

**MUTLUCAN TUZ MADENCİLİK İNŞAAT TURİZM
OTOMOTİV PETROL NAKLİYE SANAYİ VE TİCARET A.Ş.****[MCTUZ]****12.05.2014****Amaç**

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29 uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından halka arza aracılık eden Konsorsiyum Lideri Tera Menkul Değerler A.Ş.'nin, Mutlucan Tuz Madencilik İnşaat Turizm Otomotiv Petrol Nakliye Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Mutlucan Tuz", "Şirket") için hazırlanmış olduğu halka arz fiyat tespit raporunun analiz edilip değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Bu Rapor; Mutlucan Tuz'un halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan Şirket verilerinin gerçeği yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

**MUTLUCAN TUZ MADENCİLİK İNŞAAT TURİZM
OTOMOTİV PETROL NAKLİYE SANAYİ VE TİCARET A.Ş.****Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz
Raporu**

Firma madencilik sektöründe, Tuz üretimi dalında faaliyet göstermektedir. Mutlucan Tuz 22 Aralık 2005 tarihinde Ankara'da kurulmuştur. Şirket 26.01.2006 tarihinde Tekel'in işletmeciliğini yaptığı Tuz Gölü sahasında yer alan 3 göl tuzlasından biri olan Kayacık Tuzlasını 42.200.000 USD bedelle 26 yıl süre ile (21.01.2032 tarihine kadar) devralmıştır.

Şirket'in ana faaliyet konusu, Ankara- Tuz gölü sahasında, Kayacık Tuzlasının işletilmesi, üretmiş olduğu farklı kalitelere tuzun ağırlıklı olarak yurtiçi pazar olmak üzere bayiler aracılığıyla satışı ve diğer servis hizmetleri (nakliye vb.) faaliyetlerden oluşmaktadır. Şereflikoçhisar Kayacık Tuz İşletmesinde; Ham tuz, Yıkanmış tuz, Çift yıkanmış tuz, Elenmiş buz çözücü tuz, Cumhuriyet Mahallesi Şubesinde Mekanik Rafine tuz, Sanayi tuzu (Mutlucan Kral Tuz), Sofra tuzu (Mutlucan Kral Tuz), Tablet tuz (Mutlucan Kral Tuz) üretimi gerçekleştirilmektedir. Mutlucan Tuz'un, 2013 yılı itibarıyla ortalama çalışan sayısı 101 kişidir.

Sermaye ve Esas Sözleşme Hakkında

Şirketin kayıtlı sermaye tavanı 220.000.000 TL olup, çıkarılmış sermayesi 53.000.000 TL'dir. Bu sermaye, her biri 1.00 (bir) TL nominal değerinde 36.040.000 adet (A) grubu nama, 16.960.000 adet (B) grubu hamiline olmak üzere toplam 53.000.000 adet paya bölünmüştür. Her bir payın itibari değeri eşit olup, (A) grubu payların her birinin 15 oy hakkı olup, (B) grubu her bir payın bir oy hakkı vardır. Kar dağıtımında imtiyaz bulunmamaktadır. Şirket sermayesinde (halka arz öncesi) %87 pay ile Birol Mutlu hakim ortak konumundadır.

HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka arz şekli	PAY -Adet
Sermaye artırımını	7.950.000
Ortak Satışı*	13.250.000
Toplam	21.200.000
<i>*ilave 2.650.000 pay ek satışı konu olabilecektir.</i>	
Halka Arz Büyüklüğü	
Halka arz fiyatı	4,45 TL – 4,85 TL
Brüt Halka arz geliri	94,3 mn TL – 102,8 mn TL
Şirkete net halka arz geliri	35,4 mn TL – 38,6 mn TL
Kotasyon	
Halka arz tarihi	13-14-15 Mayıs 2014
İşlem göreceği pazar	Ulusal Pazar
Halka arz Taahhütleri	
Sermaye artımı yapmama	1 Yıl boyunca bedelli sermaye artırımını yapmama
Ortak satışı yapmama	1 Yıl boyunca ortak satışı yapmama
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	En İyi gayret Aracılığı
Aracı Kurum (Konsorsiyum Liderleri)	TERA Menkul- TEB Yatırım
Halka arz satış Yöntemi	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama ve Satış Yöntemi

