

FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU MUTLUCAN TUZ MADENCİLİK İNŞAAT TURİZM OTOMOTİV PETROL NAKLİYE SANAYİ VE TİCARET A.Ş

Mutlucan Tuz Madencilik İnşaat Turizm Otomotiv Petrol Nakliye Sanayi ve Ticaret A.Ş fiyat tespit değerlendirme raporumuz 12/02/2013 tarihli Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni'nde yer alan Kurul Karar Organı'nın 12/02/2013 tarih ve 5/145 sayılı kararında belirtilen;

A) Payların İlk Halka Arzı Öncesi Uyulacak Esaslar

7) Halka arza aracılık eden kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte Kamuyu Aydınlatma Platformunda halka açılacak ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.

8) Bir halka arz işleminde aracı kuruluşun fiyat tespit raporu hazırlayabilmesi için son on iki ay içinde asgari üç tane olmak üzere, konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmadığı diğer halka arzlarla ilişkin olarak fiyat tespit raporunu değerlendirdiği analist raporlarını hazırlamış olması ve bu analist raporlarının 7. maddede belirtilen esaslar çerçevesinde ilan edilmiş olması zorunludur.

Maddeleri kapsamında Turkish Yatırım A.Ş tarafından hazırlanmış ve yayınlanmıştır.

Mutlucan Tuz Madencilik İnşaat Turizm Otomotiv Petrol Nakliye Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka arz yapısı .

22 Aralık 2005 tarihinde Ankara'da kurulan Mutlucan Tuz, Türkiye'nin lider ham tuz üreticilerindedir.

Ankara'nın Şereflikoçhisar ilçesi, Tuz Gölü, Kayacık Tuzlası Mutlucan Tuz İşletmesindeki tesislerinde yıllık 1,5 milyon ton üretim kapasitesine sahip olan Şirket'in ana faaliyet konusu yurtiçi ve yurtdışında 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 yaptırmaktır.

Halihazırda şirketin 1.5 milyon ton tuz üretim kapasitesi, 10.7 milyon m² havuz kapasitesi ve 2 işletme tesisi vardır.

26.01.2006 tarihinde Tekel'in işletmeciliğini yaptığı Tuz Gölü sahasında yer alan 3 göl tuzlasından biri olan Kayacık Tuzlasının 26 yıllık işletme hakkını Özelleştirme İdaresinden 42,2 milyon ABD Doları karşılığında devralan Mutlucan Tuz, 2012 yılında yapmış olduğu yatırımla ürün portföyüne katma değerli ürünlerden sofralık tuz ve sanayi tuzunu da eklemiştir.

