



## HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN ANALİST RAPORU

### MUTLUCAN TUZ MADENCİLİK A.Ş.

Serdar Ceylan [serdarceylan@metroyatirim.com.tr](mailto:serdarceylan@metroyatirim.com.tr)

13.05.2014

#### **Önemli Not:**

*İşbu analist raporu, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri:VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. Maddesinin 2. Fıkrası kapsamında Teb Yatırım ve Tera Menkul Değerler A.Ş. tarafından Mutlucan Tuz Madencilik A.Ş.'nin halka arzı için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır.*

*Bu rapor yalnızca Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir.*

*Halka arza katılımı ile ilgili olarak yatırımcılar tarafından verilecek yatırım kararları, halka arza ilişkin olarak hazırlanmış olan sirküler ve izahname ile bunların tamamlayıcısı olan veya ekinde bulunan raporların bir bütün halinde detaylı bir şekilde incelenmesi sonrasında verilmelidir.*

#### **HALKA ARZ BİLGİLERİ**

##### **Halka Arz Özet Bilgileri:**

HALKA ARZ ÖZET BİLGİLERİ	
Halka Arz Yöntemi	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama ve Satış
Talep Toplama Tarihi	13-14-15 Mayıs 2014
Tahsisat ve Dağıtım Oranları	Yurtiçi Bireysel %50, Yurtiçi Kurumsal %25, Yurtdışı Kurumsal %25
Taahhütler	- Şirket açısından 1 yıl boyunca bedelli sermaye artırımını yapmama, - Ortaklar açısından 1 yıl boyunca ortak satışı yapmama, - 2013 ve 2014 yılları dağıtılabilir karının %70'ini nakit temettü olarak dağıtma
Halka Arz Aracılığı	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Sermaye	53.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	60.950.000 TL
Halka Arz Edilecek Paylar (Pay - Adet)	21.200.000
-Sermaye Artırımı	7.950.000
-Ortak Satışı	13.250.000
Ek Satış için Ayrılan Paylar	2.650.000
Halka Arz Oranı / Ek Satış Dahil	%34,78 / %39,13

<b>Brüt Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Hariç)</b>	<b>94.340.000 - 102.820.000 TL</b>
<b>Halka Arz Öncesi Şirket Değeri</b>	<b>294.100.000 TL</b>
<b>Halka Arz Sonrası Şirket Değeri</b>	<b>328.400.000 - 331.500.000 TL</b>
<b>Halka Arz Fiyatına göre Piyasa Değeri</b>	<b>271.200.000 - 295.600.000 TL</b>
<b>Halka Arz İskontosu</b>	<b>%17,4 - 10,8</b>
<b>Pay Başına Değer (Halka Arz Sonrası)</b>	<b>4,45 - 4,85 TL</b>

### **Şirket Hakkında Bilgi:**

Ana faaliyet konusu yurt içinde ve yurt dışında her türlü madencilik ve tuz çıkarma, işletme, paketleme, rafine tuz imal etmek işlerini yapmak, bununla ilgili tesis ve fabrikalar kurmak işletmek, kiralamak ve kiraya vermek, her türlü yük ve eşyanın nakliyesini yapmak ve yaptırmak olan Mutlucan Tuz Madencilik A.Ş. ("Mutlucan Tuz" veya "Şirket"), 22 Aralık 2005 tarihinde Ankara'da kurulmuştur.

Şirket, Ankara'da Tuz Gölü sahasında yer alan ve Tekel'in işletmeciliğini yaptığı Kayacık Tuzlası'nın 26 yıl süresince işletim ruhsatı kullanım hakkını, 26.01.2006 tarihinde düzenlenen özelleştirme ihalesi neticesinde 42.200.000 USD bedel üzerinden almıştır. Şirketin bu tesise ilişkin üretim lisansı 2006-2031 yıllarını kapsamakta olup, Maden Kanunu ve Madencilik Faaliyetleri Uygulama Yönetmeliği ve sair ilgili mevzuat hükümleri uyarınca belirli şartların uygunluğu halinde lisans anlaşmasının uzatılması mümkündür. İlgili kanun, yönetmelik ve mevzuat çerçevesinde 26 yıllık ruhsat kullanım hakkının bitiminden itibaren her 10 yılda bir maden ruhsat harcının şirket tarafından ödenmesi, gerekli teknik şartların sağlanması ve uzatma talebinin Maden İşleri Genel Müdürlüğü ("Migem") tarafından da kabul edilmesi ile yeniden ihaleye çıkılmadan maden işletimi ruhsat hakkının en çok 60 yıl süre ile şirket tarafından kullanılmaya devam edilmesi de olasılık dahilindedir.