ORTAKLIK YAPISI				
Ortağın Adı Soyadı	Ortakların Sermaye Payı			
	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	(TL)	%	(TL)	%
Birol Mutlu - A	30.174.667	56,9%	30.174.667	49,5%
Birol Mutlu - B	16.960.000	32,0%	3.710.000	6,1%
Hatice Mutlu - A	5.300.000	10,0%	5.300.000	8,7%
Erol Mutlu - A	530.000	1,0%	530.000	0,9%
Muzaffer Mutlu -A	35.333	0,1%	35.333	0,1%
Halka Açık - B			21.200.000	34,8%
TOPLAM	53.000.000	100,0%	60.950.000	100,0%



Şirket'in satışları ve finansal durumu hakkında

Şirket 2013 yılında 717.361 ton tuz satışı gerçekleştirmiş olup, satışların %70'i göl tuzu, %17'si daha düşük sertlikte D1 havuzundan üretilen tuz teşkil etmiştir. Mekanik rafine tuz hariç, tuz satış fiyatları 2013 yılında ton başına 57 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Katma değeri daha yüksek ve ortalama ton başına fiyatı, 107 TL olan mekanik rafine tuz satışları ise 22.251 ton olarak gerçekleşmiştir.(Şirket mekanik rafine tuz satışlarını 2014 yılında 60.000 ton'a, 2015 yılında 90.000 ton seviyesine çıkarmayı hedeflemektedir.)

Şirket'in satışları 2012 yılında %12 artış gösterirken 2013 yılında %15 azalarak 47,7 mn TL seviyesindedir. Mevcut satışların brüt karlılığı 2013 yılında %56,4, esas faaliyet karlılığı %47,5, net kar oranı ise %33,8 seviyesindedir. Şirket'in satışları 2013 yılında ton bazında %14,7 azalırken, tutar olarak %15 azalma kaydetmiştir. Şirket'in 2013 yılı satışlarının azalmasında 2013 yılında hava sıcaklıklarının mevsim normallerinin üstünde seyretmesi ve bayilerin stok azaltması gerekçesi ile azaldığı ifade edilmiştir. Şirket'in bir diğer gelir kalemi servis gelirleri (nakliye vb.) olup 2013 yılında 10,9 mn TL gelir kaydedilmiştir.

Şirket'in 2013 yılında 25,8 mn TL FAVÖK üretirken FAVÖK marjı %54 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in özkaynakları 2013 yıl sonu itibarıyla 110,9 mn TL seviyesindedir. Şirket 2012 yılında Ankara Dikmen'de 14.837.089 TL tutarla arsa alımı gerçekleştirmiştir. Şirket'in maddi olmayan duran varlıkları ise 31,6mn TL ile Tuz sahasının kullanım haklarıdır.

Şirket'in 2013 yılında Ticari Alacak devir süresi 230 gün düzeyindedir. Son üç yıl ortalama devir süreleri ise ticari alacaklar için 228 gün, stok devir süresi 66 gün, Ticari borç devir süresi 33 gün düzeyindedir. Şirket'in 2014 yılında satışlarını artırmak için ortalama ticari alacaklar devir süresinin 300 gün seviyesine çıkacağı, daha sonraki yıllarda 250 gün seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmektedir.

Şirket 2013 yılı sonu itibarıyla 22,1 mn TL net nakde sahiptir. Şirket'in maddi duran varlıkları üzerinden herhangi bir ipotek veya rehin bulunmamaktadır. Şirket 2012 ve 2013 yılında kar dağıtımını yapmamış, 2013 yılında geçmiş yıl karlarından karşılanmak üzere sermayesini 15 mn TL'den 53 mn TL'ye çıkarmıştır.

