde devam eden denim ve spor giyim üretiminden kaynaklı rest iplik maliyeti net satışlara oranlanarak tahmin edilmiştir.

### Diğer Faaliyetlerden Giderler (m TL)



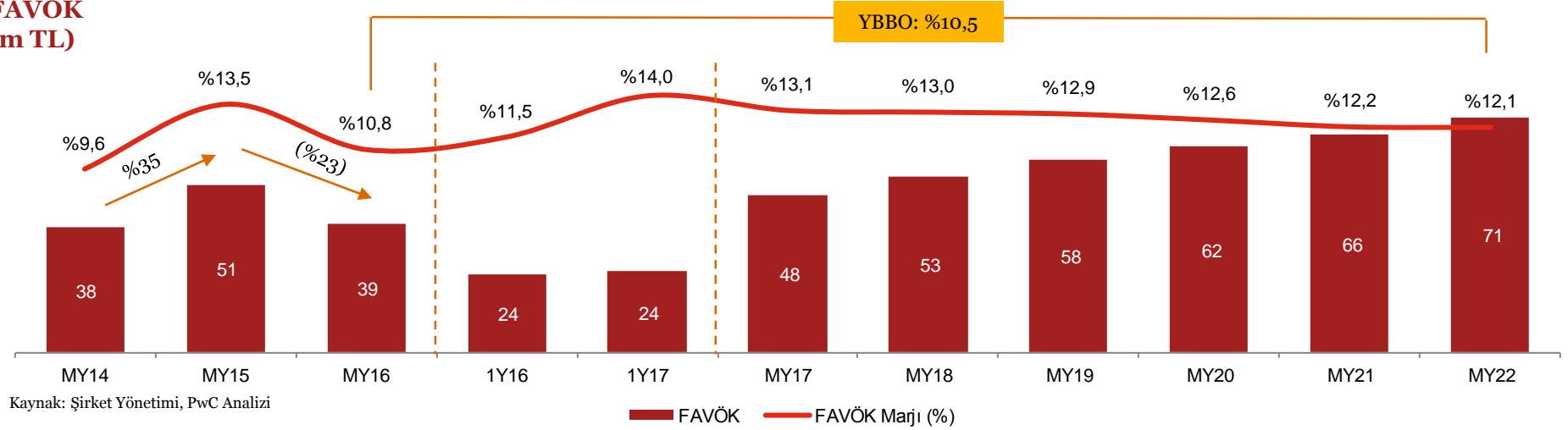
Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi



## FAVÖK

Projeksiyon döneminde FAVÖK'ün yıllık ortalama %10,5 büyüyeceği tahmin edilirken, yurtdışı birim satış fiyatlarının nominal anlamda sabit kalacağı varsayımı altında FAVÖK marjının kademeli olarak azalacağı öngörülmüştür.

### FAVÖK (m TL)



2016 yılında gömleklik kumaş üretimlerinin denim ve spor giyim fabrikasında gerçekleşmesi ve bu ürünlerin negatif kar marjı ile satılması MY15'te %13,5 seviyesinde gerçekleşen FAVÖK marjının %10,8'e düşmesine sebep olduğu görülmektedir. 2017'nin ilk 6 ayında geçmiş dönemde kapatılan fabrikalar sonrası azalan işçilik ve genel üretim giderleri ve Bossa'nın tasarruf planları çerçevesinde azalan faaliyet giderleri sonrasında şirketin FAVÖK marjı %14 seviyesine yükselmiştir. Bossa'nın FAVÖK hesaplamasına diğer gelir ve gider kalemlerini oluşturan muhtelif satış ve maliyetleri, numune gelir ve maliyetleri, tekstil işveren sendikası destek ve turquality teşvik gelirleri, rest iplik maliyeti ve ithalat dosya masraf ve giderleri gibi gelir ve gider kalemleri de dahil edilmiştir.

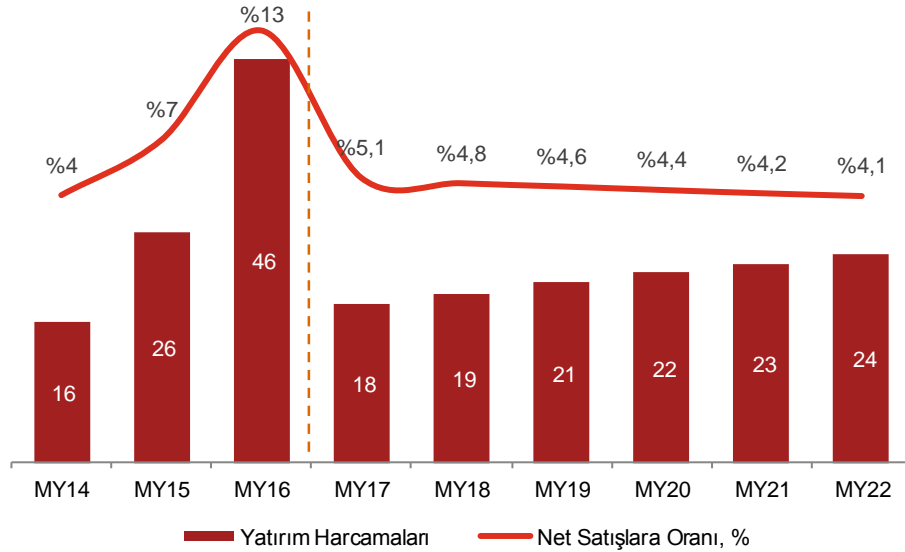
Bossa Yönetimi'nden alınan bilgiye göre 1Y17 döneminde 5 bin TL olarak gerçekleşen rest iplik maliyetinin 2017 yılı sonunda yaklaşık 1m TL olarak gerçekleşeceği ve 1Y17'de geçmiş dönemde alınmış olan teşviğe bağlı olarak elde edilen 244bin TL tutarındaki turquality teşvik gelirinin geri kalan 6 ay boyunca gerçekleşmeyeceği bilgisi sağlanmıştır.

Satış, maliyet ve operasyonel gider varsayımları sonucunda FAVÖK'ün projeksiyon döneminde yıllık ortalama %10,5 büyüyeceği tahmin edilirken, 1Y17'de %14,0 olarak gerçekleşen FAVÖK marjının kademeli olarak azalarak MY22'de %12,1'e gerileyeceği öngörülmüştür.

## Yatırım Harcaması ve Amortisman

Şirket projeksiyon dönemi boyunca sadece idame yatırım yapmayı planlamaktadır. Yatırım harcamalarının projeksiyon dönemi boyunca toplam net satışların %4-%5'i oranında gerçekleşeceği öngörülmektedir.

### Yatırım Harcamaları (m TL)

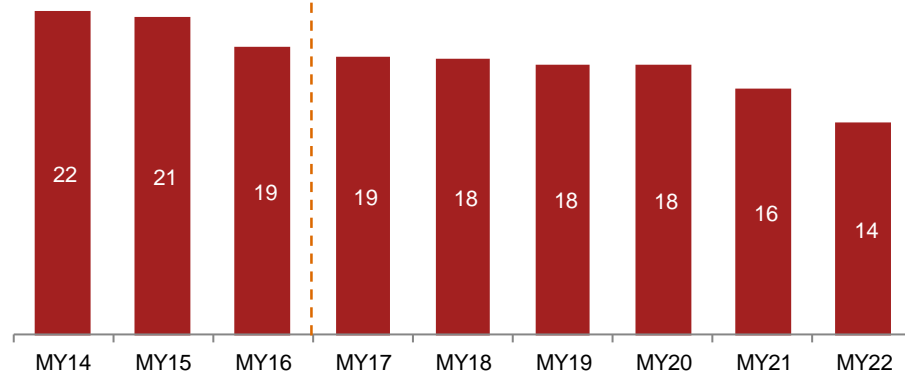


MY15'teki 26m TL tutarındaki yatırım seviyesi Şirket'in mevcut arazisine yapmış olduğu spor giyim üretimini gerçekleştirmek için kullandığı bina yatırımından kaynaklanmaktadır.

MY16'da Şirket denim fabrikasının bulunduğu arazisi üzerine bir iplik işleme tesisi kurmuş, genel yönetim binasını yenilemiş ve kojenerasyon elektrik üretim tesisi yatırımı gerçekleştirmiştir.

Şirket yönetimi tarafından projeksiyon dönemi boyunca kapasite artışı, yeni makine alımı, bina inşası vb. yatırım harcaması yapılmayacağı bilgisi paylaşılmıştır. Buna göre, projeksiyon dönemi boyunca yatırım harcamaları operasyonların sürdürülebilmesi için gerekli olan idame yatırımlardan oluşmaktadır.

### Amortisman (m TL)



Mevcut sabit kıymetlerin amortismanı, değerlendirme tarihi itibarıyla defter değerleri ve mevcut ortalama kalan faydalı ömürler dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Yeni yatırımların amortismanı ise, projeksiyon dönemi boyunca yapılması beklenen idame yatırımların amortismanını içermektedir. Yeni yatırımların amortismanı hesaplanırken yatırımların geçmiş yıllarda yapılmış olan yatırımlara paralel olacağı düşünülerek, yeni yatırımların faydalı ömrü 20 yıl olarak varsayılmıştır.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

## Net İşletme Sermayesi

*Projeksiyon döneminde Bossa'nın net işletme sermayesi ihtiyacının kapatılan fabrikalar sonrası azalarak satışların %12'si oranında gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.*

('000 TL)	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.06.2017	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2021
Ticari Alacaklar	86.620	94.874	73.270	70.902	76.275	85.696	94.728	104.105	113.915	123.626
Stoklar	89.074	72.887	66.793	62.370	63.917	72.108	80.163	88.623	97.630	106.033
Diğer Dönen Varlıklar	7.705	7.908	8.496	6.021	9.043	10.166	11.230	12.335	13.488	14.630
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>183.398</b>	<b>175.668</b>	<b>148.559</b>	<b>139.293</b>	<b>149.235</b>	<b>167.970</b>	<b>186.122</b>	<b>205.063</b>	<b>225.033</b>	<b>244.289</b>
Ticari Borçlar	85.540	73.408	86.060	84.887	83.091	93.387	103.355	114.072	125.445	136.122
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	16.934	21.670	21.736	18.321	21.256	23.980	26.659	29.472	32.467	35.262
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>102.474</b>	<b>95.079</b>	<b>107.796</b>	<b>103.208</b>	<b>104.347</b>	<b>117.367</b>	<b>130.014</b>	<b>143.544</b>	<b>157.913</b>	<b>171.384</b>
<b>Net İşletme Sermayesi</b>	<b>80.924</b>	<b>80.589</b>	<b>40.763</b>	<b>36.085</b>	<b>44.888</b>	<b>50.603</b>	<b>56.108</b>	<b>61.519</b>	<b>67.120</b>	<b>72.905</b>
Net Satışlara Oranı %	%21	%22	%11	%10	%12	%12	%12	%12	%12	%12
<b>NİS Değişim</b>	<b>(96.438)</b>	<b>(335)</b>	<b>(39.827)</b>	<b>(4.678)</b>	<b>4.126</b>	<b>5.714</b>	<b>5.505</b>	<b>5.411</b>	<b>5.601</b>	<b>5.785</b>

### Net İşletme Sermayesi Devir Gün Sayıları

Devir Günleri	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.06.2017	2017-2022
Ticari Alacaklar	75	84	67	66	70
Stoklar	118	102	92	90	90
Ticari Borçlar	92	88	106	109	105

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Bossa'nın geçmiş döneme ilişkin ve projeksiyon döneminde gerçekleşmesi beklenen tahmini net işletme sermayesi ihtiyacı ve yıllar arası değişim tutarları analiz edilmiştir.

Ticari alacaklara ilişkin tahmin yapılırken KDV dahil net satışlar dikkate alınmıştır. Bu doğrultuda, 31 Aralık 2016 ve 30 Haziran 2017 tarihleri itibarıyla sırasıyla 66 - 67 olarak gerçekleşen ticari alacak gün sayısının projeksiyon döneminde 70 gün olacağı tahmin edilmiştir.