Kayacık Tuzlası tesislerinde yıllık 1,5 milyon ton üretim kapasitesiyle üretim yapan Mutlucan Tuz, Türkiye'nin en büyük tuz üreticilerinden biridir. Şirket, toplamda 10,69 milyon m<sup>2</sup>'lik havuz kapasitesi bulunan tesislerinde ham tuz, yıkanmış tuz, çift yıkanmış tuz, mekanik rafine tuz, sanayi tuzu, sofr tuzu, tablet tuz ve elenmiş buz çözücü tuz üretimi gerçekleştirmektedir. 2011 yılına ilişkin Migem verilerine göre ton bazında Türkiye'deki toplam tuz üretimi 6.546.431 olarak gerçekleşmiş olup, Mutlucan Tuz, 873.600 tonluk üretimi ile %13.3 pazar payına sahiptir.

### **Halka Arz Gelirinin Kullanımı Hakkında Bilgi:**

Payların halka arzı, mevcut ortakların yeni pay alma haklarının kısıtlanması suretiyle sermaye artırım ve mevcut ortağın sahip olduğu payların satışı şeklinde gerçekleşecektir.

Şirketin 53.000.000 TL olan sermayesinin mevcut ortakların yeni pay alma hakları kısıtlanarak %15 artırılarak 60.950.000 TL'ye çıkarılması suretiyle artırılan 7.950.000 TL sermayeyi temsil eden paylar ile şirketin 53.000.000 TL olan sermayesinin %25'ine tekabül eden mevcut ortağın sahip olduğu 13.250.000 TL nominal değerli paylar olmak üzere toplam 21.000.000 TL nominal değerli paylar halka arz edilmektedir.

Mevcut ortakların yeni pay alma haklarının kısıtlanarak satışı suretiyle 7.950.000 TL tutarındaki nominal değerli payların satışından Mutlucan Tuz'a yaklaşık olarak 35,38 milyon TL ile 38,56 milyon TL arasında para girişi sağlanması hedeflenmektedir.

Mevcut ortak da sahip olduğu payların (ek satış hariç) halka arz edilmesi sonucunda 58,96 milyon TL ile 64,26 milyon TL arasında fon elde edecektir.

Halka arzda şirket tarafından sağlanacak fonların özkaynakların güçlendirilmesi, şirketin gerçekleştirmeyi planladığı projelerin finansmanı ve şirketin olağan faaliyetleri için kullanılması

planlanmaktadır. Bu kapsamda, halka arzdan elde edilecek gelirin yaklaşık olarak 17 milyon USD'lik kısmı (TL/\$ kuru 2,13 olarak alındığında 36,21 milyon TL'ye denk gelmektedir), 120.000 ton kapasiteli rafine tuz fabrikası yatırımına ayrılması planlanmaktadır.

Söz konusu yatırımın Ankara ili Şereflikoçhisar ilçesi veya Aksaray ilinde gerçekleştirilmesi, yatırıma 2014 yılı içerisinde başlanması ve yatırımın 2 yıl içerisinde faaliyete başlaması planlanmaktadır. Bu yatırım ile şirket, yüksek fiyatlı "katma değerli" ürün üretimine doğru geçiş yapmayı hedeflemektedir.

## **DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ**

Teb Yatırım ve Tera Menkul Değerler tarafından Mutlucan Tuz için yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımı" ve "Piyasa Çarpanları" yöntemleri kullanılmıştır.