Halka arz gelirinin kullanımı Hakkında

Şirket halka arz gelirini 120.000 ton kapasiteli rafine tuz fabrikası yatırımında kullanacağını açıklamıştır. Buna göre; arsa maliyetinin 2.000.000 USD, Makine Teçhizat yatırımının 15.000.000 USD olmak üzere toplam 17.000.000 USD yatırım yapmayı planlamaktadır.

FİNANSAL ÖZET			
BİLANÇO ÖZETİ - TL			
Yıllık			
	2013	2012	2011
DÖNEN VARLIKLAR	98.071.674	67.450.651	45.740.926
DURAN VARLIKLAR	53.747.111	55.183.380	41.567.350
K.V.YÜKÜMLÜLÜK	37.632.282	24.132.090	15.171.608
U.V.YÜKÜMLÜLÜK	3.269.951	3.657.797	3.379.415
ÖZ KAYNAKLAR	110.916.552	94.844.144	68.757.253
SERMAYE	53.000.000	15.000.000	15.000.000
NAKİT DEĞERLER	52.107.761	28.779.427	21.736.710
FİNANSAL BORÇLAR	30.968.482	17.926.499	9.497.972
NET NAKİT	21.139.279	10.852.928	12.238.738
Dönemsel			
	2013	2012	2011
DÖNEMSEL			
SATIŞLAR	47.745.975	56.143.818	50.166.099
FAALİYET KARI	22.570.270	31.606.966	30.046.473
E.FAALİYET KARI *	22.687.995	31.280.393	31.002.569
FAVÖK*	25.788.146	33.994.479	33.983.771
NET KAR	16.136.899	26.086.891	23.668.915
* Esas Faaliyetlerden diğer gelir/gider hariç			
KARLILIK MARJLARI %			
Yıllık			
	2013	2012	2011
FAVÖK/SATIŞLAR	54,0%	60,5%	67,7%
NET KAR/SATIŞLAR	33,8%	46,5%	47,2%
Dönemsel Değişim %			
	2013	2012	2011
SATIŞLAR	-15,0%	11,9%	95,0%
FAVÖK	-24,1%	0,0%	160,4%
NET KAR	-38,1%	10,2%	212,3%

FİNANSAL RASYOLAR				
Halka Arz Öncesi (Sermaye 53 mn TL)				
Halka arz fiyatı	F/K	PD/DD	FD/NS	FD/FAVÖK
4,45	14,6	2,1	4,5	8,3
4,85	15,9	2,3	4,9	9,1
Halka Arz Sonrası (Sermaye 60,95 mn TL)				
Halka arz fiyatı	F/K	PD/DD	FD/NS	FD/FAVÖK
4,45	16,8	1,9	4,5	8,3
4,85	18,3	2,0	4,9	9,1



Projeksiyon Hakkında

Şirket 'in önümüzdeki yıllarda ton bazında tuz satışlarının aşağıdaki şekilde oluşacağı varsayılmıştır. Şirket'in ton bazında satışlarının 2014 için %8,5; 2015 için %8,4 oranında artacağı, 2017 yılında %3,4 seviyesine düşeceği ve sonraki yıllarda %1 artacağı öngörülmüştür.