31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla 92 gün olarak gerçekleşen stok devir hızı, 30 Haziran 2017'de 90 gün olarak gerçekleşmiştir. Bossa'nın stok devir gün sayısının projeksiyon dönemi boyunca 90 gün seviyesini koruyacağı öngörülmüştür.

Yıllar itibarıyla Bossa'nın ticari borçlar bakiyesi içerisindeki (30 Haziran 2017 itibarıyla 17,2m TL) maddi duran varlık alımına ilişkin ticari nitelikli olmayan borç bakiyesi işletme sermayesi ihtiyacını hesaplamamızda dikkate almamış bulunmaktayız.

31 Aralık 2016 tarihi itibarıyla 106 olan ticari borç gün sayısının 30 Haziran 2017'deki günlük gerçekleşme göz önünde bulundurularak projeksiyon döneminde 105 gün olacağı tahmin edilmiştir.

## FVÖK Üzerindeki Vergi Karşılığı

('000) TL	2Y17	2017	2018	2019	2020	2021
FVÖK	13.175	29.039	34.712	40.039	43.981	49.117
<b>Vergi Matrahı</b>	<b>13.175</b>	<b>29.039</b>	<b>34.712</b>	<b>40.039</b>	<b>43.981</b>	<b>49.117</b>
<b>Kurumlar Vergisi</b>	<b>(2.635)</b>	<b>(5.808)</b>	<b>(6.942)</b>	<b>(8.008)</b>	<b>(8.796)</b>	<b>(9.823)</b>

Yukarıdaki tabloda projeksiyonlara göre gerçekleşmesi öngörülen vergi öncesi operasyonel kar tahmini FVÖK üzerinden hesaplanan Vergi Yükü sunulmuştur.

Projeksiyon döneminde FVÖK üzerinden %20 oranında vergi karşılığı hesaplanmıştır.

Şirketin 2016 yılında TFRS'ye göre hazırlanan mali tablolarında zarar etmesine rağmen, Vergi Usul Kanunu'na göre hazırlanan mali tablolarında net zarar bulunmadığı için ileriye yönelik vergi matrahından indirilebilir geçmiş dönem mali zararı bulunmamaktadır.

## Devam Eden Değer

('000 TL)	DED	
Net Satışlar	626.184	2022 yılından sonra Bossa'nın operasyonel anlamda olgunluk seviyesine ulaşacağı varsayımı altında devam eden dönemde satışların reel anlamda sabit kalacağı öngörülmüştür.
Büyüme %	%7,0	
Satılan Malın Maliyeti	(460.134)	
<b>Brüt Kar</b>	<b>166.050</b>	Şirket'in devam eden dönemde brüt kar marjının %26,5 seviyesinde kalacağı varsayılmıştır.
Brüt Kar Marjı (%)	%26,5	
<b>Faaliyet Giderleri</b>	<b>(93.196)</b>	Şirket'in devam eden dönemde de faaliyet giderlerinin net satışlara oranının korunacağı ve ortalama %14,9 olarak gerçekleşeceği öngörülmektedir.
Faaliyet Giderleri / Net Satışlar	%14,9	
<b>FAVÖK</b>	<b>75.903</b>	Şirket'in devam eden dönem boyunca pozitif FVÖK yaratacağı tahmin edilmektedir. Bununla bağlantılı olarak, devam eden dönem boyunca tahmin edilen FVÖK tutarı üzerinden %20 vergi karşılığı ayrılmıştır.
FAVÖK Marjı (%)	%12,1	
Amortisman	(25.654)	Net satışların yaklaşık %12'si seviyesinde gerçekleşeceği öngörülen NİS'in devam eden dönem boyunca aynı seviyede kalacağı öngörülmektedir.
<b>FVÖK</b>	<b>50.249</b>	
FVÖK Marjı (%)	%8,0	Devam eden dönemde Bossa'nın, MY22 tahminine paralel olarak net satışların %4,1'i kadar idame yatırım yapacağı öngörülmektedir. Ayrıca, devam eden dönem boyunca gerçekleşmesi beklenen yıllık yatırım harcamalarının amortisman tutarına eşit olacağı tahmin edilmektedir.
FVÖK üzerindeki vergi karşılığı	(10.050)	
Amortisman	25.654	
<b>Operasyonel Nakit Akımı</b>	<b>65.853</b>	
NİS'deki Değişim	(5.105)	
Yatırım Harcamaları	(25.654)	
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>35.094</b>	
<b>AOSM</b>	<b>%14,9</b>	
Kısmi dönem etkisi	-	
Ortalama - dönem etkisi	5,00	
İskonto faktörü	0,50	
<b>İndirgenmiş Nakit Akımları</b>	<b>222.506</b>	

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

## İndirgenmiş Nakit Akımı

Bossa'nun 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla şirket değeri 306m TL olarak tahmin edilmiştir.

('000 TL)	MY14	MY15	MY16	1Y17	2Y17	MY17	MY18	MY19	MY20	MY21	MY22
Net Satışlar	391.812	374.616	361.200	173.600	188.139	361.739	406.621	449.219	493.394	539.521	585.208
Büyüme %		(%4,4)	-%3,6	-%14,9	%0,0	%0,1	%12,4	%10,5	%9,8	%9,3	%8,5
Satılan Malın Maliyeti	(276.656)	(261.127)	(265.798)	(124.800)	(134.417)	(259.217)	(292.438)	(325.107)	(359.417)	(395.944)	(430.024)
<b>Brüt Kar</b>	<b>115.156</b>	<b>113.488</b>	<b>95.402</b>	<b>48.800</b>	<b>53.721</b>	<b>102.521</b>	<b>114.183</b>	<b>124.111</b>	<b>133.977</b>	<b>143.576</b>	<b>155.184</b>
Brüt Kar Marjı (%)	%29,4	%30,3	%26,4	%28,1	%28,6	%28,3	%28,1	%27,6	%27,2	%26,6	%26,5
Faaliyet Giderleri	(82.115)	(67.639)	(59.002)	(27.638)	(29.321)	(56.959)	(63.082)	(68.150)	(74.287)	(80.650)	(87.097)
Faaliyet Giderleri / Net Satışlar	%21,0	%18,1	%16,3	%15,9	%15,6	%15,7	%15,5	%15,2	%15,1	%14,9	%14,9
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Giderler)	4.549	4.806	2.523	3.201	(1.205)	1.996	1.946	2.139	2.325	2.647	2.849
<b>FAVÖK</b>	<b>37.590</b>	<b>50.655</b>	<b>38.923</b>	<b>24.363</b>	<b>23.196</b>	<b>47.559</b>	<b>53.047</b>	<b>58.100</b>	<b>62.015</b>	<b>65.573</b>	<b>70.936</b>
FAVÖK Marjı (%)	%9,6	%13,5	%10,8	%14,0	%12,3	%13,1	%13,0	%12,9	%12,6	%12,2	%12,1
Amortisman	(21.559)	(21.116)	(19.175)	(8.499)	(10.021)	(18.520)	(18.335)	(18.062)	(18.034)	(16.456)	(14.169)
<b>FVÖK</b>	<b>16.030</b>	<b>29.539</b>	<b>19.748</b>	<b>15.864</b>	<b>13.175</b>	<b>29.039</b>	<b>34.712</b>	<b>40.039</b>	<b>43.981</b>	<b>49.117</b>	<b>56.766</b>
FVÖK Marjı (%)	%4,1	%7,9	%5,5	%9,1	%7,0	%8,0	%8,5	%8,9	%8,9	%9,1	%9,7
FVÖK üzerindeki vergi karşılığı					(2.635)	(5.808)	(6.942)	(8.008)	(8.796)	(9.823)	(11.353)
Amortisman					10.021	18.520	18.335	18.062	18.034	16.456	14.169
<b>Operasyonel Nakit Akımı</b>					<b>20.561</b>	<b>41.751</b>	<b>46.105</b>	<b>50.093</b>	<b>53.219</b>	<b>55.749</b>	<b>59.583</b>
NİS'deki Değişim					(8.804)	(4.126)	(5.714)	(5.505)	(5.411)	(5.601)	(5.785)
Yatırım Harcamaları					(12.248)	(18.281)	(19.416)	(20.681)	(21.801)	(22.896)	(23.975)
<b>Serbest Nakit Akımı</b>					<b>(490)</b>	<b>19.344</b>	<b>20.975</b>	<b>23.907</b>	<b>26.007</b>	<b>27.252</b>	<b>29.822</b>
AOSM					%14,9	-	%14,9	%14,9	%14,9	%14,9	%14,9
Kısmi dönem etkisi					0,50		1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Ortalama - dönem etkisi					0,25		1,00	2,00	3,00	4,00	5,00
İskonto faktörü					0,97		0,87	0,76	0,66	0,57	0,50
<b>İndirgenmiş Nakit Akımları</b>					<b>(474)</b>	<b>18.258</b>	<b>18.114</b>	<b>17.152</b>	<b>15.645</b>	<b>14.902</b>	
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	83.597										
İndirgenmiş Devam Eden Değer	222.506										
<b>Şirket Değeri</b>	<b>306.103</b>										

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

## Net Nakit/(Borç) ve Operasyonel Olmayan Duran Varlıklar

### Net Nakit/(Borç)

('000 TL)	30.06.2017
Nakit ve Nakit Benzerleri	58.524
Finansal Borçlar	(288.618)
Çıkarılmış Tahviller ve Tahvil İhraç Farkları	(20.356)
<b>Net Nakit / (Borç)</b>	<b>(250.450)</b>
<b>Düzeltilmeler</b>	
① İlişkili Taraflardan Alacaklar	265.579
② Maddi Duran Varlık Alımına İlişkin Ticari Borç	(17.180)
③ İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	(5)
<b>Düzeltilmiş Net Nakit / (Borç)</b>	<b>(2.056)</b>

### Operasyonel Olmayan Duran Varlıklar

('000 TL)	30.06.2017
④ Satış Amaçlı Gayrimenkuller	44.700
⑤ Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	87.135
<b>Operasyonel Olmayan Duran Varlıklar</b>	<b>131.835</b>

### Diğer Özkaynak Payları

('000 TL)	30.06.2017
⑥ Diğer Özkaynak Payları Düzeltmesi	122.914
6552 sayılı Yasa Uyarınca Tutulan Kayıtlara İlişkin	46.601
⑦ Faiz ve Kira Farkı	
<b>Toplam</b>	<b>169.516</b>

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

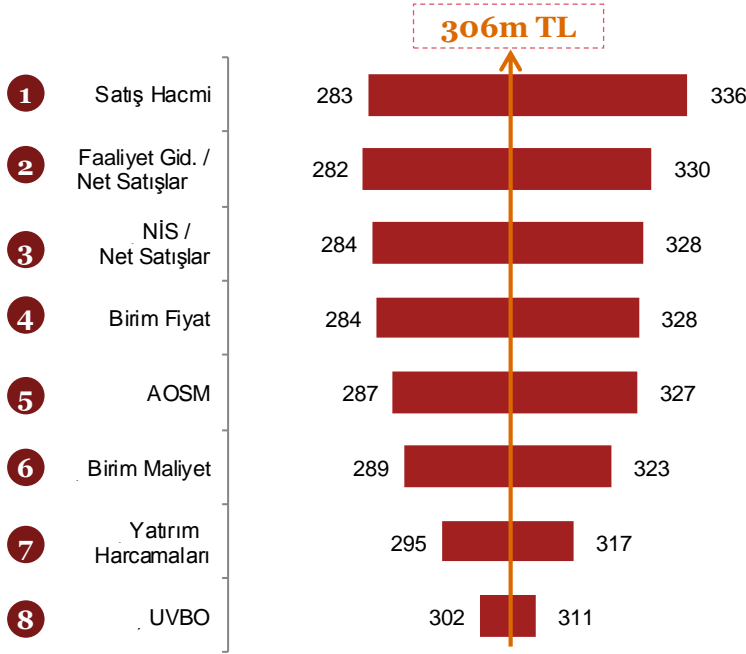
Yandaki tabloda Bossa'nın nakit ve nakit benzerleri, mali borçları ve net nakit/(borç) düzeltmeleri gösterilmiştir. Buna göre, Bossa'nın hisse değeri tahmin edilirken **250,5m TL** net borçluluk durumuna aşağıda açıklamalarını görebileceğiniz düzeltmeler yapılmıştır:

- ① Bossa'nın 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla Akkardan'dan 265,6m TL finansman içerikli alacak bakiyesi Bossa'nın hisse değeri içerisinde değerlendirilmiştir.
- ② Bossa Yönetimi tarafından sağlanan bilgiye göre 17,2m TL tutarındaki maddi duran varlık alımına ilişkin ticari borç bakiyesi Bossa'nın hisse değeri tahmininde düzeltilmiştir.
- ③ Bossa'nın 30 Haziran 2017 itibarıyla 5bin TL tutarındaki ilişkili taraf olan Arifoğlu İplik firmasına olan ticari borç bakiyesi Bossa'nın hisse değeri tahmininde düzeltilmiştir.
- ④ Şirket'in 2015 yılında kapatmış olduğu gömleklilik fabrikasının arsa ve binasının Harmoni tarafından 44,7m TL olarak tahmin edilen gerçeğe uygun değeri Şirket'in 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla hisse değeri tahmin edilirken dikkate alınmıştır.
- ⑤ Şirket'in 2016 yılı içerisinde kapatmış olduğu dış giyim fabrikası mali tablolarında yatırım amaçlı gayrimenkuller hesabı altında takip edilmektedir. Bu fabrikanın arsa ve binasının Harmoni tarafından 87,1m TL olarak tahmin edilen gerçeğe uygun değeri Şirket'in hisse değeri tahmin edilirken dikkate alınmıştır.
- ⑥ Bossa Yönetimi'nin talebi doğrultusunda Şirket'in özkaynaklar hesabı altında yaratılan "Diğer Özkaynak Payları" içerisinde takip ettiği 122,9m TL tutarındaki bakiye Şirket'in aktif hesaplarına sınıflanarak Bossa'nın hisse değeri içerisinde değerlendirilmiştir.
- ⑦ Şirket'in aktiflerine sınıflanmış olan 122,9m TL tutarındaki alacak bakiyesine ilişkin hesaplanmış olan 41,4m TL tutarındaki adat faizi ve Sermaye Piyasası Mevzuatı'na yapılan incelemeler sonucunda hesaplanmış olan 5,2m TL tutarındaki kira bedeli ve gecikme faizi Bossa'nın hisse değeri içerisinde değerlendirilmiştir.

## Duyarlılık Analizi

Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan duyarlılık analizi sonucu Bossa'nın hisse değeri **582m TL** ile **635m TL** arasında tahmin edilmiştir.

### Şirket Değeri



### Hisse Değeri

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek
Şirket Değeri (ŞD)	282,3	306,1	335,9
Net Nakit/(Borç)	(2,1)	(2,1)	(2,1)
Operasyonel Olmayan Varlıklar	131,8	131,8	131,8
Diğer Özkaynak Payları Düzeltmesi	169,5	169,5	169,5
<b>Hisse Değeri</b>	<b>581,6</b>	<b>605,4</b>	<b>635,2</b>
FAVÖK (S12AY*)	39,8	39,8	39,8
ŞD/FAVÖK (S12AY)	7,1x	7,7x	8,4x

\*30 Haziran 2017 itibarıyla geriye dönük 12 aylık veriler dikkate alınmıştır.  
Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

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 incelenmiştir.

- Satış Hacmi:** Denim kumaş satış metrajlarının baz durumlarına göre %1 daha düşük veya yüksek gerçekleşmesi,
- Faaliyet Giderleri / Net Satışlar:** Faaliyet giderlerinin net satışlara oranının baz beklentiye göre 50 baz puan yüksek veya düşük gerçekleşmesi,
- NİS ("Net İşletme Sermayesi"):** NİS'in net satışlara oranının projeksiyon döneminde baz duruma göre 50 baz puan yüksek veya düşük olarak gerçekleşmesi,
- Birim Fiyat:** Denim kumaş satışlarının yıllık birim fiyatlarının baz durumlarına göre %0,5 daha düşük veya yüksek gerçekleşmesi,
- AOSM:** Sermaye maliyetinin baz duruma (%14,9) göre 50 baz puan yüksek (%15,4) veya düşük (%14,4) olarak gerçekleşmesi,
- Birim Maliyet:** Denim ve spor giyim kumaş üretim birim maliyetlerinin baz durumlarına göre %0,5 daha yüksek veya düşük gerçekleşmesi,
- Yatırım Harcamaları:** Şirket'in yapmayı planladığı yatırım harcamalarının baz durumlarına göre %5 yüksek veya düşük olması durumu,
- Uzun Vadeli Büyüme Oranı ("UVBO"):** UVBO'nun baz duruma göre (%7,0) 50 baz puan düşük (%6,5) veya yüksek (%7,5) olarak gerçekleşmesi.

Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan duyarlılık analizi sonucu Bossa'nın şirket değeri **282m TL** ile **336m TL** arasında tahmin edilmiştir. Net borç, ilişkili taraf alacakları, satış ve yatırım amaçlı gayrimenkuller, maddi duran varlık alımlarına ilişkin ticari borç, ilişkili taraflara ticari borç ve Sermaye Piyasası Mevzuatı'nca yapılan incelemeler sonucunda tespit edilen kira fark bedellerinin de dahil edilmesiyle Bossa'nın hisse değeri **582m TL** ile **635m TL** arasında tahmin edilmiştir.



# *Piyasa Yaklaşımı*

## Değerleme Sonuçları Sonuçlar

*Karşılaştırılabilir Şirketler analizi sonucunda Bossa'nın hisse değeri 616m TL ile 678m TL arasında tahmin edilmiştir.*

### Karşılaştırılabilir Şirketler Analizi

(m TL)	1Y17*	MY17
FAVÖK	39,8	47,6
ŞD/FAVÖK	8,0x	8,0x
<b>Şirket Değeri</b>	<b>316,5</b>	<b>378,5</b>
Net Nakit/(Borç)	(2,1)	(2,1)
Operasyonel Olmayan Varlıklar	131,8	131,8
Diğer Özkaynak Payları Düzeltmesi	122,9	122,9
6552 sayılı Yasa Uyarınca Tutulan Kayıtlara İlişkin Faiz ve Kira Farkı	46,6	46,6
<b>Hisse Değeri</b>	<b>615,8</b>	<b>677,8</b>

Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

\*30 Haziran 2017 itibarıyla geriye dönük 12 aylık veriler dikkate alınmıştır.

### Piyasa Yaklaşımı – Karşılaştırılabilir Şirketler

Piyasa Yaklaşımı kapsamında ağırlıklı olarak Tayvan ve Bangladeş gibi gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir şirketlerin ŞD/FAVÖK çarpanları (8,0x) ile Bossa'nın 30 Haziran 2017 itibarıyla geriye dönük 12 aylık gerçekleşmiş ve MY17'de gerçekleşeceği bütçelenen FAVÖK tutarları dikkate alınmıştır. Seçilen karşılaştırılabilir borsada işlem gören şirketlerin 2017 yılına ilişkin FAVÖK tahminleri ile ilgili bilgilerin olmamasından dolayı Piyasa Yaklaşımı – Karşılaştırılabilir Şirketler yönteminde her iki dönem içinde 30 Haziran 2017 itibarıyla geriye dönük 12 aylık ŞD/FAVÖK çarpanı dikkate alınmıştır. Karşılaştırılabilir şirketlerin detaylı bilgisine raporumuzun 72. sayfasında yer verilmiştir.

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 (FAVÖK marjı, vb.),*
- *Uygun değerlendirme çarpanlarının belirlenmesi,*
- *Şirket değerine ulaşmak için finansal ve operasyonel parametrelere çarpanların uygulanması.*

Değerleme tarihi itibarıyla, yakın zamanda tekstil sektöründe denim alanında faaliyet gösteren şirketlerin karşılaştırılabilir işlemler ile ilgili bilgilerinin olmamasından dolayı karşılaştırılabilir işlemler analizine Piyasa Yaklaşımı yöntemi altında yer verilmemiştir.

Piyasa yaklaşımından elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanı ve Bossa'nın 30 Haziran 2017 itibarıyla geriye dönük 12 ayda gerçekleşmiş ve MY17'de gerçekleşeceği bütçelenen FAVÖK tutarları dikkate alındığında, Bossa'nın şirket değeri **317m TL** ile **379m TL**, hisse değeri ise **616m TL** ile **678m TL** aralığında tahmin edilmiştir.

## Karşılaştırılabilir Şirketler

Piyasa yaklaşımı kapsamında karşılaştırılabilir şirketlerin, 30 Haziran 2017 dönemi itibarıyla ortalama ŞD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır.

Şirket Adı	Ülke	Piyasa Değeri (m \$)	Net Fin. Borç Değeri (m \$)	Şirket Değeri (m \$)	Borç/ Sermaye Oranı*	Net Satışlar (m \$)**	FAVÖK (m \$)	FAVÖK Marjı (%)	ŞD/ FAVÖK (x)
Nien Hsing Textile Co., Ltd.	Tayvan	318	79	240	%13,6	372	27	%7,4	8,8
Everest Textile Co., Ltd.	Tayvan	234	(114)	348	%48,6	289	33	%11,3	10,7
Shinih Enterprise Co., Ltd.	Tayvan	70	(10)	80	%51,5	110	10	%9,4	7,7
Honmyue Enterprise Co., Ltd.	Tayvan	49	(10)	59	%76,3	103	10	%9,4	6,1
Malek Spinning Mills Limited	Bangladeş	55	(35)	90	%90,0	126	14	%10,8	6,6
<b>Ortalama</b>								<b>%9,7</b>	<b>8,0</b>

Kaynak: PwC Analizi, Capital IQ, Bloomberg

\* Son 5 yıllık ortalama borç/sermaye oranını göstermektedir.

\*\* 30 Haziran 2017 itibarıyla geriye dönük 12 aylık verileri dikkate alınmıştır.

Yukarıdaki tablo, piyasa yaklaşımı için dikkate alınan karşılaştırılabilir şirketlerin listesini içermektedir. Buna göre seçilen gelişmekte olan ülkelerdeki Bossa ile aynı sektörde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir şirketlerin ortalama ŞD/FAVÖK çarpanları 30 Haziran 2017 itibarıyla **8,0x** olarak hesaplanmıştır.