### **"İndirgenmiş Nakit Akımı" yönteminde;**

-Şirketin yaratacağı serbest nakit akımları TL bazında 2014-2031 yılları arasındaki 18 yıllık dönem için öngörülmüş, öngörülen serbest nakit akımlarının bugünkü değeri belirlenmiş ve şirket faaliyetlerinin 2031 yılında sonlanacağı kabulü ile 2031 yılı tahmini bilanço değerleri üzerinden hesaplanan Tasfiye/Likiditasyon Değeri'nin (bir diğer ifadeyle hesaplanan Net Aktif Değeri'nin) bugünkü değerinin de hesaplamaya dahil edilmesi neticesinde şirketin toplam özkaynak değeri belirlenmiştir.

-Risksiz faiz oranı %10,0 ve Piyasa risk primi %5,0 olarak alınmış, buna bağlı olarak özsermaye maliyeti %15,0 olarak hesaplanmıştır.

-Şirketin net finansal borcu bulunmaması nedeniyle borç maliyeti "sıfır" olarak alınmış ve bunun neticesinde AOSM, özsermaye maliyetine eşit bir şekilde %15,0 olarak kullanılmıştır.

-Mekanik tuz tesisinin tam kapasite ile devreye girmesi beklentisiyle şirketin satış hacminde 2014 ve 2015 yılları için sırasıyla %8,5 ve %8,4 (mekanik tuz hariç; %3,3 ve %4,9) büyüme tahmin edilmiştir. Satış hacmi büyümesi 2016 ve 2017 yılları için sırasıyla %3,6 ve 3,4 olarak varsayılmıştır.

-2018 yılından itibaren brüt satışlardaki büyümenin TL bazında yıllık %6 olacağı öngörülmüştür. (%1 hacim büyümesi ve %5 ortalama enflasyon kaynaklı fiyat artışı tahmin edilmiştir)

-Şirketin mekanik tuz hariç 2011-2012 hacimsel satış rakamına ancak 2020 yılında tekrar ulaşacağı öngörülmüştür.

-2031 yılına kadar şirketin brüt kar marjının, satışlardaki katma değeri yüksek ürünlere kayma eğilimi de göz önüne alınarak %58,0-62,3 arasında gerçekleşeceği öngörülmüştür. (Ortalama brüt kar marjı %60,9)

-2031 yılına kadar FAVÖK marjının, satışlardaki katma değeri yüksek ürünlere kayma eğilimi de göz önüne alınarak %55,3-57,7 arasında gerçekleşeceği öngörülmüştür. (Ortalama FAVÖK marjı %56,9)

Sonuç olarak, İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemine göre Mutlucan Tuz'un halka arz iskontosu öncesi toplam Özkaynak Değeri 313,8 milyon TL olarak bulunmuştur.

### ***Milyon TL***

<i>İNA 2014 - 2017</i>	<i>76,2</i>
<i>İNA 2018 - 2031</i>	<i>146,2</i>
<i>2031 yılı NAD'in bugünkü değeri</i>	<i>91,4</i>
<b>Firma Değeri (Azınlık Pay öncesi)</b>	<b>313,8</b>
Azınlık Payları (-)	0,0
<b>Özkaynak Değeri</b>	<b>313,8</b>

AOSM oranındaki değişimlere göre Mutlucan Tuz'un halka arz öncesi toplam Özkaynak Deęerine ilişkin hassasiyet çalışması ise şu şekildedir;

İndirgenme Oranı	Özkaynak Değeri Milyon TL
%14	343,6
%15	313,8
%16	287,7

“Piyasa Çarpanları” yönteminde;

-BİST'te işlem görmekte olan firmalar arasında Mutlucan Tuz ile aynı iş kolunda faaliyet gösteren firma bulunmadığı için, çarpan değerlemesi yapılırken BİST'te işlem gören ve finansal olmayan toplam 40 adet şirketin 2013 ve 2014 yılları için belirlenen ortalama çarpan değerleri esas alınmıştır.