Ton	2013	2014T	2015T	2016T	2017T
Göl tuzları ve diğer	695.109	718.237	753.282	783.832	813.457
<i>Yıllık büyüme</i>	<i>-17,1%</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,9%</i>	<i>4,1%</i>	<i>3,8%</i>
Mekanik rafine tuz	22.251	60.000	90.000	90.000	90.000
Toplam	717.361	778.237	843.282	873.832	903.457
<i>Toplam Yıllık Büyüme</i>	<i>-14,70%</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,4%</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,4%</i>

Şirket'in mekanik rafineri tuz haricinde 2014 büyüme tahmininde ton bazına satışların %3,3 artacağı öngörülmüştür. Öngörünün temelinde 2013 yılında düşen satışların kısmen geri kazanılacağı beklentisi oluşturmuştur. Şirket'in 2011-2012 yılı ton bazında satış hacmine 2020 yılında ulaşacağı ve 2018 sonrasında %1'i ton bazında satış artışı, %5'i ise enflasyona bağlı fiyat artışı olmak üzere, satış gelirlerinin tutar olarak ortalama %6 artacağı varsayılmıştır.

Şirket'in satış gelir projeksiyonunun ise aşağıdaki şekilde oluşması beklenmektedir.

Gelir Tablosu- mn TL	2013	2014T	2015T	2016T	2017T
Net satışlar	47,75	54,18	63,49	68,46	73,67
Tuz Satışları	41,74	48,81	56,69	61,13	65,78
Servis Gelirleri	10,96	9,76	11,34	12,23	13,16
Satış iadeleri	-4,96	-4,39	-4,54	-4,89	-5,26
Brüt kar	26,91	31,42	37,65	40,75	44,00
<i>Brüt Kar marjı</i>	<i>56,4%</i>	<i>58,0%</i>	<i>59,3%</i>	<i>59,5%</i>	<i>59,7%</i>
FAVÖK	25,79	29,98	35,64	38,41	41,30
<i>FAVÖK marjı</i>	<i>54,0%</i>	<i>55,3%</i>	<i>56,1%</i>	<i>56,1%</i>	<i>56,1%</i>

Şirket'in FAVÖK marjının, katma değeri yüksek ürünlerdeki satış hacminin artmasına bağlı olarak 2013 yılındaki %54 seviyesinden 2017 yılında %56,1 seviyesine yükselmesi ve 2014-2031 yılları arasında da bir bütün olarak %55,3 - %57,7 aralığında ve ortalama %56,1 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.

Satış ve gelir projeksiyonuna ilişkin değerlendirmelerimiz

Şirket satışlarının %50'si civarında bir oranın tekstil sektörüne yapılması ve tekstil sektöründeki gelişmelerin talep yönündeki riskler açısından önemli olduğuna izahnamelerde yer verilmiştir¹. Fakat Projeksiyon açısından en büyük risk faktörünün talep tarafından değil, sektörde 2013 yılında başlayan arz fazlası eğiliminin, önümüzdeki yıllarda yeni sahaların tam kapasite üretime geçmesi ile sektörde satış fiyatları ve pazar payı konusundaki gelişmelerin, sektör firmaları açısından olumsuz yönde gerçekleşebileceğini değerlendirmekteyiz.

¹ Global bazda tuz, %5 oranında gıda sektöründe, %15 buzlanmaya karşı kullanım, %80 oranında endüstride (Tahminlere göre dünya tuz üretiminin yaklaşık %65'i sodyum karbonat, klorin, kostik soda ve sodyum sülfat üretiminde) kullanılmaktadır.

Sektörde, 2003’de başlayan kaya tuzlarının özelleştirilmesi, 2006 yılında Tuz gölü tuz sahalarının özelleştirilmesi ve 2010 yılında Deniz Tuzlarının özelleştirilmesi ile kamu kurumu TEKEL’in hakimiyeti sonlandırılmıştır. Özelleştirilen tuz sahaları aşağıdaki gibidir:

Göl Tuzları (Tuz Gölü)

- Kaldırım Tuzlası , 2006, Koyuncu Nakliye, (1,5 mn ton kapasite)
- Kayacık Tuzlası, 2006, Mutlucan Tuz, (1,5 mn ton kapasite)
- Yavşan Tuzlası, 2006, Cihanbeyli Madencilik , (0,7 mn ton kapasite)