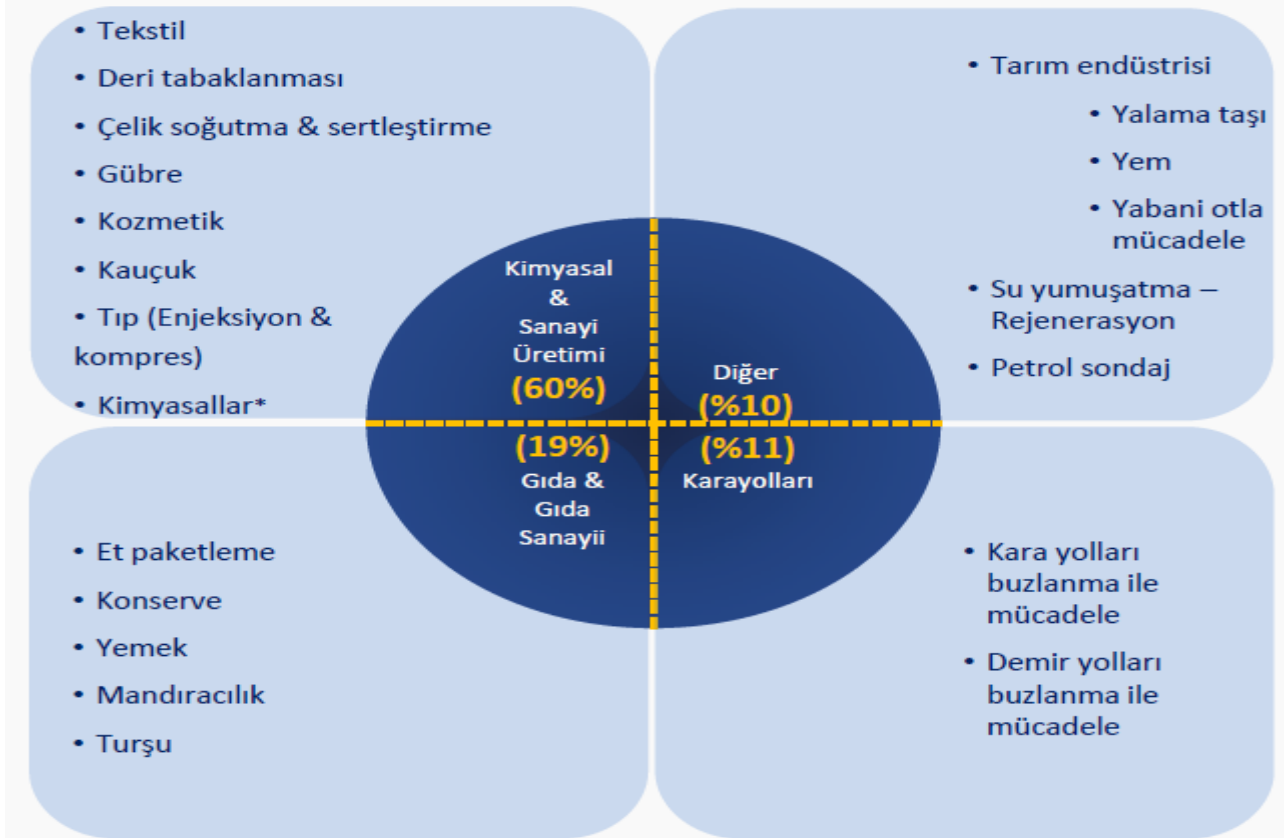
10,7 milyon m²'lik havuz kapasiteli mevcut tesislerinde ham tuz, yıkanmış tuz, çift yıkanmış tuz, mekanik rafine tuz, sanayi tuzu (Mutlucan Kral Tuz), sofraya tuzu (Mutlucan Kral Tuz), tablet tuz (Mutlucan Kral Tuz) ve elenmiş buz çözücü tuz üretimi gerçekleştirilmektedir.

Belediyeler ve Karayolları gibi resmi kurumların yanı sıra bayiiler kanalıyla satışlarını gerçekleştiren Şirketin mevcutta en çok sattığı ürün 2012 yılsonu itibariyle satışlardan aldığı %73'lük pay ile ham göl tuzudur.

FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU
MUTLUCAN TUZ MADENCİLİK İNŞAAT TURİZM OTOMOTİV PETROL
NAKLİYE SANAYİ VE TİCARET A.Ş

Türkiye’de Tuz sektörü

Tuz, Dünya kimya endüstrisinde en çok kullanılan mineral hammaddedir. 14,000’den fazla sanayide tuz kullanım alanları bulunurken, Tuzun ekonomik ikamesi veya alternatifi bulunmamaktadır.



Türkiye’deki en büyük ikinci göl olan Tuz gölü %33’lük Tuzluluk oranıyla dünyanın en büyük hiper tuzlu (belirgin ölçüde sodyum klorid veya diğer tuz minerallerini içeren, tuzluluk oranı denizlerdeki %3,5 (35 gram/litre) seviyesinin oldukça üstünde olan su birikintileridir) göllerinden birisidir.

Migem (Maden İşleri Genel Müdürlüğü) verilerine göre Türkiye’de Tuz Üretim rakamları aşağıda verilmiştir.

('000 Ton)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Göl	1.464	1.532	1.597	1.579	1.696	3.676	2.555
Kaya Tuzu*	211	280	244	1.686	2.150	2.391	2.169
Deniz	536	537	617	484	174	468	517
Yeraltı Kaynakları	12	15	12	16	25	11	10
Magnezyum Tuz	-	-	20	-	-	1	3
Toplam	2.223	2.364	2.490	3.765	4.045	6.547	5.254
Büyüme	%3,2	%6,3	%5,3	%51,2	%7,4	%61,9	-19,7%

FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU MUTLUCAN TUZ MADENCİLİK İNŞAAT TURİZM OTOMOTİV PETROL NAKLİYE SANAYİ VE TİCARET A.S

Türkiye'deki ana Tuz üreticileri ve Üretim Maliyetleri aşağıda verilmiştir.