14 Nisan 2014 itibarıyla	FD/FAVÖK		F/K	
	2013	2014T	2013	2014T
Finansal Olmayan Şirketler Ortalaması	10,0x	8,3x	13,3x	12,8x

Yukarıdaki ağırlıklı ortalama çarpanlar baz alındığında Mutlucan Tuz'un Özkaynak Değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Yıl	Çarpan	Milyon TL	
		Net Kar	Şirket Değeri
2013 - F/K	13,3x	16,1	214,8
2014 - F/K	12,8x	25,1	322,6

  

Yıl	Çarpan	Milyon TL	
		FAVÖK	Şirket Değeri
2013 FD/FAVÖK	10,0x	25,8	278,7
2014 FD/FAVÖK	8,3x	30,0	269,5

Nihai değere ulaşılrken, “İndirgenmiş Nakit Akımı” ve “Piyasa Çarpanları” yöntemleri neticesinde elde edilen sonuçlar %50'şer oranında ağırlıklandırılarak kullanılmıştır.

Değerleme Özeti	(TL MN)		Alt Bant	Üst Bant
	Ağırlık	Eder Değer	(TL MN)	(TL MN)
İNA	%50	313,8	156,9	156,9
BİST Finansal Olmayan Şirket Karşılaştırması	%50	274,5	137,2	137,2
<b>Firmanın Halka Arz Öncesi Hesaplanan Piyasa Değeri</b>			<b>294,1</b>	<b>294,1</b>
Nominal Sermaye Artışı			7,95	7,95
Halka Arz Sonrası Nominal Sermaye			60,95	60,95
Halka Arz Fiyatı (TL/pay)			4,45	4,85
Tahmini Halka Arz Masrafları			1,15	1,20
Halka Arzda Girecek Nakit			35,4	38,6
<b>Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri (Halka Arz Öncesi PD + Halka Arzda Girecek Nakit - Tahmin Halka Arz Masrafları)</b>			<b>328,4</b>	<b>331,5</b>
Halka Arz Fiyatına göre Piyasa Değeri			271,2	295,6
<b>Halka Arz İskontosu</b>			<b>%17,4</b>	<b>%10,8</b>

Teb Yatırım ve Tera Menkul Değerler tarafından yapılan değerlendirme çalışması neticesinde, Mutlucan Tuz'un %17,4-10,8 aralığında halka arz iskontosu da içeren halka arz sonrası şirket değeri 271,2-295,6 milyon TL olarak hesaplanmış ve buna göre şirketin pay başına değeri 4,45-4,85 TL aralığında belirlenmiştir.

*(Not: Bu bölümdeki tablolar Teb Yatırım ve Tera Yatırım Değerleme Raporu'ndan aynen alınmıştır)*

## **SONUÇ**

### **Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüşlerimiz**

- ✓ Mutlucan Tuz için hazırlanan fiyat tespit raporunun açık, kapsamlı ve anlaşılabilir olduğunu düşünüyoruz. Raporda, şirketin bulunduğu sektör hakkında verilen bilgiler ile şirket hakkındaki bilgi, açıklama ve mali tablolar yeterlidir.
- ✓ Değerleme yapılırken Teb Yatırım ve Tera Menkul Değerler tarafından "İndirgenmiş Nakit Akımı" ve "Piyasa Çarpanları" yöntemleri kullanılmış olup, kullanılan varsayımlara ve yapılan hesaplamalara ilişkin görüşlerimiz aşağıda belirtildiği şekildedir;