Deniz Tuzları:

- Ayvalık Tuzlası, 2010, Binbirgıda Tarım
- Çamaltı Tuzlası, 2010, Binbirgıda Tarım, (0,6- 1 mn ton kapasite)

Kaya Tuzları:

- Çankırı Kaya Tuzlası, 2003, ÇAN-KAYA Kaya Tuzu
- Tuzluca Kaya Tuzlası, 2004, SÜRKİT Gıda
- Sekili Kaya Tuzlası, 2004, GÖKAY İnş.
- Kristal Tuz A.Ş. ve Kağızman Kaya Tuzlası, 2004, Kristal Tuz Madencilik, devredilmiştir.

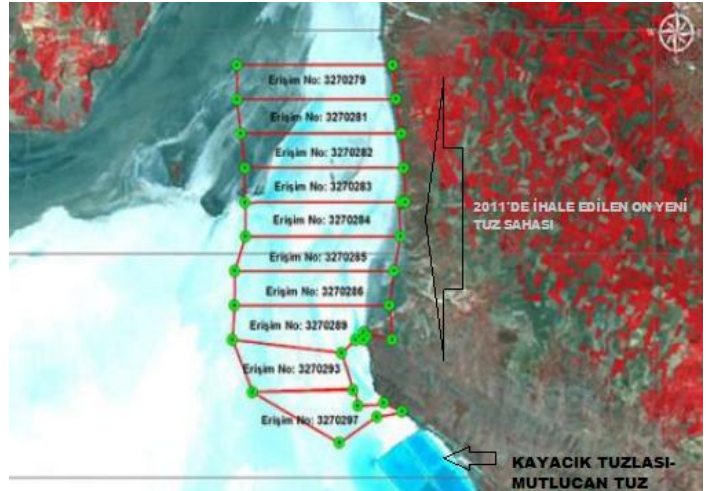
Sektörde üretim ve satış rakamlarına ilişkin sağlıklı veri elde edilememesine karşın, yurtiçi üretimin 5,5 mn ton seviyesinde, yurtiçi satışların 3,5 - 5 mn ton seviyesinde olduğu ifade edilmektedir. (MİGEM verilerine göre 2012 yılında 2,17 mn tonu kaya tuzu, 2,55 mn tonu göl tuzu (Tuz Gölü’nden), 0,56 mn tonu deniz tuzu olmak üzere toplam 5,25 mn ton tuz üretimi yapılmıştır.) Sektör ile ilgili yayınlar ve açıklamalarda yurtiçi üretimin yıllar içerisinde ortalama %50 ve üzerinin Tuz gölü sahasından elde edildiği belirtilmektedir.

Maden İşleri Genel Müdürlüğü Tarafından Haziran - Ağustos 2011 döneminde Tuz Gölü’nde on yeni sahanın geliştirilmesi ve üretime alınması konusunda ihaleye çıkmış ve 10 Ağustos 2011 tarihinde ihale tamamlanmıştır.

Söz konusu ihale kapsamında, sahalar (ÇED raporlarından elde edilen

verilere göre) 450.000 ton- 550.000 ton aralığında yıllık üretim kapasitelerine sahip olup, 6,5 m TL-10 mn TL fiyat aralığından on yıllık işletme hakkı ile devredilmiştir.

On yıllık süre sonunda Maden İşleri Genel Müdürlüğü’nün sahaların üretim durumu, havzadalarki çökme ve buharlaşma durumuna göre işletme süresini uzatma durumu da söz konusu olacaktır. 10 tuzlanın toplam alanı 4.845 hektar (48,45 km²) olup, bu alanların yaklaşık toplam 29 km² lik kısmında üretim yapılacaktır.