Üretim Tipi	Üretici	Yer	Kapasite (Ton/Yıl)	Üretim Maliyeti (\$/ton)*
Göl Tuzu	Mutlucan Tuz	Kayacık	1.500.000	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;"> <p style="color: blue; font-weight: bold;">En Düşük Maliyet</p> <p style="font-size: 24px; font-weight: bold; color: blue;">6,28</p> <p style="color: orange; font-weight: bold;">En Yüksek Kalite</p> </div>
	Koyuncu Kaldırım	Kaldırım	1.500.000	
	Cihanbeyli Madencilik	Yavşan	600.000	
	Alkim Alkali	Denizli	280.000	
Deniz Tuzu	Binbir Gıda	İzmir Çamaltı	500.000	9,96
Kaya Tuzu**	Sekili	Yozgat	20.000	28,21
	Çankırı	Çankırı	60.000	
	Tepesidelik	Kırşehir	15.000	
	Tuzluca	Iğdır	20.000	
	Kağızman	Kars	12.000	

Kaynak: Mutlucan Yatırımcı Sunumu

* Tuz üretim maliyetleri 1999 yılı itibariyledir. Bu rakamlar yatırımcılara tuz üretim tekniklerinin maliyetlerini birbirleri ile kıyaslayabilmeleri için verilmiştir.

** Kaya tuzu rakamları 2001 yılı itibariyledir.

Mutlucan Tuz, Bölgesel Satış Dağılımı & Çalışma Prensiplerine baktığımızda;

Bayiilerin şirketin satış kanalı olarak kullanıldığını, ödemelerin cari hesaplar aracılığı ile yapıldığını, Belediyeler ve Karayolları Genel Müdürlüğü tarafından açılan ihalelere teklif verildiğini görmekteyiz.



FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU

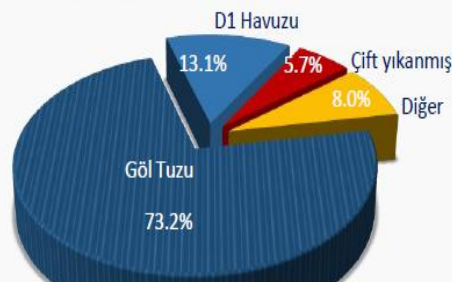
MUTLUCAN TUZ MADENCİLİK İNŞAAT TURİZM OTOMOTİV PETROL NAKLİYE SANAYİ VE TİCARET A.Ş

Satış Hacmi Dağılımı

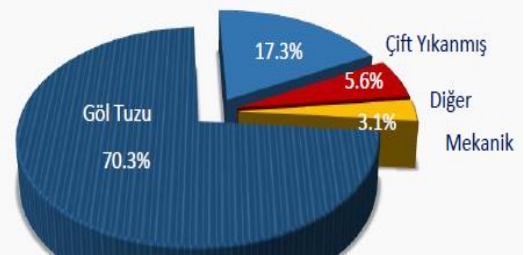
('000 ton)	2009	2010	2011	2012	2013	%Δ
Göl Tuzu	361,6	464,9	596,3	615,0	504,0	(%18)
4 Sertlik Tuz	8,8	5,5	4,5	8,2	10,9	%34
Ham Çuval Tuzu	13,7	22,1	96,3	19,8	0	-
Yıkanmış Çuval Tuzu	27,7	26,2	6,7	6,0	7,7	%27
Çift Yıkanmış Tuz	28,8	35,3	26,4	48,1	40,5	(%16)
D1 Havuzu	35,0	60,6	101,3	109,9	124,1	%13
Karayollarına Silikat Katkılı Tuz	-	-	-	28,7	1,1	(%96)
Diğer	4,3	0,2	0,2	3,1	6,9	%124
Mekanik Tuz	-	-	-	1,8	22,3	n.m.
Toplam	479,9	614,9	831,8	840,6	717,4	(%14,7)
<i>Büyüme</i>	-	%28,1	%35,3	%1,1	-14,7	-

2009-2013 dönemleri arasında %11'lik Yıllık Ortalama Bileşik Büyüme kaydeden şirketin 2013 yılında "Katma Değerli" yüksek fiyatlı ürünlere geçiş yaptığını görmekteyiz.