## Karşılaştırılabilir İşlemler

*Piyasa yaklaşımı kapsamında karşılaştırılabilir işlemlerin ortalama ŞD/FAVÖK çarpanı, Bossa ile benzer denim alanında faaliyet gösteren şirketlerin yakın zamanda satış işlemine ilişkin bilgi olmamasından dolayı dikkate alınmamıştır.*

Alıcı	Hedef Şirket	Ülke	İşlem Tarihi	Net İşlem Değeri (m \$)	Şirket Değeri (m \$)	Net Satışlar (m \$)	FAVÖK (m \$)	FAVÖK Marjı (%)	ŞD/FAVÖK (x)
Fitesa Industrial Ltda	Pantex International S.p.A.	İtalya	2017	m.d.	m.d.	73.8	10.5	%14.3	a.d.
John Cotton Group Ltd	Tontine Pty. Limited	Avustralya	2016	10.3	10.3	32.3	1.5	%4.5	7.0
The Carlyle Group LP	KAP Beteiligungs-Aktiengesellschaft	Almanya	2016	171.4	201.3	418.6	36.9	%8.8	5.5
Guizhou Yongan Finance Holdings Co. Ltd.	Zhejiang Yonglong Enterprises Co., Ltd	Hong Kong	2016	24.7	51.0	25.9	1.5	%5.8	a.d.
Tebesa Sp. z o.o.	Novita S.A.	Polonya	2016	21.1	32.2	21.0	4.9	%23.1	6.6
IPEG Beteiligungen AG	Arbul Entegre Tekstil İşletmeleri A.S.	Türkiye	2015	2.0	14.0	14.9	0.7	%4.7	20.0
Rawatkhedra Processors Ltd.; Borana Filaments Ltd.	R&B Denims Limited	Hindistan	2015	0.3	7.7	24.0	1.7	%6.9	4.6
Mondi plc	Mondi Ascania GmbH	Almanya	2015	60.3	60.3	60.3	10.8	%17.9	5.6
Gilde Buy Out Partners BV	Koninklijke Ten Cate N.V	Hollanda	2015	772.9	1,015.8	1,260.3	102.4	%8.1	9.9
Gradiente SGR S.p.A.	Lanificio Dell'Olivo S.p.A	İtalya	2015	32.7	40.9	25.4	3.6	%14.3	a.d.
Merinos Hali Sanayi Ve Ticaret A.S.	Sasa Polyester Sanayi A.S.	Türkiye	2015	191.4	283.2	401.7	34.3	%8.5	8.3
Twenty First Century Marketing Ltd.	Aarvee Denims & Exports Ltd.	Hindistan	2014	0.5	83.6	125.2	11.7	%9.3	7.1
A.Y.U.S.P.E. Empreendimentos e Participações S.A.	Grupo Tavex, S.A.	İspanya	2014	228.3	443.4	430.9	59.9	%13.9	7.4
<b>Ortalama</b>								<b>%10.8</b>	<b>8.2</b>

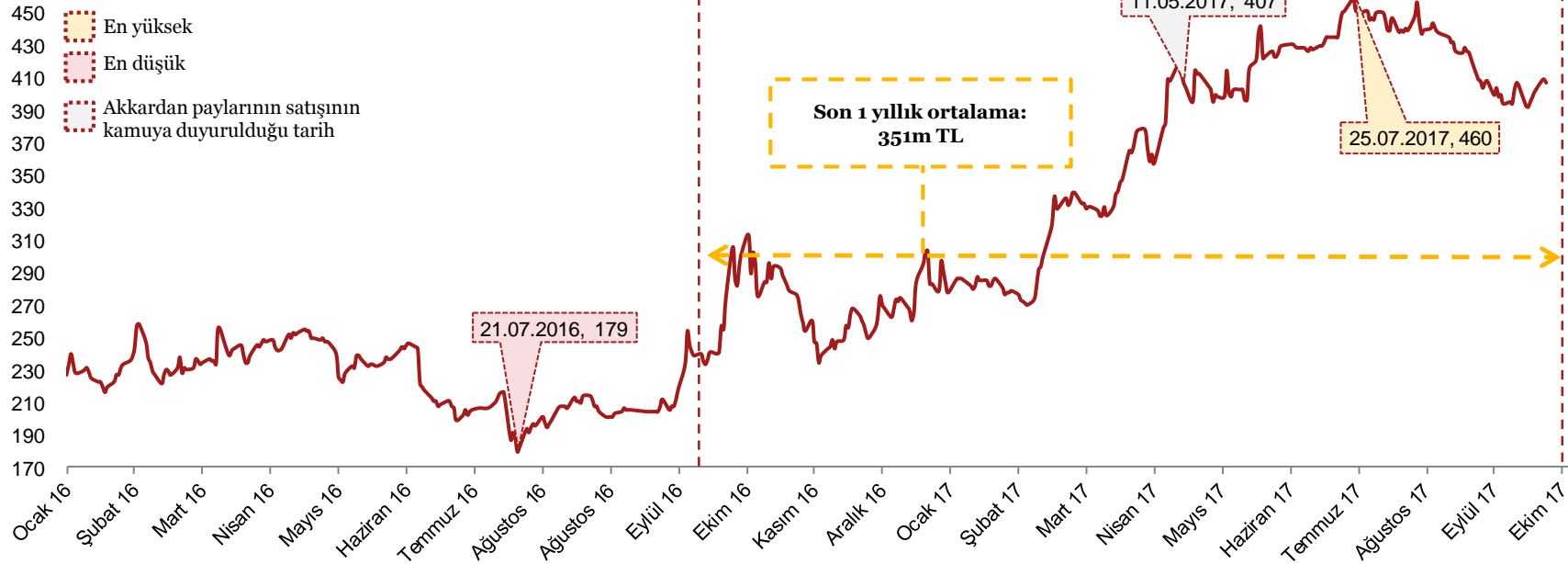
Kaynak: PwC Analizi, Capital IQ, Mergermarket

Karşılaştırılabilir işlemlerin ortalama ŞD/FAVÖK çarpanları **8,2x** olarak hesaplanmıştır. Ancak, yakın zamanda tekstil sektöründe denim alanında faaliyet gösteren şirketlerin satış işlemlerinin olmamasından dolayı değerlendirme tarihi itibarıyla karşılaştırılabilir işlemler çarpanlarına Piyasa Yaklaşımı yöntemi altında yer verilmemiştir. Yukarıdaki tablo, son yıllarda tekstil sektörü içerisinde gerçekleşmiş satın alım işlemlerini bilgilendirme amacıyla göstermektedir.

## Borsa Değeri

Bossa'nın rapor tarihi itibarıyla geriye dönük son bir yıllık ağırlıklı ortalama hisse değeri **351m TL**'dir.

### Bossa'nın Piyasa Değeri (m TL)



#### Dönem

#### Borsa Değeri (m TL)

**Son 1 Yıl Ağırlıklı Ortalama**  
**19 Ekim 2017**

351

Kaynak: Bloomberg, Capital IQ, PwC Analizi

Bossa'nın hisseleri 1995 yılından itibaren BIST'te işlem görmeye başlamıştır. Değerleme tarihinden sonra Ağustos 2017 tarihindeki gelişmeler ile birlikte Bossa'nın %4,29'u halka açıktır.

Borsa değeri yaklaşımı analizinde kullanılan ağırlıklı ortalama piyasa değeri, son bir yıl içerisinde BIST'teki her bir işlem günündeki işlem hacmi ile ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır. Buna göre, Bossa'nın rapor tarihinden önceki son bir yıllık ağırlıklı ortalama hisse değeri **351m TL**'dir.

# *Net Varlık Yaklaşımı*

## Net Varlık Yaklaşımı

*Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, Bossa'nın değerlendirme tarihi itibarıyla TFRS'ye göre oluşturulmuş konsolide bilançosunda yer alan özsermayesinin gömleklik fabrikasının gerçeğe uygun değerine göre düzeltilmesi ve diğer özkaynak paylarının düzeltilmesiyle Net Varlık Değeri **483m TL** olarak hesaplanmıştır.*

### Net Varlık Değeri (Net Aktif Değer)

m TL	30.06.2017
Ödenmiş Sermaye	108,0
Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farklar	149,1
Paylara İlişkin Primler	0,0
Sermaye Yedekleri	41,0
Yasal Yedekler	31,5
Gayrimenkul ve Menkul Kıymet Satış Karı	9,5
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	126,3
Diğer Fonlar	(122,9)
Geçmiş Yıl Karları/(Zararları)	(3,3)
Dönem Net Karı/(Zararı)	8,9
<b>Özsermaye Toplamı</b>	<b>307,1</b>
Gömleklik Fabrikası Değer Artışı	6,8
Diğer Özkaynak Payları Düzeltmesi	122,9
6552 sayılı Yasa Uyarınca Tutulan Kayıtlara İlişkin Faiz ve Kira Farkı	46,6
<b>Düzeltilmiş Özsermaye</b>	<b>483,5</b>

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla Bossa'nın 108,0 m TL tutarında ödenmiş sermayesi her biri 1,00 TL olmak üzere 108.000.000 adet hisseye ayrılmış şekilde bulunmaktadır.

Şirket'in değerlendirme tarihi itibarıyla TFRS'ye göre hazırlanan konsolide bilançosuna göre özsermayesi **307m TL**'dir.

Şirket'in aktifinde TFRS 5 standardına göre gerçeği uygun değerinin düşük olanından (37,9m TL) kaydedilmiş olan gömleklik fabrikasının gerçeğe uygun değeri Harmoni tarafından 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla 44,7m TL olarak tahmin edilmiştir. Buna göre, Şirket'in TFRS'ye göre 307m TL tutarındaki özsermayesine 6,8m TL tutarında gerçeğe uygun değer artışı düzeltilmesi yapılmıştır. Ayrıca Şirket'in 2014 yılında 6552 sayılı Kanun'un 74. maddesinin getirdiği haklardan yararlanmak amacıyla vergi mevzuatı uyarınca kayıtlarda tutulan Akkardan'dan olan 122,9m TL tutarındaki alacak bakiyesinin Bossa Yönetimi'nin talebi doğrultusunda Şirket'in aktiflerinde değerlendirilmesi ve bu alacağa ilişkin hesaplanan 41,4m TL tutarındaki adat faizi ve Şirket'in 5,2m TL tutarındaki Sermaye Piyasası Mevzuatı'nca yapılan incelemeler sonucunda tespit edilen kira fark bedellerinin düzeltilmesiyle Şirket'in 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla Net Varlık Değeri'nin **483m TL** olduğu tahmin edilmektedir.

Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkuller hesabında sınıfladığı dış giyim fabrikası ve maddi duran varlıklarındaki mevcut denim ve spor giyim fabrikasının arsa ve binalarını 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla Harmoni tarafından tahmin edilen gerçeğe uygun değerlerinden mali tablolarına yansıtıldığı görülmektedir.

# *Akkardan Değerleme Analizi*



# *Net Varlık Yaklaşımı*

## Net Varlık Yaklaşımı

*Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, Akkardan'ın değerlendirme tarihi itibarıyla TFRS'ye göre oluşturulmuş bilançosunda yer alan özsermayesine göre Akkardan'ın diğer varlık ve yükümlülükleri **negatif 267m TL**'dir. Bilanço dönemi sonrası gelişmeler ve yeniden sınıflamalar dikkate alındığında, Akkardan'ın düzeltilmiş diğer varlık ve yükümlülükleri **negatif 428m TL**'dir.*

### Net Varlık Değeri (Net Aktif Değer)

m TL	30.06.2017
Ödenmiş Sermaye	62,0
Sermaye Yedekleri	1,4
Yasal Yedekler	0,6
Olağanüstü Yedekler	0,1
Diğer Sermaye Yedekleri	0,7
Ortak kontrole tabi teşebbüs veya işletmeleri içeren birleşmelerin etkisi	(18,2)
Diğer Fonlar	122,9
Geçmiş Yıl Karları/(Zararları)	(163,4)
Dönem Net Karı/(Zararı)	130,3
<b>Özsermaye Toplamı</b>	<b>135,1</b>
Bossa Defter Değeri	(402,0)
<b>Akkardan Diğer Varlık ve Yükümlülükler</b>	<b>(266,8)</b>
Bilanço Dönemi Sonrası Sermaye Artışı	8,8
Diğer Özkaynak Payları Düzeltmesi	(122,9)
6552 sayılı Yasa Uyarınca Tutulan Kayıtlara İlişkin Faiz ve Kira Farkı	(46,6)
<b>Akkardan Düzeltilmiş Diğer Varlık ve Yükümlülükler*</b>	<b>(427,5)</b>

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

\* Bossa dışındaki varlık ve yükümlülüklerin farkı

30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla Akkardan'ın ödenmiş sermaye tutarı 62m TL olmak üzere hisselerin 46,5m TL tutarına karşılık gelen kısmı İsrail Uçurum, 15,5m TL tutarına karşılık gelen kısmı ise Yusuf Uçurum'a aittir.

Şirket'in değerlendirme tarihi itibarıyla TFRS'ye göre hazırlanan bilançosuna göre konsolide özsermayesi **135,1m TL**'dir.

30.06.2017 tarihi itibarıyla Akkardan'ın Bossa'daki %95,71 oranındaki hisselerinin kayıtlı değerinin Akkardan özsermayesinden çıkartılması ile Akkardan'ın özsermaye tutarı **negatif 267m TL**'dir.