Tuz gölünde yeni sahaların açılması ve üretime alınması ile ilgili olarak, ihale alan firmalardan 2012 yılında ÇED raporlarını tamamlayabilenlerin az miktarda deneme üretimleri olmuştur. 2012-2013 yılında, bazı firmaların hasat² döneminde ÇED raporlarını tamamlamamış olması, yasal süreçler /mahkemelerin durdurma kararları vb. nedenlerle üretime geçişte gecikmelerin yaşanması ve devam eden havuz inşaatları nedeniyle Tuz gölünde açılan on yeni saha, tam kapasite üretim yapamamıştır.

Yeni sahaların üretime alınması halinde ilave 4 mn ton ile 5,5 mn ton arasında yeni kapasite ve %60 kapasite kullanım ile 2,5-3 mn ton daha fazla tuz arzının gerçekleşmesi dolayısıyla sektörde %20-50 oranda arz fazlası ihtimali ortaya çıkacaktır. Ayrıca sektörün yeni sahalar öncesinde de talep fazlasının bulunmaması ve sektöre yeni oyuncuların dahil olması nedeniyle belli oyuncuların fiyatları kontrol edebilme olanaklarının zayıflayacağını düşünmekteyiz.

Tuz gölü sahasında BOTAŞ tarafından başlatılan “Tuz Gölü Yeraltı Doğal Gaz Depolama”³ projesi kapsamında tuz tabakalarının eritilmesi (liç) yöntemi uygulanacak olması nedeniyle Tuz gölünün tuz üretim kapasitesinin olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir.

Sektörde Tuz üretim maliyetinin 5 - 10 TL aralığında olması nedeniyle mevcut fiyat seviyesinin (pazar fiyatı 55-60TL) sektöre girişleri hızlandırdığı ifade edilmektedir⁴. Ayrıca diğer tuz sahalarının geliştirilmesi (Çankırı kaya tuzları sahalarının geliştirilmesi, Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı'nın Kırıkkale'nin Delice ilçesindeki 8 milyar tonluk kaya tuzu rezervini devreye alma planı, yurtiçinde devam eden Çözelti yöntemiyle üretim ile yeni tuz sahaları yatırımları vb.) sektör üzerinde rekabetin artacağını ve kar marjlarını olumsuz yönde etkileyebileceğini düşünmekteyiz.

Sektörde ithal ürünle rekabet önceki yıllara nazaran daha hafiflemiş gözükmektedir. İthal ürünlerin sektördeki payı %15-25 aralığında değişmektedir. Çorlu'da üretim yapan bazı tekstil işletmeleri, gemi nakliyesinin ucuz olması nedeniyle ithal tuz tercih edebilmektedirler. (Daha önceki dönemlerde en fazla tuz ithalatı yapılan ülke Mısır olmuştur.)

Sektörde arz yönlü baskının artmadığı, arz fazlası oluşmadığı takdirde, Mutlucan Tuz için yapılan projeksiyonu makul olarak değerlendiriyoruz.

² Deniz ve göl tuzu üretiminde buharlaşma yöntemiyle yapılmaktadır. Göl tuzu üretiminde, göl üzerinde yapılan havuzlar, ilkbahar döneminde göl seviyesinin yükselmesiyle dolmakta ve daha sonra dolan havuzların kapakları kapatılarak tuzlu suyun yaz döneminde kuruması sağlanmakta, buharlaşma sonrası çöken ve kristalleşen tuz toplanmaktadır. Tuz üretimi genel olarak temmuz-ekim döneminde yapılmaktadır. Bu nedenle üretim mevsimseldir. Tuz gölü, hem %32,9'luk tuzluluk oranı açısından Dünyada 2. En tuzlu göldür. Ayrıca 250 mn Ton tuz rezervi ile de 2. sıradadır.