12A'12 Dağılımı



12A'13 Dağılımı



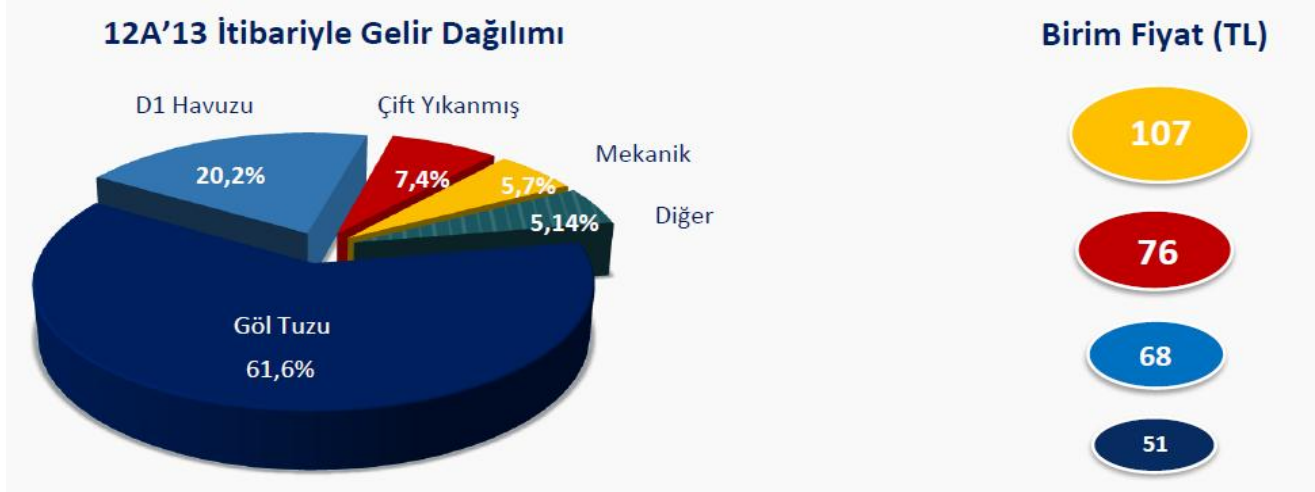
"Katma değerli"
yüksek fiyatlı
ürünlere geçiş

2009-2013 döneminde %11 YOBB kaydeden şirketin, aynı dönemdeki ortalama birim fiyatları da katma değerli ürünlerin satış paylarının artmasına paralel %11'lik artış kaydetmiştir.

TL	2009	2010	2011	2012	2013
Göl Tuzu	35,6	32,3	49,8	52,2	51,0
4 Sertlik Tuz	70,0	70,0	81,8	84,8	85,2
Ham Çuval Tuzu	38,2	33,1	82,5	59,2	-
Yıkanmış Çuval Tuzu	40,3	46,6	79,5	68,4	67,2
Çift Yıkanmış Tuz	56,0	53,5	67,8	76,7	76,5
D1 Havuzu	40,9	40,3	59,5	68,4	67,8
Karayollarına Silikat Katkılı Tuz	-	-	-	74,3	95,8
Mekanik Tuz	-	-	-	131,3	106,9
TOPLAM ORTALAMA	38,2	35,3	55,8	57,4	58,2

FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU
MUTLUCAN TUZ MADENCİLİK İNŞAAT TURİZM OTOMOTİV PETROL
NAKLİYE SANAYİ VE TİCARET A.Ş

Tuz Satışlarının Ürüne Göre Brüt Gelir Dağılımı



Göl Tuzu;

- 2013 yılında gelirler yıllık bazda %20 gerilerken, 2011 ve 2012 yıllarında ise, büyüme sırasıyla %97 ve %8 seviyesinde gerçekleşmiştir.
- Birim fiyat 2013'te yıllık bazda %2 gerilerken , 2011 ve 2012 yıllarında ise büyüme sırasıyla %54 ve %5 seviyesinde gerçekleşmiştir.

D1 Havuzu;

- 2013 yılında gelirler yıllık bazda %12 artış göstermiş; 2011 ve 2012 yıllarında ise, büyüme sırasıyla %147 ve %25 olmuştur.
- Birim fiyat 2013'te yıllık bazda %1 gerilemiş; 2011 ve 2012 yıllarında ise büyüme sırasıyla %48 ve %15 olmuştur.

Mekanik (işlenmiş) Tuz;

- 2013 yılında gelirler yıllık bazda %881 artarak 2.38mn TL olmuştur. 2011 yılında bu segmentte üretim yoktur ve 2012 yılında ise çok küçük bir üretim yapılmıştır.
- Ortalama fiyat, göl tuzunun iki katından fazladır.

FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU

MUTLUCAN TUZ MADENCİLİK İNŞAAT TURİZM OTOMOTİV PETROL NAKLİYE SANAYİ VE TİCARET A.Ş

HALKA ARZ ÖZET BİLGİLER	
Halka Arz Şekli	Pay-Adet
Sermaye Artırımı	7,950,000
Ortak Satışı*	13,250,000
Toplam	21,200,000
Halka Arzın Büyüklüğü	
Halka Arz Fiyatı	4,45-4,85 TL
Brüt Halka Arz Geliri	94.340.000 TL-102.820.000 TL
Kotasyona İlişkin Bilgiler	
Halka Arz Tarihi	13-14-15 Mayıs
İşlem Göreceği Pazar	Ulusal Pazar
Yöntem	
Konsorsiyum Liderleri	Tera Menkul Değerler A.Ş. Ve TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Satış Yöntemi	Fiyat aralığı ile talep toplama ve en iyi gayret aracılığı
Yatırımcılara Tahsis ve Dağıtım Esasları (Ek Satış Hariç)	
	Oran (%)
Yurtiçi Bireysel	50
Yurtiçi Kurumsal	25
Yurtdışı Kurumsal	25
*Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde Birol Mutlu'ya ait 2.650.000 TL nominal değerli payların, dağıtımına tabi tutulacak toplam pay miktarına eklenmesi planlanmaktadır.	

ORTAKLIK YAPISI			
Ortağın Adı-Soyadı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi Sermaye Payı	Halka Arz Sonrası Sermaye Payı
Birol Mutlu	A	30,174,667	30,174,667
Birol Mutlu	B	16,960,000	3,710,000
Hatice Mutlu	A	5,300,000	5,300,000
Erol Mutlu	A	530,000	530,000
Muzaffer Mutlu	A	35,333	35,333
Halka Açık	B	0	21,200,000
Toplam		53,000,000	60,950,000

Halka arz gelirinin kullanımı ;

Şirket halka arz gelirini 120.000 ton kapasiteli rafine tuz fabrikası yatırımında kullanacağını açıklamıştır.

Arsa maliyeti 2.000.000 USD, Makine Teçhizat yatırımı 15.000.000 USD olmak üzere toplam 17.000.000 USD yatırım yapmayı, yatırıma 2014 yılında başlamayı ve 2 yıl içinde faaliyete geçmeyi planlanmaktadır.

FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU

MUTLUCAN TUZ MADENCİLİK İNŞAAT TURİZM OTOMOTİV PETROL NAKLİYE SANAYİ VE TİCARET A.Ş

FİYAT TESPİT RAPORU DEĞERLEMeye YÖNELİK GÖRÜŞÜMÜZ

MUTLUCAN TUZ MADENCİLİK İNŞAAT TURİZM OTOMOTİV PETROL NAKLİYE SANAYİ VE TİCARET A.Ş için TERA Menkul Değerler A.Ş. ve TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından fiyat tespitine ilişkin yapılan değerlendirme çalışmasında;

- a) İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (%50 ağırlık verilmiştir)
- b) Piyasa Çarpanları Yöntemi kullanılmıştır. (%50 ağırlık verilmiştir)

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ (İNA)

Şirketlerin geleceğe yönelik projeksiyonlarının bilinmesi ve şirketin gelecek vizyonunun yönetimle bir araya gelinerek değerlendirilmesi gerektiğinden dolayı İNA tarafımızdan yeniden hesaplanarak analiz edilememiştir.

Diğer taraftan her ne kadar yeni yatırımlarının pozitif etkisi projekte edilmiş olsa da, 2012 yılında bir önceki yıla göre satış gelirlerinin %11,75 artış kaydederken, 2013 yılında ise %14,8 düştüğünü gözönünde bulundurduğumuzda, önümüzdeki yıllarda satışların projeksiyonda yer aldığı biçimde istikrarlı ve düzenli bir şekilde artışı sağlayamadığı takdirde projekte edilen karlılığa ve İNA değerine ulaşamayacağı ihtimalinin de bulunduğu dikkat çekmek isteriz.

İNA hesaplamasında Şirket'in lisans anlaşmasının 60 yıla kadar uzatılma olasılığı bulunmakla birlikte 2032 yılı Ocak ayında bitebileceği göz önüne alınmış ve 2017 yılı sonrasında gelirin enflasyon oranında büyüyeceği varsayılarak %6 alınmış olup, mali tablolar buna göre tahmin edilmiştir. %6 büyüme tahmini, %1 ton bazında artış ve kalan enflasyon düzeltmesinin sonucudur. Ortalama FAVÖK marjı bu dönem boyunca %57,1 alınmıştır.

Risksiz faiz oranı olarak %10 alınmış, buna piyasa risk primi %5 ilave edilerek %15 özsermaye maliyeti hesaplanmıştır.