Akkardan Yönetimi tarafından sağlanan bilgiye göre 4 Ağustos 2017 tarihli 2017/28 nolu SPK bülteninde yayınlanan Akkardan'ın Bossa'nın diğer ortaklarına ait payları 4,07 TL hisse başına fiyat ile satın almak üzere zorunlu pay alım teklifinde bulunmuş ve satın alım işlemleri 8 Ağustos 2017 ve 21 Ağustos 2017 tarihleri arasında gerçekleşmiştir. Söz konusu işlem için Akkardan ortakları Akkardan'a 8.803.250 TL tutarında nakit sermaye ilavesi yapmışlardır. Ayrıca Bossa'nın 2014 yılında 6552 sayılı Kanun'un 74. maddesinin getirdiği haklardan yararlanmak amacıyla vergi mevzuatı uyarınca kayıtlarda tutulan Akkardan'dan olan 122,9m TL tutarındaki alacak bakiyesinin Bossa Yönetimi'nin talebi doğrultusunda Şirket'in aktiflerinde (Akkardan'ın pasiflerinde) değerlendirilmesi ve bu alacağa ilişkin hesaplanan 41,4m TL tutarındaki adat faizi ve Akkardan'ın 5,2m TL tutarındaki Sermaye Piyasası Mevzuatı'na yapılan incelemeler sonucunda tespit edilen kira fark bedelleri düzeltilmiştir. Buna göre, Akkardan'ın TFRS mali tablolarında yer alan özsermaye tutarına yapılan Bossa'nın defter değerinin düzeltilmesi sonucu elde edilen diğer varlık ve yükümlülükleri bilanço dönemi sonrasında gerçekleştirilen sermaye artışı ve yeniden sınıflama, adat faizi ve kira tutarlarında düzeltilmiştir. Net Varlık Yaklaşımı kapsamında Akkardan'ın düzeltilmiş diğer varlık ve yükümlülükleri **negatif 428m TL**'dir.

# *Birleşme ve Deęiřtirme Oranları*

## Seçilen Yöntem ve Gerekçesi

Bossa'nın gelecekteki potansiyelini daha iyi yansıtacağı düşünülerek Gelir Yaklaşımı'na %75 oranında ağırlık verilirken, Piyasa Yaklaşımı ikincil yöntem olarak dikkate alınmıştır. Buna göre, hesaplanan **%14,03833** birleşme oranı ve birleşme sonrası oluşacak **33.012.768 TL** sermaye tutarının adil ve makul olduğunu düşünmekteyiz.

Birleşme Oranı (%)		Bossa				
		Gelir Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı	Borsa Değeri	Net Varlık Yaklaşımı	Seçilen Yöntem
Akkardan	Net Varlık Yaklaşımı	%14,60563	%12,65783	a.d.	%37,08924	<b>%14,03833</b>

Birleşme Sonrası Sermaye (TL)		Bossa				
		Gelir Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı	Borsa Değeri	Net Varlık Yaklaşımı	Seçilen Yöntem
Akkardan	Net Varlık Yaklaşımı	31.730.516	36.613.259	a.d.	12.495.383	<b>33.012.768</b>

Azaltılacak Sermaye (TL)		Bossa				
		Gelir Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı	Borsa Değeri	Net Varlık Yaklaşımı	Seçilen Yöntem
Akkardan	Net Varlık Yaklaşımı	(76.269.484)	(71.386.741)	a.d.	(95.504.617)	<b>(74.987.232)</b>

## Seçilen Yöntem ve Gerekçesi

Bossa	Akkardan	Ağırlık	Gerekçe
Gelir Yaklaşımı	Net Varlık Yaklaşımı	%75	Gelecekteki potansiyeli daha iyi yansıtıyor olması
Piyasa Yaklaşımı	Net Varlık Yaklaşımı	%25	Bossa ile birebir karşılaştırılabilir şirket sayısının az olması
Borsa Değeri	Net Varlık Yaklaşımı	%0	Borsa değerinin makul değeri yansıtmıyor olması
Net Varlık Yaklaşımı	Net Varlık Yaklaşımı	%0	Gelecekteki nakit yaratma potansiyelini yansıtmıyor olması

### Kullanılan Yöntem

Bossa'nın hisse değeri tahmini için birincil yöntem olarak Gelir Yaklaşımı kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi kullanılmıştır. İkincil yöntem olarak Piyasa Yaklaşımı kapsamında, Karşılaştırılabilir Şirketler analizi kullanılmıştır. Değerleme yöntemleri seçilirken, değerlendirilen şirketin yapısı ve özellikleri göz önünde bulundurulmuştur. Akkardan'ın 2012 yılında faaliyetlerinin sonlandırılmış olmasından dolayı hisse değeri tahmin çalışmasında sadece Net Varlık Yaklaşımı kullanılmıştır.

Bossa'nın gelecekteki potansiyelini daha iyi yansıtacağı düşünülerek gelir yaklaşımına **%75** oranında ağırlık verilmiştir.

Piyasa Yaklaşımı Bossa ile benzer şirketlerin faaliyet gösterdikleri pazarlar ve satışını gerçekleştirdikleri ürünlerin Bossa ile birebir karşılaştırılabilir olmaması nedeniyle Karşılaştırılabilir Şirketler analizine **%25** ağırlık verilmiştir.

Kullanılan değerlendirme yöntemlerine göre birleşme senaryoları hesaplanırken Bossa'nın gelecekteki nakit yaratma potansiyelini yansıtmadığı gerekçesiyle Net Varlık Yaklaşımı yöntemi dikkate alınmamıştır.

Rapor tarihi itibarıyla, Bossa'nın %4,29 oranında hissesi BİST'de işlem görmektedir. Bu sebeple, Piyasa Yaklaşımı altında Borsa Değeri analizi de çalışmalarımız kapsamında değerlendirilmiştir ancak dikkate alınmamıştır. Dikkate alınmamasının en önemli nedenleri ise Şirket'in halka açıklık oranının düşük olması dolayısıyla makul olmayan fiyat hareketlerinin oluşabilmesi, Akkardan ve Bossa arasındaki borç-alacak ilişkisi ve diğer operasyonel olmayan varlıklarının hisse fiyatında dikkate alınmamasıdır. Diğer yandan, bu yöntemden elde edilen sonuçlara göre Bossa'nın birleşme sonrası değeri negatif olarak oluşmaktadır.

Seçilen yönteme göre hesaplanan **%14,03833** birleşme oranı ve birleşme sonrası oluşacak **33.012.768 TL** sermaye tutarının adil ve makul olduğunu düşünmekteyiz. Bu sonuçlar kapsamında azaltılacak sermaye tutarı **74.987.232 TL**'dir.

Kaynak : Şirket Yönetimi, PwC Analizi

## Seçilen Yöntem (1/2)

Değerleme çalışması sonucunda Bossa'nın birleşme sonrası toplam hisse değeri **188,2m TL** olarak tahmin edilmiştir.

### Bossa Birleşme Sonrası Hisse Değeri

TL	30.06.2017
Bossa Azınlık Hisse Değeri	26.422.738
Akkardan Toplam Hisse Değeri	161.795.722
<b>Birleşme Sonrası Hisse Değeri</b>	<b>188.218.460</b>

### Bossa Azınlık Payı Hisse Değeri

TL	30.06.2017
Bossa Toplam Hisse Değeri	615.749.438
Azınlık Payı Oranı*	%4,29
<b>Bossa Azınlık Hisse Değeri</b>	<b>26.422.738</b>

\* Bossa'daki Akkardan dışındaki ortakların rapor tarihi itibarıyla pay oranları

### Bossa Hisse Değeri Akkardan Payı

TL	30.06.2017
Bossa Toplam Hisse Değeri	615.749.438
Akkardan Pay Oranı**	%95,71
<b>Bossa Hisse Değeri Akkardan Payı</b>	<b>589.326.700</b>
Akkardan'ın Diğer Varlık ve Yükümlülükleri***	(427.530.978)
<b>Akkardan Düzeltilmiş Net Aktif Değeri</b>	<b>161.795.722</b>

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

\*\* Rapor tarihi itibarıyla

\*\*\* Bossa dışındaki varlık ve yükümlülüklerin farkı

### Değerleme Sonuçları

Bossa'nın seçilen yöntem sonucunda hisse değeri **615.749.438 TL** olarak tahmin edilmiştir. Akkardan'ın Bossa'daki %95,71 oranındaki payı dikkate alındığında Bossa'nın Akkardan'a taşınan değeri 589.326.700 TL olarak tahmin edilmiştir. Değerleme çalışması sonucunda Akkardan'ın diğer varlık ve yükümlülükleri düzeltilmesi ile beraber Akkardan'ın 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla düzeltilmiş net aktif değerinin **161.795.722 TL** olacağı tahmin edilmiştir.

Bossa'nın %4,29 halka açıklık ve %95,71 Akkardan ana ortaklık payları göz önünde bulundurulduğunda, Bossa'nın birleşme sonrası toplam değeri **188.218.460 TL** olarak tahmin edilmiştir.

## Seçilen Yöntem (2/2)

### Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (Bossa) Azınlık Payının Hisse Değeri (A)	=	26.422.738	615.749.438 x %4,29
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Hisse Değeri (B)	=	161.795.722	(615.749.438 x %95,71)-427.530.978
Devralan Ortaklığın (Bossa) Ödenmiş Sermayesinin Halka Açık kısmı (C)	=	4.634.443	(108.000.000 x %4,29)
Devralan Ortaklığın (Bossa) Ödenmiş Sermayesi (D)	=	108.000.000	(108.000.000 x %100)
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Ödenmiş Sermayesi (E)	=	62.000.000	(62.000.000 x %100)

### Birleşme ve Değişirme Oranı (TL)

$$\text{Birleşme Oranı (F)} = \frac{A}{A + B} = \frac{26.422.738}{26.422.738 + 161.795.722} = \%14,03833$$

$$\text{Ulaşılabacak Sermaye (G)} = \frac{C}{F} = \frac{4.634.443}{0,140383349} = 33.012.768$$

$$\text{Azaltılacak Sermaye (H)} = G - D = 33.012.768 - 108.000.000 = -74.987.232$$

$$\text{Akkardan Değişirme Oranı (I)} = \frac{H}{E} = \frac{-74.987.232}{62.000.000} = \text{a.d.}$$

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda arttırılacak sermaye tutarı, değişirme oranları ve birleşme oranı gösterilmiştir. Değerleme tarihi itibarıyla Bossa'nın ödenmiş sermayesi 108,0m TL'dir. Buna göre, azaltılacak sermaye tutarı **74.987.232 TL** olacaktır.

### Seçilen Yöntem - Hisse Değeri

Bossa - Seçilen Yöntem	615.749.438
Akkardan - Diğer Varlık ve Yükümlülükler	(427.530.978)
<b>Toplam</b>	<b>188.218.460</b>

## Birleşme Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

### Bossa Birleşme Öncesi Ortaklık Yapısı

Pay Sahibi	Ödenmiş Sermaye (TL)	%Pay
Akkardan Sanayi ve Ticaret A.Ş.	103.365.557	%95,70885
Halka Açık Kısım	4.634.443	%4,29115
<b>Ödenmiş Sermaye</b>	<b>108.000.000</b>	<b>%100,00000</b>

Hesaplanan birleşme oranı neticesinde Bossa'nın Akkardan'ı devralması yoluyla gerçekleştirilmesi planlanan birleşme sonucunda oluşacak sermaye yapısı ve her iki şirketin birleşme öncesi sermaye yapılarını gösteren tablolar yan tarafta sunulmuştur. Bossa'nın mevcut yapıda **%4,29115** olan halka açıklık oranının birleşme sonrasında **%14,03833**'e yükseleceği öngörülmektedir.