³ BOTAŞ tarafından inşa ettirilmekte olan yer altı tuz depolarından (kaverna) Tuz Gölü'ne iletilecek yıllık tuz miktarı tuz depolarının oluşturulma hızına bağlıdır. Kaverna inşaatında tuz tabakalarının eritilmesi (liç) için Hirfanlı barajından göle su aktarılacaktır. Projede her biri 5 milyon m³ hacimli 12 adet kavernanın 6,5 yıl içinde inşa edilmesi öngörülmektedir. Söz konusu projeye ait Çevre ve Şehircilik Bakanlığına sunulan bilgilere (ÇED Raporları) göre Kaverna inşası sonucu Tuz Gölü'ne her yıl 10.8 milyon m³ bırayn (tuzlu su) 1.26 milyon m³ ise tuz aktarılmış olacaktır. Söz konusu faaliyet göldeki mevcut tuz rezervine katkıda bulunacaktır. Projenin 2017 yılında tamamlanması öngörülmektedir. Gelecekte benzer kaverna inşa projelerinin uygulanması durumunda da bu faaliyetler mevcut rezerve katkıda bulunacaktır.

⁴ Yeni sahalar için düzenlenen 2013 yılı ÇED raporlarında ocak satış fiyatınının 20 TL olarak değerlendirildiği ve net kar oranının %30'lar seviyesinde, vergi ve devlet hakları dahil tüm maliyetin 12-13 TL aralığında olduğu görülmektedir.



DEĞERLEME HAKKINDA

❖ İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi Hakkında

- 2014-2031 yıllarını kapsayan projeksiyon dönemi kullanılmıştır.
- Şirket'in yeni borçlanma gerçekleştirmeyeceği veya nakit fazlası nedeniyle, serbest nakit akımlarının iskontosu için özsermaye maliyeti kullanılmış olup, Sermaye Maliyeti hesabında; Risk Primi %5, Risksiz Faiz Oranı 10 % olarak alınmış ve özsermaye maliyeti 15% olarak kullanılmıştır.
- 2031 sonrası değer için Şirket'in 2031 sonundaki tasfiye değeri baz alınmıştır.
- İskonto için seçilen özsermaye maliyetinin %15 olarak kullanılmasını, makul olarak değerlendiriyoruz.
- Şirket'in işletme sahası ruhsatının uzatılma ihtimali bulunmasına karşın 2031 sonrası için terminal büyüme yerine tasfiye değeri seçilmesini, değerlendirme yaklaşımı olarak olumlu değerlendiriyoruz.
- Raporda, 2031 sonrası tasfiye değeri için Şirket'in 2031 yılındaki bilanço kalemleri, özellikle 1.006 mn TL tutarındaki likit varlıklar kaleminin yıllar içinde nasıl oluştuğunun, mevcut likit varlıklara sonradan dahil olan tutarların neler olduğu ve hangi oranlarda ileriye taşındığının daha ayrıntılı verilmesi gerektiğini düşünüyoruz.
- Tasfiye değeri hesaplanmasında likit olmayan varlıkların net aktif değer hesabı için iskonto oranlarını makul olarak değerlendiriyoruz. Duran varlıklarda ise % 30 ilavenin (20 mn TL 'den 26 mn TL'ye, tablonun altında ifade edilen arsa değerlemesi nedeniyle oluştuğunu düşünüyoruz.)
- Projeksiyonda, halka arz sonrası yapılacak yatırımın (120.000 ton kapasiteli tuz fabrikası) etkilerinin olup olmadığı hakkında raporda herhangi bir kayıt bulunmamaktadır. Projeksiyonda yeni yatırım için yatırım harcamaları kaleminde yer verilmediğinden hareketle projeksiyonun mevcut yatırımlar üzerinden yapıldığını, halka arz geliri ile yapılacak yatırımdan elde edilecek satış gelirlerinin projeksiyona yansıtılmadığını düşünmekteyiz. Bu durumda Şirket'in satış öngörülerini halka arz geliri ile yapılacak yatırım ile Şirket'in projeksiyonları daha olumlu etkilenebilecektir.