Şirket'in net finansal borcu olmaması nedeniyle AOSM %15 alınmıştır. 2031 sonu Net Aktif Değer, %15 AOSM ile iskontolanmıştır.

(NAD = Varlıklar (Ağırlık Oranları: %100 Nakit ve nakit benzerleri, %80 alacaklar ve diğer kısa vadeli varlıklar, %30 maddi duran varlıklar, %0 maddi olmayan duran varlıklar, %80 diğer uzun vadeli varlıklar %80) – Yükümlülükler (Ağırlık Oranı: %100))

Gelir Tablosu - TL Milyon	2013G	2014T	2015T	2016T	2017T
Net Satışlar	47,75	54,18	63,49	68,46	73,67
Yurtiçi ve Yurtdışı	41,74	48,81	56,69	61,13	65,78
Servis Gelirleri	10,96	9,76	11,34	12,23	13,16
İskontlar (-)	-4,96	-4,39	-4,54	-4,89	-5,26
Satış Maliyeti	-20,84	-22,76	-25,84	-27,71	-29,68
Yurtiçi ve Yurtdışı	-12,08	-13,13	-14,65	-15,64	-16,69
Servis Gelirleri	-8,76	-9,63	-11,19	-12,06	-12,98
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 Kar Marjı</i>	<i>%54,0</i>	<i>%55,3</i>	<i>%56,1</i>	<i>%56,1</i>	<i>%56,1</i>

FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU

MUTLUCAN TUZ MADENCİLİK İNŞAAT TURİZM OTOMOTİV PETROL NAKLİYE SANAYİ VE TİCARET A.Ş

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre Mutlucan Tuz'un halka arz iskontosu öncesi toplam Özkaynak Değeri 313,8 mn TL olarak bulunmuştur.

<i>Milyon TL</i>	
<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>
Firma Değeri (Azınlık Pay öncesi)	313,8
Azınlık Payları (-)	0,0
Özkaynak Değeri	313,8

İndirgenmiş nakit akımlarına yönelik kullanılan %5 Risk Primini, %10 Risksiz Faiz oranını, %15 özsermaye maliyetini, Şirket'in lisans anlaşmasının 60 yıla kadar uzatılma olasılığı bulunmakla birlikte 2032 yılı Ocak ayında bitebileceği göz önüne alınmış olmasını ve bu noktada terminal büyüme yerine tasfiye değerini seçmesini, tasfiye değerinde de likit olmayan varlıkların net aktif değer içerisinde iskontoya tabii tutulmamasını ve kullanılan oranları makul bulmaktayız.

PİYASA ÇARPANLARI YÖNTEMİ

Borsa İstanbul'da Mutlucan Tuz ile birebir aynı iş kolunda faaliyet gösteren şirket bulunmaması nedeniyle çarpan analizinde Borsa İstanbul'da işlem gören Finansal Olmayan seçilmiş 40 şirketin ortalama FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılmıştır.

2013 yılı için gerçekleşen rakamlar, 2014 yılı içinse Bloomberg ortalama beklentileri kullanılmıştır. BIST Finansal olmayan şirketlerin F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarına göre 274,5 mn TL eder değere ulaşılmıştır.

Piyasa çarpanları yönteminde kimya, maden, sanayii sektörlerinin şirketlerin alınmasının daha uygun olacağını düşünmekteyiz.

BIST-100 endeksin 11-11,5x bandında bulunan F/K oranlarına karşılık örneklemede seçilen 40 şirketten gıda bağlantılı şirketlerin yüksek F/K oranları hem 2013 hem de 2014T F/K'larının sırasıyla 13,5x ve 13x oluşmasına imkan vermiştir.

Benzer şekilde de Gıda ve Enerji şirketlerinin yüksek FD/FAVÖK verileri de bu çarpanın da yüksek çıkmasına etmen olmuştur.

PD/DD çarpanının kullanılmama gerekçesinde açıklamasının gerektiğini düşünmekteyiz.

Diğer taraftan halka arzın %25'lik kısmı yurtdışı yabancı kurumsal yatırımcılar için ayrılmıştır. Fakat benzer şirket çarpanlarında yurtdışı benzer şirket çarpanlarına yer verilmemiştir.

Bunun hem yerli hem de yabancı yatırımcılar açısından fiyat analizi yaparken önemli bir eksiklik olduğunu düşünmekteyiz.

FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU
MUTLUCAN TUZ MADENCİLİK İNŞAAT TURİZM OTOMOTİV PETROL
NAKLİYE SANAYİ VE TİCARET A.Ş

Finansal Olmayan Şirketler 14/04/2014		F/K		FD/FAVÖK	
		2013	2014T	2013	2014T
TUPRS	Tupras	10.1x	9.5x	14.8x	11.2x
GUBRF	Gubre Fabrikalari	14.9x	8.7x	5.2x	4.5x
ADANA	Adana Cimento (A)	9.5x	7.1x	6.3x	4.6x
AKCNS	Akcansa	14.1x	12.4x	8.9x	7.9x
BOLUC	Bolu Cimento	7.8x	8.3x	5.6x	5.4x
CIMSA	Cimsa	5.5x	10.4x	7.6x	7.0x
MRDIN	Mardin Cimento	9.5x	11.0x	8.1x	7.3x
UNYEC	Unye Cimento	11.7x	10.4x	8.2x	7.5x
EREGL	Eregli Demir Celik	10.8x	9.0x	6.7x	6.4x
KOZAA	Koza Anadolu Metal	6.8x	6.2x	1.4x	1.3x
KOZAL	Koza Altin Isletmeleri	6.4x	6.4x	3.7x	3.3x
KRDMD	Kardemir (D)	14.2x	7.2x	6.9x	4.6x
PRKME	Park Elek. Madencilik	8.3x	5.9x	4.7x	3.8x
DOHOL	Dogan Holding		21.4x	9.3x	11.2x
ENKAI	Enka Insaat	16.7x	13.1x	9.2x	8.0x
TKFEN	Tekfen Holding		9.8x		5.7x
TMSN	Tumosan Motor Ve Traktor	9.7x	9.2x	7.6x	6.7x
TTRAK	Turk Traktor	11.5x	10.8x	9.6x	8.7x
THYAO	Turk Hava Yollari	13.7x	7.9x	8.4x	6.2x
RYSAS	Reysas Tasimacilik	3.1x	7.8x	4.5x	5.9x
TAVHL	Tav Havalimanlari	18.0x	11.0x	9.7x	7.7x
DOAS	Dogus Otomotiv	7.6x	9.1x	8.2x	9.0x
FROTO	Ford Otosan	12.8x	12.8x	13.8x	12.2x
TOASO	Tofas Otomobil Fab.	14.3x	12.2x	8.3x	7.7x
ARCLK	Arcelik	14.0x	12.1x	9.8x	8.5x
VESBE	Vestel Beyaz Esya	10.8x	7.6x	5.3x	4.8x
DYHOL	Dogan Yayin Holding			12.0x	6.8x
HURGZ	Hurriyet Gazetecilik		33.7x	9.7x	6.5x
TKNSA	Teknosa	22.2x	17.7x	7.2x	6.6x
BIMAS	Bim Birlesik Magazalar	36.0x	30.8x	24.3x	20.5x
BIZIM	Bizim Toptan Satis Magazalari	22.4x	12.9x	12.3x	10.0x
AEFES	Anadolu Efes Biracilik	6.0x	25.9x	15.5x	18.9x
CCOLA	Coca Cola Icecek	27.7x	27.2x	17.6x	14.5x
ULKER	Ulker	27.8x	24.4x	17.4x	14.9x
TTKOM	Turk Telekom	16.9x	9.8x	6.1x	5.7x
TCELL	Turkcell	11.3x	10.8x	6.2x	5.6x
AKENR	Ak Enerji			15.9x	11.5x
AKSEN	Aksa Enerji		21.7x	10.2x	9.2x
ZOREN	Zorlu Enerji			37.0x	18.4x
AYGAZ	Aygaz	12.5x	8.9x	10.4x	9.1x
Ortalama		13.5x	13.0x	10.1x	8.4x

FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU

MUTLUCAN TUZ MADENCİLİK İNŞAAT TURİZM OTOMOTİV PETROL NAKLİYE SANAYİ VE TİCARET A.Ş

Değerlendirme ve Sonuç ;

Mutlucan Tuz için, %50 İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve %50 BİST Finansal Olmayan Şirketlerin Ortalama Çarpanları Yöntemi ile 294,1 mn TL'lik halka arz öncesi değer hesaplanmıştır.