### Akkardan Birleşme Öncesi Ortaklık Yapısı

Pay Sahibi	Ödenmiş Sermaye (TL)	%Pay
İsrafil Uçurum	46.500.000	%75,00000
Yusuf Uçurum	15.500.000	%25,00000
<b>Ödenmiş Sermaye</b>	<b>62.000.000</b>	<b>%100,00000</b>

### Bossa Altında Birleşme Sonrası Ortaklık Yapısı

Pay Sahibi	Ödenmiş Sermaye (TL)	%Pay
İsrafil Uçurum	21.283.744,1	%64,47125
Yusuf Uçurum	7.094.581,4	%21,49042
Halka Açık Kısım	4.634.443,0	%14,03833
<b>Ödenmiş Sermaye</b>	<b>33.012.768,5</b>	<b>%100,00000</b>

Kaynak : Şirket Yönetimi, PwC Analizi

## İndirgenmiş Nakit Akımları (Boss) – Net Varlık Yaklaşımı (Akkardan)

### Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (Boss) Azınlık Payının Hisse Değeri (A)	=	25.978.515	605.397.376 x %4,29
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Hisse Değeri (B)	=	151.887.883	(605.397.376 x %95,71)-427.530.978
Devralan Ortaklığın (Boss) Ödenmiş Sermayesinin Halka Açık kısmı (C)	=	4.634.443	(108.000.000 x %4,29)
Devralan Ortaklığın (Boss) Ödenmiş Sermayesi (D)	=	108.000.000	(108.000.000 x %100)
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Ödenmiş Sermayesi (E)	=	62.000.000	(62.000.000 x %100)

### Birleşme ve Değişirme Oranı (TL)

$$\text{Birleşme Oranı (F)} = \frac{A}{A + B} = \frac{25.978.515}{25.978.515 + 151.887.883} = \%14,60563$$

$$\text{Ulaşılabacak Sermaye (G)} = \frac{C}{F} = \frac{4.634.443}{0,14605634} = 31.730.516$$

$$\text{Azaltılacak Sermaye (H)} = G - D = 31.730.516 - 108.000.000 = -76.269.484$$

$$\text{Akkardan Değişirme Oranı (I)} = \frac{H}{E} = \frac{-76.269.484}{62.000.000} = \text{a.d.}$$

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda birleşme oranı, ulaşılması gereken sermaye tutarı, azaltılacak sermaye tutarı ve değişirme oranları gösterilmiştir. Değerleme tarihi itibarıyla Bossa'nın ödenmiş sermayesi 108,0m TL'dir. Buna göre, azaltılacak sermaye tutarı **76.269.484 TL** olacaktır.

### İNA - Hisse Değeri

Bossa - İNA	605.397.376
Akkardan - Diğer Varlık ve Yükümlülükler	(427.530.978)
<b>Toplam</b>	<b>177.866.398</b>



## Piyasa Yaklaşımı / Karşılaştırılabilir Şirketler (Bossa) – Net Varlık Yaklaşımı (Akkardan)

### Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (Bossa) Azınlık Payının Hisse Değeri (A)	=	27.755.406	646.805.623 x %4,29
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Hisse Değeri (B)	=	191.519.240	(646.805.623 x %95,71) - 427.530.978
Devralan Ortaklığın (Bossa) Ödenmiş Sermayesinin Halka Açık kısmı (C)	=	4.634.443	(108.000.000 x %4,29)
Devralan Ortaklığın (Bossa) Ödenmiş Sermayesi (D)	=	108.000.000	(108.000.000 x %100)
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Ödenmiş Sermayesi (E)	=	62.000.000	(62.000.000 x %100)

### Birleşme ve Değişirme Oranı (TL)

$$\text{Birleşme Oranı (F)} = \frac{A}{A + B} = \frac{27.755.406}{27.755.406 + 191.519.240} = \%12,65783$$

$$\text{Ulaşılabilecek Sermaye (G)} = \frac{C}{F} = \frac{4.634.443}{0,126578271} = 36.613.259$$

$$\text{Azaltılacak Sermaye (H)} = G - D = 36.613.259 - 108.000.000 = -71.386.741$$

$$\text{Akkardan Değişirme Oranı (I)} = \frac{H}{E} = \frac{-71.386.741}{62.000.000} = \text{a.d.}$$

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda birleşme oranı, ulaşılması gereken sermaye tutarı, azaltılacak sermaye tutarı ve değişirme oranları gösterilmiştir. Değerleme tarihi itibarıyla Bossa'nın ödenmiş sermayesi 108,0m TL'dir. Buna göre, azaltılacak sermaye tutarı **71.386.741 TL** olacaktır.

### Karş. Şirketler - Hisse Değeri

Bossa - Karş. Şirketler ve İşlemler	646.805.623
Akkardan - Diğer Varlık ve Yükümlülükler	(427.530.978)
<b>Toplam</b>	<b>219.274.645</b>

## Piyasa Yaklaşımı / Borsa Değeri (Bossa) – Net Varlık Yaklaşımı (Akkardan)

### Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (Bossa) Azınlık Payının Hisse Değeri (A)	=	15.077.688	351.366.987 x %4,29
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Hisse Değeri (B)	=	a.d.	(351.366.987 x %95,71)-427.530.978
Devralan Ortaklığın (Bossa) Ödenmiş Sermayesinin Halka Açık kısmı (C)	=	4.634.443	(108.000.000 x %4,29)
Devralan Ortaklığın (Bossa) Ödenmiş Sermayesi (D)	=	108.000.000	(108.000.000 x %100)
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Ödenmiş Sermayesi (E)	=	62.000.000	(62.000.000 x %100)

### Birleşme ve Değişirme Oranı (TL)

$$\text{Birleşme Oranı (F)} = \frac{A}{A + B} = \frac{15.077.688}{15.077.688 + \text{a.d.}} = \text{a.d.}$$

$$\text{Ulaşılabilecek Sermaye (G)} = \frac{C}{F} = \frac{4.634.443}{\text{a.d.}} = \text{a.d.}$$

$$\text{Azaltılacak Sermaye (H)} = G - D = \text{a.d.} - 108.000.000 = \text{a.d.}$$

$$\text{Akkardan Değişirme Oranı (I)} = \frac{H}{E} = \frac{\text{a.d.}}{62.000.000} = \text{a.d.}$$

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda birleşme oranı, ulaşılabilecek sermaye tutarı, azaltılacak sermaye tutarı ve değişirme oranları gösterilmiştir. Bu yöntemle göre Bossa'nın birleşme sonrası hisse değerinin negatif 76.163.991 TL tutarında olması ve dolayısıyla birleşme oranı hesaplamasında anlamsız sonuç vermesi sebebiyle Bossa ve Akkardan'ın 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla birleşmesi çalışmasında bu yöntemle yer verilmemiştir.

### Borsa Yaklaşımı - Hisse Değeri

Bossa - Borsa Değeri	351.366.987
Akkardan - Diğer Varlık ve Yükümlülükler	(427.530.978)
<b>Toplam</b>	<b>(76.163.991)</b>

## Net Varlık Yaklaşımı (Bossa) – Net Varlık Yaklaşımı (Akkardan)

### Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (Bossa) Azınlık Payının Hisse Değeri (A)	=	20.746.305	483.467.155 x %4,29
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Hisse Değeri (B)	=	35.189.871	(483.467.155 x %95,71)-427.530.978
Devralan Ortaklığın (Bossa) Ödenmiş Sermayesinin Halka Açık kısmı (C)	=	4.634.443	(108.000.000 x %4,29)
Devralan Ortaklığın (Bossa) Ödenmiş Sermayesi (D)	=	108.000.000	(108.000.000 x %100)
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Ödenmiş Sermayesi (E)	=	62.000.000	(62.000.000 x %100)

### Birleşme ve Değişirme Oranı (TL)

$$\text{Birleşme Oranı (F)} = \frac{A}{A + B} = \frac{20.746.305}{20.746.305 + 35.189.871} = \%37,08924$$

$$\text{Ulaşılabilecek Sermaye (G)} = \frac{C}{F} = \frac{4.634.443}{0,370892444} = 12.495.383$$

$$\text{Azaltılacak Sermaye (H)} = G - D = 12.495.383 - 108.000.000 = -95.504.617$$

$$\text{Akkardan Değişirme Oranı (I)} = \frac{H}{E} = \frac{-95.504.617}{62.000.000} = \text{a.d.}$$

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda birleşme oranı, ulaşılabilecek sermaye tutarı, azaltılacak sermaye tutarı ve değişirme oranları gösterilmiştir. Değerleme tarihi itibarıyla Bossa'nın ödenmiş sermayesi 108,0m TL'dir. Buna göre, azaltılacak sermaye tutarı **95.504.617 TL** olacaktır.

### Net Varlık Yaklaşımı - Hisse Değeri


Bossa - Konsolide NAD	483.467.155
Akkardan - Diğer Varlık ve Yükümlülükler	(427.530.978)
<b>Toplam</b>	<b>55.936.177</b>

# ***Ekler***

<b>Ekler</b>	<b>89</b>
1 Sözleşme	90
2 Bilgi Kaynakları	93
3 Birleşme ve Değişirme Oranları - Karşılaştırma	95
4 Grup İçi Alacak Adat ve Kira Hesaplaması	97
5 AOSM	99
6 Beta	101
7 Kısaltmalar	103

# *Sözleşme*

# Sözleşme (1/2)



**GİZLİ & ÖZEL**

**Akkardan San. ve Tic. A.Ş.**  
Adana Hacı Sabancı Organize Sanayi  
Bölgesi Turgut Özal Bulvarı No: 2  
01350 Sarıçam / Adana

05.09.2017

Sayın Yatma Kıvılcım İliki,

**Konu: Değerleme Hizmetlerine İlişkin Danışmanlık Sözleşmesi**

Bu sözleşme, Akkardan San. ve Tic. A.Ş. ("Akkardan") ve Bossa Tic. ve San. İşletmeleri T.A.Ş.'nin ("Bossa") (herpsi birlikte "Şirketler") talebi üzerine Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Birleşme ve Bölünme Tebliği (1-23.2)" çerçevesinde, birleşme hesabında Şirketler'in ortaklık hesabında kullanılmak üzere hazırlanacak uzman kuruluş raporunun kapsamının, danışmanlık ücretinin ve tarafların yükümlülüklerinin açıklanması amacıyla hazırlanmıştır.

**1. Hizmetin Kapsamı**

Uzman Kuruluş Raporu'nun hazırlanmasında, değerlendirme tarihi itibarıyla geçerli olan en son mali tablolar ve finansal bilgiler dikkate alınarak birleşecek şirketler olan Bossa ve Akkardan'ın toplam hisse değerleri çalışmamız kapsamında tahmin edilecektir.

Uzman Kuruluş Raporu çalışmamızın gözetiminde yürütülecek ve çalışma bittikten sonra raporun teslim edilene kadar gizli tutulacaktır. Çalışma sonucunda Bossa ve Akkardan'ın değerlendirme tarihi itibarıyla ayrı ayrı makul hisse değerlerinin ve birleşme oranlarının yer aldığı Türkçe bir rapor hazırlanacaktır.

Makul değer çalışması niteliği gereği bir bilim olarak algılanmamalı ve sonuçta elde edilen değerlerin kesin ve tam olduğu düşünülmemelidir. Elde edilen sonuçun öbjektif olması ve bireysel değerlendirmeye içerdiği göz önünde bulundurulmalıdır.

**2. Değerleme Yöntemleri**

Şirketler'in aşağıda belirtilen gelir yaklaşımı / indirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemi ana değerlendirme yöntemi olarak kullanılacaktır. Net Aktif Değer (NAD) ve Piyasa Yaklaşımları ayrıca kullanılacaktır.

**2.1. Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi**


Bu yöntemde göre bir şirketin veya varlığın değeri, hâlihazırda müşteri portföyü, pazar payı, hizmet potansiyeli, organizasyonu ve yönetim kadrosu ile gelecekte ortaya çıkması beklenen nakit akışlarının analizi sonucu elde edilmektedir.

PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş.  
Süleyman Seba Cad. BJK Plaza No:48  
B Blok, Kat 9 Akaretler  
34357 Beşiktaş, İstanbul - Turkey  
www.pwc.com/tr  
Telephone +90 (212) 326 6060  
Facsimile +90 (212) 326 6050  
Mersis No: 073304333990028

**Bossa Tic. ve San. İşletmeleri T.A.Ş.**  
Adana Hacı Sabancı Organize Sanayi  
Bölgesi Turgut Özal Bulvarı No: 2  
01350 Sarıçam / Adana

PwC 1/3

© 2017 PwC Türkiye. Tüm hakları saklıdır. Bu metinde "PwC Türkiye" ibaresi, PwC global ağını üye firmaları olan PwC Bağınmaz Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş., PwC Yemini Mali Müşavirlik A.Ş. ve PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş.'ni ifade etmektedir.



**2.2 Piyasa Yaklaşımı - Karşılaştırılabilir Piyasa Değeri Yöntemi**

Şirket değerlemesinde aynı sektördeki faaliyet konusu benzer şirketlerin çeşitli finansal rasyolarının ortalamaları ve/veya sektöre özgü geçmişte gerçekleştirilmiş işlemlerde oluşan rasyolar dikkate alınarak değerin tespit edildiği bu yöntem genel olarak iki ayrı şekilde gerçekleştirilmektedir.

**Karşılaştırılabilir Şirketler Analizi:** Bu yöntemde yurtiçi ve yurtdışı borsa/da işlem gören ve benzer faaliyetlere sahip şirketler tespit edilmektedir. Bu şirketlerin değerlendirme katsayıları analiz edilmekte ve analiz sonuçları şirketin finansal verilerine uygulanarak gösterge bir değere ulaşılmaktadır.

**Karşılaştırılabilir İşlemler Analizi:** İkinci temel yöntem olan karşılaştırılabilir işlemler analizi çalışmasında ise faaliyetleri ve finansal büyüklükleri benzer şirketlerin yurtiçi ve yurtdışında gerçekleştirilmiş satış işlemleri araştırılmakta, bu işlemlerde oluşan değerlendirme katsayıları analiz edilmekte ve analiz sonuçları şirketin finansal verilerine uygulanarak gösterge bir değere ulaşılmaktadır.

**2.3 Net Aktif Değer Yöntemi**

Net aktif değer yöntemi, bir alıcının bir işletmeyi almak için ödeyeceği paranın en az o işletmenin bütün varlıklarının belirli bir tarihte nakde çevrilmesiyle elde edilecek miktara veya yeniden aynı konuma getirilmesi kapsamında oluşacak maliyete eşit olacağı varsayımına dayanmaktadır. Bu yaklaşım işletmenin gelecekte elde edilebileceği potansiyel gelirlerini ve yaratacağı değeri dikkate almamaktadır, fakat işletmenin olan tasfiye değeri veya yeniden aynı konuma getirme maliyetine yaklaşarak, şirketin değerine yönelik bir tahminde bulunmaktadır.

**3. Yönetimce Sağlanan Bilgilerin Doğruluğu**

Değerleme çalışması sırasında, maliyet yaklaşım kapsamında ihtiyaç duyulacak olan finansal bilgiler ve projeksiyonlar Bossa Yönetim tarafından sağlanacaktır. Bu bilgilerin kullanılmasında güvenliğimiz bir ifadesi olarak algılanmamalıdır. Dolayısıyla değerlendirmemizde kullandığımız veri olarak kabul ettiğimiz finansal bilgilerden sonradan ortaya çıkacak eksiklikler dolayısıyla sorumluluk kabul etmemiz beklenmemelidir.

Değerleme çalışması sırasında kullanılacak finansal bilgilerin sorumluluğu tamamen Bossa Yönetimine aittir. Bu kapsamda PwC, çalışmada kullanılan finansal bilgilerin geçerliliği konusunda herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir.

**4. Çalışma Planı ve Süresi**

Çalışmamız tarafınızda görüşülerek uygun görülen bir tarihte başlanacaktır. Raporumuzun bilgilerin zamanında gelmesini bağlı olarak çalışmamızın başlangıcından itibaren 3-4 hafta sonra teslim edilecektir.


Çalışmaya başlamadan önce Bossa ve Akkardan Yönetimlerine ihtiyaç duyacağımız bilgilerin bir dökümü gönderilerek gerekli hazırlıkların yapılması sağlanacaktır. Yukarıda belirtilen zaman planı doğrultusunda çalışmamızın yapılabilmesi gerekli bilgilerin Bossa ve Akkardan Yönetimleri tarafından sağlanmasına bağlıdır.

**5. Proje Ekibi**

Bu projede Serkan Aslan Sorumlu Ortak olarak uzman çalışanlardan oluşan bir takıma liderlik edecek ve size sağlanacak hizmetlerden sorumlu olacaktır.

PwC 2/3

© 2017 PwC Türkiye. Tüm hakları saklıdır. Bu metinde "PwC Türkiye" ibaresi, PwC global ağını üye firmaları olan PwC Bağınmaz Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş., PwC Yemini Mali Müşavirlik A.Ş. ve PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş.'ni ifade etmektedir.



## Sözleşme (2/2)

### 6. Ücret

### 7. Sorumluluğun Sınırlanması

PwC bu yazıda sözü edilen hizmetleri ifa etmekte gerekli dikkat ve özeni gösterecektir. PwC, sözleşmenin kendisi tarafından ihlal edilmesi veya bu mektup ve sözleşmede belirtilen hizmetlerdeki kusuru nedeniyle meydana gelen tüm zararları ödemeyi kabul eder. Ancak PwC şirketinin, ortaklarının ya da çalışanlarının sorumluluğuna hiçbir şekilde PwC'ye ödenecek ücreti geçmeyecektir.

Bununla beraber, PwC hiçbir şekilde Şirket müdürlerinin, çalışanlarının yamtu, aldatıcı beyan ve davranışları nedeniyle oluşacak zarar, ziyan veya masraftan sorumlu olmayacaktır.

### 8. Danışmanlık Sözleşmesi Hüküm ve Şartları ("Hüküm ve Şartlar")

Sözleşmeye ek teşkil edecek Hüküm ve Şartlar, verilecek hizmetlerin gerektirdiği hususlara bağlı olarak her iki tarafın karşılıklı görev ve sorumluluklarını belirtmektedir. Hüküm ve Şartlar, belirli koşullarda sorumluluk kabul etmeyeceğimizi ve diğer koşullar altında da sözleşmeden ya da başka nedenlerle doğabilecek toplam sorumluluğumuzun hizmetler için sizin tarafınızdan ödenen ücret tutarı ile sınırlı olduğunu belirtmektedir.

### 9. Gizlilik ve Bağımsızlık

PwC Türkiye olarak mesleğimizin ve firmamızın ahlaki kurallarına tam anlamıyla bağlıyız. Çalışmamızın her safhasında PwC çalışanları olarak gizlilik esasına uygun davranacağımızı ve bize verilen bilgiler konusunda gizliliğin muhafaza edileceğini taahhüt ederiz.

### 10. Diğer Konular

Damga vergisi mükellefiyeti Bossa ve Akkardan tarafından yerine getirilecektir.

Bu sözleşme 05.09.2017 tarihinde İstanbul'da düzenlenmiş, birliğe imza edilmiş ve yürürlüğe konulmuş olup daha önce yapılmış olan tüm sözleşme ve haberleşmeleri geçersiz kılar. Taraflar yukarıda belirtilen maddeleri kabul etmektedirler.

İmza..... İsmail Uzun	İmza.....
Yetkili İsim: İsmail Uzun	Yetkili İsim: Serkan Aslan
Görev: Bossa	Görev: Ortak
Akkardan San. ve Tic. A.Ş.	PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş.
Bossa Tic. ve San. İşletmeleri T.A.Ş.	
Tarih: 22/09/2017	Tarih: 22/09/2017

PwC 3 / 3

© 2017 PwC Türkiye. Tüm hakları saklıdır. Bu metinde "PwC Türkiye" ibaresi, PwC global ağının üye firmaları olan PwC Bağımsız Denetim ve Soruşturma Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş., PwC Temsil Mali Müşavirlik A.Ş. ve PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş.'ni ifade etmektedir.

# *Bilgi Kaynakları*



## Bilgi Kaynakları

Yapılan değerleme çalışması, Bossa ve Akkardan yönetimleri tarafından sağlanan bilgiler ve diğer sektörel ve finansal kaynaklara dayandırılmıştır. Sonuçlar, bu kaynaklardaki bilgilerin doğruluğuna bağlıdır.

Değerleme çalışması boyunca kullanılan başlıca kaynaklar aşağıdaki gibidir:

- Şirket yönetimi tarafından sağlanan dökümanlar;
  - Bossa 2014, 2015, 2016 ve 1Y17 dönemlerine ait TFRS detay mizanlar;
  - 2014, 2015, 2016 ve 1Y17 dönemlerine ait Bossa ve Akkardan bağımsız denetim raporları;
  - 2014, 2015 ve 2016 ve 1Y17 dönemlerine ait Bossa'nın ürün grubu ve satış kanalı bazında satış miktarları, satış tutarları ve maliyet çalışması;
  - Bossa ortalama personel sayısı ve gider merkezine göre kırılımı;
  - Bossa Faaliyet Raporu;
  - Projeksiyon dönemine ilişkin Bossa yönetimi tarafından hazırlanmış iş planı;
  - Bossa'nın 2015 vergi beyannamesi, 2016 yılı ve 2017 yılı 2. dönem geçici vergi beyannamesi
  - Akkardan'ın 2016 kurumlar vergi beyannamesi ve 2017 yılı 2. dönem geçici vergi beyannamesi
  - Sabit kıymet detayları.

- Görüşülen üst düzey yöneticiler;
  - Fatma Kıvılcım İlikçi, Mali ve İdari İşler Genel Müdür Yardımcısı – Yönetim Kurulu Üyesi;
  - Musatafa Kemal İlikçi, Muhasebe Müdürü
  - Soner Sakin, Finans Müdürü.
- Bilgi Kaynakları;
  - Bloomberg;
  - S&P Capital IQ;
  - Mergermarket;
  - PwC Veri tabanı.

# *Birleşme ve Değişirme Oranları - Karşılaştırma*

## Birleşme ve Değişirme Oranları (Bossa Altında Birleşme) Karşılaştırma

### Birleşmeye Esas Değerler - TFRS (TL)

Devralan Ortaklığın (Bossa) Azınlık Payının Değeri (A)	=	19.148.568	446.233.845 x %4,29
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Değeri (B)	=	169.069.892	(446.233.845 x %95,71)-258.015.385
Devralan Ortaklığın (Bossa) Ödenmiş Sermayesinin Halka Açık kısmı (C)	=	4.634.443	(108.000.000 x %4,29)
Devralan Ortaklığın (Bossa) Ödenmiş Sermayesi (D)	=	108.000.000	(108.000.000 x %100)
Devrolan Ortaklığın (Akkardan) Ödenmiş Sermayesi (E)	=	62.000.000	(62.000.000 x %100)

### Birleşme ve Değişirme Oranı - TFRS (TL)

Birleşme Oranı (F)	=	$\frac{A}{A+B} = \frac{19.148.568}{19.148.568 + 169.069.892}$	=	%10,17359
Ulaşılabilecek Sermaye (G)	=	$\frac{C}{F} = \frac{4.634.443}{0 \text{ USD}}$	=	45.553.680
Azaltılacak Sermaye (H)	=	G - D = 45.553.680 - 108.000.000	=	-62.446.320
Akkardan Değişirme Oranı (I)	=	$\frac{H}{E} = \frac{-62.446.320}{62.000.000}$	=	a.d.