❖ Piyasa Çarpanları hakkında

- Şirket için, benzer Şirket olmaması nedeniyle finansal olmayan şirketlerden örnekleme yapılmasını makul olarak değerlendiriyoruz fakat örneklemede daha çok maden, sanayi ve imalat sektörlerinden şirketlerin alınmasının daha uygun olacağını düşünüyoruz.
- Örneklem olarak alınan 40 şirket'in ortalama çarpanları endeks çarpanlarından bir miktar yukarıda oluşmuştur.



(08.05.2014 itibarıyla BIST 100 F/K 11,74 - BIST TÜM F/K 12,29 - ULUSAL PAZAR F/K 12,20 - MADENCİLİK F/K 6,5; İMALAT SEKTÖRÜ 13,03 seviyesindedir.)

- 2014 tahmini F/K ve FD/FAVÖK oranlarına yer verilmesini değerlendirme yaklaşımı olarak olumlu olarak değerlendiriyoruz. (Örneklemede kullanılan 2014 tahmini F/K ve FD/FAVÖK , iki çarpan arasındaki makasın 2013 yılına göre biraz daha fazla oluşacağı beklentisine işaret etmiştir.)
- Şirket için Piyasa çarpanlarının işaret ettiği değer 274,5 mn TL olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in satışlarına göre kar marjlarının yüksekliği nedeniyle FD/NS çarpanının kullanılmamasını makul olarak buluyoruz.
- PD/DD çarpanına ise yer verilmesinin gerektiğini veya neden kullanılmadığına dair açıklamaya yer verilmesi gerektiğini düşünüyoruz. (08.05.2014 itibarıyla BIST 100 PD/DD 1,51 - BIST TÜM PD/DD 1,46 - ULUSAL PAZAR F/K 1,50 - MADENCİLİK PD/DD 1,22; İMALAT SEKTÖRÜ PD/DD 1,93 seviyesindedir.)
- Piyasa çarpanlarında seçilen örnekleminin bir sistematığı olup olmadığını (finansal olmayan şirketler olmanın haricinde) veya hangi kriterlerle oluşturulduğuna yer verilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Farklı örneklemlerle farklı fiyat seviyeleri tespit edilecektir. Piyasa çarpanları ile ulaşılan değere PD/DD dahil edilmesi halinde daha düşük fiyat seviyesi de tespit edilebilecektir.
- Şirket için piyasa çarpanları ile 274,5 mn TL, INA yöntemi ile 313,8 mn TL değer tespiti yapılmış, her iki değer eşit ağırlıklandırılarak Şirket için 294,1 mn TL Piyasa değeri tespit edilmiştir.
- Şirket'in halka arz fiyat aralıkları, 2013 yıl sonu verileri baz alındığında F/K çarpanı için yüksek, FD/FAVÖK içinse endekslere paralel düzeydedir.
- Şirket'in 2014 yılı net kar beklentilerinin gerçekleşmesi halinde 4,45 TL halka arz fiyatı, yıl sonu için F/K x12,7; 4,85 TL fiyat ise F/K x13,8 çarpanlarına işaret etmektedir.

SONUÇ

Sektörde arz fazlası oluşmaması ve rekabet düzeyinin 2012 yılı seviyesine geri döneceği ve bu seviyenin korunacağı beklentisinin ne oranda gerçekleşeceği ve sektörün seyri, Şirket için belirleyici olacaktır. Şirket için belirlenen halka arz fiyat aralıklarının dikkate alındığında Şirket'in yıl sonu çarpanları, endekslerin üzerinde bir seviyeye işaret ettiğinden halka arz iskontosunun bir miktar daha yüksek olması gerektiğini düşünüyoruz. Gelecek yıllara ilişkin öngörüler dikkate alındığında ise, Şirket projeksiyonunu, yeni yatırımlarından beklentilerini gerçekleştirebildiği oranda, halka arz fiyatının makul olabileceğini değerlendiriyoruz.

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.