Bu değere 4.45 TL - 4.85 TL fiyat aralığından sermaye artışı yoluyla şirkete girecek kaynak eklenip halka arz maliyetleri düşüldükten sonra, halka arz sonrası 328,4 mn TL ve 331,5 mn TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

4,45 TL- 4,85 TL'lik fiyat bandını, halka arz sonrası nominal sermaye ile çarptığımızda hesaplanan 271,2 mn TL ve 295,6 mn TL piyasa değeri sırasıyla %17.4 ve %10.8 halka arz iskontasına işaret etmektedir.

İNA'da satış ve karlılık projeksiyonlarının gerçekleştirilebildiği ölçüde (Şirket halka arz gelirini 120.000 ton kapasiteli rafine tuz fabrikası yatırımında kullanacaktır ve bu yatırımın satış gelirlerine tahmini %25-30 bandında, FAVÖK'e ise tahmini %15-20'lik katkı yapmasını beklemektedir) WACC oranını ve bunun yanında nihai değere uygulanan halka arz iskontosunu makul bulmaktayız.

Diğer taraftan, BIST'te işlem gören benzer bir şirket bulunmaması nedeniyle seçilmiş olan 40 adet şirketin yüksek çarpanlarının olmasını, halka arzın %25'lik kısmının yurtdışı yabancı kurumsal yatırımcılar için ayrılmasıyla birlikte değerlendirdiğimizde, yurtdışı benzer şirket çarpanlarının da bu yönteme dahil edilip ağırlıklandırılmaya katılmasının daha uygun olacağını düşünmekteyiz.

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
Firmanın Halka Arz Öncesi Hesaplanan Piyasa Değeri			294,1	294,1
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
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri (Halka Arz Öncesi PD + Halka Arzda Girecek Nakit - Tahmin Halka Arz Masrafları)			328,4	331,5
Halka Arz Fiyatına göre Piyasa Değeri			271,2	295,6
Halka Arz İskontosu			%17,4	%10,8

FİYAT TESPİT DEĞERLENDİRME RAPORU
MUTLUCAN TUZ MADENCİLİK İNŞAAT TURİZM OTOMOTİV PETROL
NAKLİYE SANAYİ VE TİCARET A.Ş

Mn TL	2010	2011	2012	2013
Likit Varlıklar	7,4	21,7	28,7	52,1
Ticari Alacaklar	17,1	20,4	34,8	40,4
Stoklar	3,2	3,2	3,1	4,6
Dönen Varlıklar	28,0	45,7	67,5	98,1
Maddi Duran Varlıklar	6,5	6,4	21,8	22,1
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	36,9	35,1	33,4	31,6
Duran Varlıklar	43,4	41,6	55,2	53,7
TOPLAM VARLIKLAR	71,4	87,3	122,6	151,8
Finansal Krediler	18,2	9,5	17,9	31,0
Ticari Borçlar	1,1	1,1	2,1	3,0
Kısa Vadeli Yükümlülükler	23,3	15,2	24,2	37,6
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,0	3,4	3,6	3,3
Özkaynaklar	45,1	68,8	94,8	110,9
Ödenmiş Sermaye	15,0	15,0	15,0	53,0
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	71,4	87,3	122,6	151,8

Mn TL	2010	2011	2012	2013
Gelir	25,7	50,2	56,1	47,8
SMM	14,0	17,7	21,8	20,8
Brüt Kar	11,8	32,5	34,4	26,9
<i>Brüt Marj</i>	<i>%45,7</i>	<i>%64,8</i>	<i>%61,2</i>	<i>56,4%</i>
Operasyonel Kar	10,5	31,0	31,3	22,7
<i>Operasyonel Marj</i>	<i>%40,9</i>	<i>%61,8</i>	<i>%55,7</i>	<i>47,5%</i>
FAVÖK	13,1	34,0	34,0	25,8
<i>FAVÖK Marj</i>	<i>%50,7</i>	<i>67,7</i>	<i>%60,5</i>	<i>54,1%</i>
Net Finansal Gelir	(0,9)	(0,4)	1,0	(2,4)
Vergi Gideri	1,7	5,6	6,4	4,5
Net Kar	7,6	23,7	26,1	16,1

CEKİNCE

Bu rapordaki bilgi ve fikirler Turkish Yatırım tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenerek hazırlanmıştır.

Turkish Yatırım bu bilgilerin doğruluğu veya bütünlüğü konusunda bir garanti veremez. Raporda yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.

Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bu rapordaki görüşler, tahmin ve projeksiyonlar raporu hazırlayan analistlerin fikirlerini yansıtmaktadır.

Analist/ler görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptirler. Bu rapor sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Turkish Yatırım ve personeli bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.