#### **"Piyasa Çarpanları" Yöntemi:**

- "Piyasa Çarpanları" yönteminde BİST içerisindeki finans sektörü şirketlerinin ayrıştırılmasını doğru buluyoruz. Buna karşın, ayrıştırmaya gidilmesi durumunda şirketin faaliyet gösterdiği iş koluna yakın olmayan örneğin Turkcell ve Türk Telekom gibi teknoloji veya benzer şirketlerin de değerlendirme dışı bırakılması suretiyle "Taş ve Toprağa Dayalı", "Madencilik" ve "İmalat Sanayi" gibi sektörlerde yer alan şirket verileriyle daha çekirdek bir ayrıştırmaya gidilmesinin daha doğru ve makul olacağını düşünüyoruz.
- Halka arz büyüklüğü ve yurtdışı yatırımcılara tahsisat ve dağıtım da göz önünde bulundurulduğunda, değerlendirme çalışmasında yurtdışı benzer şirket ve/veya sektör örneklemelerinin de yer almasının (en azından yatırımcıya fikir verme, kıyaslama yapma açısından) daha doğru olacağını düşünüyoruz.
- Şirketin muhtemelen kârlı yapısı dolayısıyla kârlılık bazlı çarpanlar ön planda tutulup değerlemede baz alındıysa da, yine de çarpan analizinde "PD/DD" oranına da yer verilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

#### **"İndirgenmiş Nakit Akımı" Yöntemi:**

- Şirketin net finansal borcu bulunmaması itibarıyla AOSM hesaplanırken borç maliyetine yer verilmemiş ve AOSM maliyeti, hesaplanan %15'lik özkaynak maliyetine (Risksiz faiz oranı %10,0 ve Piyasa risk primi %5,0 olarak alınmış ve buna bağlı olarak özsermaye maliyeti %15,0 olarak hesaplanmıştır) eşit olarak alınmıştır. Bu durum her ne kadar şirketin değerlemesi açısından yatırımcı lehine bir durum ortaya koysa da, klasik analiz metodolojisi açısından şirketin 31 Eylül 2013 mali tablolarındaki 30 mn TL tutarındaki kısa vadeli finansal borç tutarının yine de AOSM'ne dahil edilmesi gerektiğini düşünüyoruz.

- Şirketin hali hazırdaki tuz madeni işletim ruhsatı kullanım hakkı süresinin 2031 yılı sonrasına uzatılması olasılığı bulunmasına karşın, analiz döneminin bu süre ile sınırlı tutulmasını muhafazakarlık adına olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- İndirgenmiş nakit akımı yönteminde yer alan diğer varsayımları makul ölçüler dahilinde ve gerçekleştirilebilir ılımlı varsayımlar olarak görüyoruz.

✓ **Sonuç Olarak:**

- Nihai değer hesaplanırken “İndirgenmiş Nakit Akımı” ve “Piyasa Çarpanları” yöntemleri neticesinde elde edilen sonuçlara eşit ağırlıkta yer verilmesini, değerlemede muhafazakar davranılması adına olumlu buluyoruz.
- Şirketin 2013 ve 2014 yılları dağıtılabılır karının %70’ini temettü olarak vereceğini taahhüt etmesi özellikle uzun vadeli temettü yatırımcısı açısından, değerlendirme çalışması neticesinde hesaplanmış olan halka arz iskontosunun üzerine ek bir getiri/prim potansiyeli olarak cezbedici bir unsur olarak görülebilir. (Bu yıllara ilişkin olarak şirketin temettü verimliliği ortalamada %4-6 olarak gerçekleşebilir)
- Mutlucan Tuz’un halka arzı için hesaplanmış olan 4,45-4,85 TL’lik pay başına değer ve %17,4-10,8 halka arz iskontosu aralığı yapılan değerlendirme çalışması çerçevesinde makul olmakla beraber, halka arz büyüklüğü göz önüne alındığında ve halka arzda tahsisat ve dağıtımın %75’ini oluşturan yurtiçi bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından alternatif getirilerin gösterge tahvil faizinde %9’un, mevduat faizlerinde %11’in üzerinde olduğu bir ortamda, halka arz iskontosunun belirlenmiş olan alt bant veya alt banda yakın bir seviyeden gerçekleşmesinin daha doğru olabileceği düşüncesindeyiz.

**Çekince:**

*Burada yer alan bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşterileri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.*



**Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**

Büyükdere Cad. No: 171 Kat:17 Metrocity A Blok 1. Levent, İstanbul

Telefon: (+90) 212 344 09 00

Fax: (+90) 212 344 09 13

[www.metroyatirim.com.tr](http://www.metroyatirim.com.tr)

[info@metroyatirim.com.tr](mailto:info@metroyatirim.com.tr)