Bossa Yönetimi'nin talebi doğrultusunda Şirket'in 6552 sayılı kanunla ilgili olan alacağın aktif hesaplara sınıflanması, ilgili alacak bedeli için hesaplanan adet faizi tutarı ve Şirket'in Sermaye Piyasası Mevzuatı'nca yapılan incelemeler sonucunda tespit edilen kira fark bedellerinden oluşan toplam 169.515.593 TL tutar birleşme oranı hesaplamalarında dikkate alınmıştır. Şirket'in 6552 sayılı kanun çerçevesinde 01.10.2014 tarihinden itibaren son verdiği adet hesaplaması tutarı 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla 41.433.691 TL'dir. Ayrıca, 2012 yılı vergi incelemesi neticesinde Danıştay'da devam eden dava, Şirket'in Akkardan'a kiraya vermiş olduğu gayrimenkulün kirasının emsaline nazaran düşük bedelle kiralandığı iddiasına dayanmaktadır. Şirket bununla ilgili olarak yaptırdığı gayrimenkul değerlendirme raporu değerini almış ancak değerlendirme raporunun iç kısmında tutarın farklılaştığı vergi incelemesi sırasında tespit edilmiştir. Farklılaşan aylık 54.630 TL tutarın yıllar itibarıyla ana para kira farkı 3.094.383 TL, gecikme faizi tutarı ise 2.073.420 TL olup toplam tutar 5.167.803 TL'dir. Sermaye Piyasası Mevzuatı uyarınca yapılan inceleme ve nihayetinde tespit edilen kira fark bedelleri için yapılmış olan hesaplamalar, Danıştay'da devam eden vergi incelemesi ile ilgili dava sürecinden veya söz konusu davada tespit edilen hususlardan bağımsızdır.

Yandaki tabloda, TFRS mali tablolarından elde edilen sonuçlar ile yukarıda belirtilen düzeltmeler dikkate alınarak hesaplanan sonuçların karşılaştırmasına yer verilmektedir.

### Birleşme Sonuçları Karşılaştırma

	TFRS Mali Tablolar	Düzeltilmiş Hesaplama
<b>Birleşme Oranı (%)</b>	%10,17359	<b>%14,03833</b>
<b>Birleşme Sonrası Sermaye (TL)</b>	45.553.680	<b>33.012.768</b>
<b>Azaltılacak Sermaye (TL)</b>	(62.446.320)	<b>(74.987.232)</b>

Kaynak : Şirket Yönetimi, PwC Analizi

# *Grup İçi Alacak Adat ve Kira Hesaplaması*

## Grup İçi Alacak Adat ve Kira Hesaplaması

Şirket'in 6552 sayılı kanundan yararlandığı tutarın 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla adet faizi tutarı **41,4m TL**, Akkardan'a kiralamış olduğu gayrimenkullerin kira farkı tutarları toplamı **3,1m TL** ve söz konusu farklara ilişkin hesaplanan gecikme faizi tutarı da **2,1m TL** olarak hesaplanmıştır.

### Finansman Nitelikli Alacak

Anapara ('000 TL)	Yıl	Yıllık Faiz Oranı (%)	Ay Faiz Tutarı Sayısı	('000 TL)
105.664	2014	%11,75	3	3.104
105.664	2015	%11,75	4	4.139
105.664	2015	%14,50	4	5.107
105.664	2015	%15,60	4	5.495
105.664	2016	%15,60	4	5.495
105.664	2016	%14,50	3	3.830
105.664	2016	%14,00	3	3.698
105.664	2016	%15,00	2	2.642
105.664	2017	%15,00	6	7.925
<b>Toplam Faiz Tutarı</b>				<b>41.434</b>

### Kira Farkı Hesaplaması

İlgili Dönem	Fatura Tutarı ('000 TL)	SPK Hesaplanan ('000 TL)	Fark ('000 TL)
01.07.2009-30.06.2010	1.200	1.856	656
01.07.2010-30.06.2011	1.270	1.964	694
01.07.2011-30.06.2012	1.371	2.120	749
01.07.2012-31.12.2012	751	1.162	410
01.01.2013-28.02.2013	250	387	137
28.02.2013-31.03.2014	163	561	399
01.04.2014-22.10.2014	17	67	50
<b>Toplam</b>	<b>5.023</b>	<b>8.117</b>	<b>3.094</b>

Kaynak: Şirket Yönetimi

### Kira Farkı Gecikme Faizi

Tarih	Kira farkı Tutarı ('000 TL)	Yıllık Faiz Oranı (%)	Günlük Faiz Oranı (%)	Kümülatif Faiz Oranı (%)	Kira Farkı Faiz Tutarı ('000 TL)
31.12.2009	328	%16,00	%0,04	%97,95	321
30.06.2010	328	%16,00	%0,04	%90,01	295
31.12.2010	347	%15,00	%0,04	%81,95	284
30.06.2011	347	%15,00	%0,04	%74,51	259
31.12.2011	375	%17,75	%0,05	%66,93	251
30.06.2012	375	%16,50	%0,05	%58,12	218
31.12.2012	410	%13,75	%0,04	%49,89	205
28.02.2013	137	%13,75	%0,04	%47,66	65
31.03.2013	29	%13,75	%0,04	%46,50	13
30.04.2013	29	%13,75	%0,04	%45,37	13
31.05.2013	29	%13,75	%0,04	%44,20	13
30.06.2013	29	%11,00	%0,03	%43,14	12
31.07.2013	31	%11,00	%0,03	%42,20	13
31.08.2013	31	%11,00	%0,03	%41,27	13
30.09.2013	31	%11,00	%0,03	%40,36	13
31.10.2013	31	%11,00	%0,03	%39,43	12
30.11.2013	31	%11,00	%0,03	%38,52	12
31.12.2013	31	%11,75	%0,03	%37,58	12
31.01.2014	31	%11,75	%0,03	%36,58	12
28.02.2014	31	%11,75	%0,03	%35,68	11
31.03.2014	31	%11,75	%0,03	%34,68	11
30.04.2014	7	%11,75	%0,03	%33,72	2
31.05.2014	7	%11,75	%0,03	%32,72	2
30.06.2014	7	%11,75	%0,03	%31,76	2
31.07.2014	8	%11,75	%0,03	%30,76	2
31.08.2014	8	%11,75	%0,03	%29,76	2
30.09.2014	8	%11,75	%0,03	%28,79	2
22.10.2014	6	%11,75	%0,03	%28,09	2
<b>Toplam</b>	<b>3.094</b>				<b>2.073</b>

# *AOSM*

## Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Parametre	Değer	Hesaplama	Açıklama
Risksiz Faiz Oranı (RFO)	%10,3	a	30.06.2017 itibarıyla Türkiye Cumhuriyeti Devletinin 24.02.2027 vadeli tahvilinin getiri oranı kullanılmıştır.
Varlık Betası	0,7	b	Karşılaştırılabilir şirket analizi dikkate alınarak hesaplanmıştır. Varlık Betası = Sermaye Betası / (1+ Borç/ Sermaye*(1-Vergi Oranı))
Borç/Sermaye Oranı	%15,0	c	Şirket'in mevcut borçluluk seviyesi Şirket Yönetimi ile tartışılarak dikkate alınmıştır.
Hedef Kaldıraç Oranı	%13,0	$d=(1/(1+1/c))$	Hedef Kaldıraç Oranı = Borç / (Borç + Sermaye)
Sermaye Betası	0,8	$e=b*(1+c*(1-i))$	Sermaye Betası: Varlık Betası*(1+B/S*(1-Vergi Oranı))
Piyasa Risk Primi (PRP)	%6,5	f	PwC analizlerine dayanarak PRP %6,5 olarak tahmin edilmiştir (Hisse senedi piyasası ortalama kazancı ile ortalama risksiz tahvil getirisi arasındaki geçmiş verilere dayanan fark).
<b>Sermaye Maliyeti</b>	<b>%15,4</b>	<b><math>h=a+e*f</math></b>	<b>Sermaye Maliyeti = (RFO) + Beta x (PRP)</b>
Vergi Oranı	%20,0	i	Oranı %20 olan Kurumlar Vergisi olarak dikkate alınmıştır.
Borç Primi	%3,7	j	Şirket'in 2016 yılı içerisinde ihraç etmiş olduğu 20m TL nominal değerli, gösterge DİBS + %3,66 faiz oranlı tahvilin risk primi dikkate alınmıştır.
<b>Borç Maliyeti</b>	<b>%11,2</b>	<b><math>k=(a+j)*(1-i)</math></b>	<b>Borç Maliyeti = (RGO + Borç Primi)*(1-Vergi Oranı)</b>
<b>Vergi Sonrası AOSM</b>	<b>%14,9</b>	<b><math>l=h*(1-d)+k*d</math></b>	<b>AOSM = [(Sermaye maliyeti * (1-Borç/(Borç + Sermaye))] + [Borç maliyeti *(Borç/(Borç + Sermaye))]</b>

Kaynak: Capital IQ, Bloomberg, PwC Analizi

# *Beta*



## Beta

Şirket Adı	Ülke	Vergi Oranı	Sermaye Betası	Piyasa Değeri (m \$)	Net Fin. Borç (m \$)	Şirket Değeri (m \$)	Borç/Sermaye Oranı*	Varlık Betası
Nien Hsing Textile Co., Ltd.	Tayvan	17%	1,0	318	79	240	13,6%	0,9
Everest Textile Co., Ltd.	Tayvan	17%	0,9	234	(114)	348	48,6%	0,7
Shinih Enterprise Co., Ltd.	Tayvan	17%	0,9	70	(10)	80	51,5%	0,6
Honmyue Enterprise Co., Ltd.	Tayvan	17%	0,9	49	(10)	59	76,3%	0,5
Malek Spinning Mills Limited	Bangladeş	25%	1,0	55	(35)	90	90,0%	0,6
<b>Ortalama</b>							<b>56,0%</b>	<b>0,7</b>

Kaynak: Capital IQ, PwC Analizi

\* Son 5 yıllık ortalama borç/sermaye oranını göstermektedir.

Yukarıda belirtilen halka açık şirketler, operasyonel benzerlikleri, faaliyet gösterdikleri alan ve risk seviyeleri göz önünde bulundurularak beta hesaplaması için karşılaştırılabilir şirketler olarak alınmıştır. Varlık betası bu şirketlerin ortalamaları dikkate alınarak hesaplanmıştır.

Karşılaştırılabilir şirketlerden elde edilen sonuç ve PwC analizine göre, değerlendirme çalışmasında kabul edilecek varlık betası **0,7** olarak belirlenmiştir.

# *Kısaltmalar*

## Kısaltmalar (1/3)

Tanım	Açıklama
%	Yüzde
ooo	Bin
1YXX	İlgili yılın 1. Yarıyılı
AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
a.d.	Anlamsız Değer
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
Akkardan	Akkardan Sanayi ve Ticaret A.Ş.
ARGE	Araştırma ve Geliştirme
Bossa	Bossa Ticaret ve Sanayi İşletmeleri T.A.Ş.
BIST	Borsa İstanbul A.Ş.
DED	Devam Eden Değer
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kar

## Kısaltmalar (2/3)

Tanım	Açıklama
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
Harmoni	Harmoni Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık A.Ş.
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımları
KDV	Katma Değer Vergisi
m	Milyon
NİS	Net İşletme Sermayesi
NAD	Net Aktif Değer
m.d.	Mevcut Değil
NS	Net Satışlar
Ort.	Ortalama
PRP	Piyasa Risk Primi
PwC	PwC Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.

## Kısaltmalar (3/3)

Tanım	Açıklama
RGO	Risksiz Getiri Oranı
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
Şirket	Bossa Ticaret ve Sanayi İşletmeleri T.A.Ş.
ŞD	Şirket Değeri
TL	Türk Lirası
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TÜFE	Tüketici Fiyatları Endeksi
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
UVBO	Uzun Vadeli Büyüme Oranı
VUK	Vergi Usul Kanunu
YBBO	Yıllık Birleşik Büyüme Oranı



© 2017 PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş. Tüm hakları saklıdır. Bu raporda "PwC", her üye şirketi ayrı bir tüzel kişilik olan PricewaterhouseCoopers International Limited'in üye şirketlerinden PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş.'yi ifade etmektedir.