

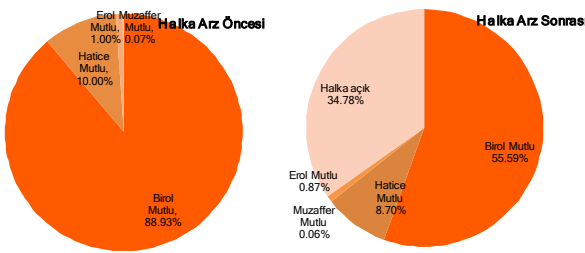
Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Mutlucan Tuz Madencilik İnşaat Turizm Otomotiv Petrol Nakliye Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Mutlucan Tuz", "Şirket") halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

Halka Arz Bilgileri

Halka Arz Tarihi	: 13-14-15 Mayıs 2014
Halka Arz Fiyatı Aralığı	: 4,45-4,85 TL
Halka Arz Yöntemi	: Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Halka Arz Şekli	: Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Sermaye (nominal)	: 53.000.000 TL
Sermaye artırımı	7.950.000 TL
Ortak Satışı*	13.250.000 TL
Toplam Halka Arz (nominal)	: 21.200.000 TL
Ek satış için ayrılan paylar, (nominal)	2.650.000 TL
Halka Açıklık Oranı/Ek satış Dahil	: 34,78%/39,13%
Halka Arz Büyüklüğü, (ek satış dahil)	: 106.132.500 TL-115.672.500 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye, (nominal)	: 60.950.000 TL
Konsorsiyum Liderleri	: Tera Menkul Değerler A.Ş. TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Tahsis Grup ve Oranları	: Yurtiçi Bireysel Yatırımcı %50 Yurtiçi Kurumsal Yatırımcı %25 Yurtdışı Kurumsal Yatırımcı %25
Taahhütler	: *2013&2014 dağıtılabılır kararın %70'ini nakit temettü olarak dağıtma *1 yıl boyunca bedelli sermaye artırımı ve ortak satışı yapmama taahhüdü

*Ana ortak Birol Mutlu'ya ait hisseler

Hissedarlık Yapısı				
Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası (ek satış hariç)	
Hissedar	Tutar(Bin TL)	Oran	Tutar(Bin TL)	Oran
Birol Mutlu	47.134.667	88,9%	33.884.667	55,6%
Hatice Mutlu	5.300.000	10,0%	5.300.000	8,7%
Erol Mutlu	530.000	1,00%	530.000	0,9%
Muzaffer Mutlu	35.333	0,07%	35.333	0,1%
Halka açık	0	-	21.200.000	34,8%
Toplam	53.000.000	100,0%	60.950.000	100,0%



Özet Kalemler	31.Ara.12	31.Ara.13
TL,%		
Satış Gelirleri	56.143.818	47.745.975
Brüt Kar	34.360.226	26.908.771
FAVÖK	33.994.479	25.788.146
FAVÖK Marjı	60,5%	54,0%
Net Kar	26.086.891	16.136.899
Aktifler	122.634.031	151.818.785
Yükümlülükler	27.789.887	40.902.233
Özkaynaklar	94.844.144	110.916.552

Mutlucan Tuz Hakkında Özet Bilgi

Mutlucan Tuz, 2005 yılında 500 bin TL ödenmiş sermaye ile Ankara'da kuruldu. Şirketin 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.

Şirket Tekel'e ait Kayacık Tuzlası Tesisi'nin 26 yıllık işletme hakkını özelleştirmeden 42,2 milyon dolara 26 Ocak 2006'da devralmıştır. Mutlucan Tuz, Ankara'nın Şereflikoçhisar ilçesi, Tuz Gölü, Kayacık Tuz işletmesinde 10,69 milyon m²lik havuzlarda faaliyetlerini sürdürmektedir. Türkiye'nin en büyük tuz üreticilerinden olan Şirketin, Migem verilerine göre pazar payı 2012 yılında %17 civarındadır.

Şirket yıllık ortalama 1,5 milyon ton tuz üretim kapasitesine sahiptir. Şirketin ürettiği tuz ürünleri arasında yıkanmış tuz, çifte yıkanmış tuz, sanayi tuzu, sofraya tuzu, tablet tuz ve elenmiş buz çözücü tuz bulunmaktadır. Satılan tuzun %60'ı kimyasal ve sanayi üretiminde, %19'u gıda sanayinde, %11 karayollarında ve %10'u da diğer sektörlerde olmak üzere kullanılmaktadır. Mutlucan Tuz, satışlarını ağırlıklı olarak İç Anadolu Bölgesi (%57), Marmara Bölgesi (%31) ve Akdeniz Bölgesi'nde (%7) gerçekleştirilmektedir.

Şirket stratejik olarak ham tuz satışlarını azaltarak, daha katma değerli (ton başına satış fiyatı yüksek tuz) segmentlere geçmektedir. Bu amaçla sertliği daha düşük olan ve ton başına satış fiyatı yüksek olan D1 havuzu satışlarının toplam satışlar içindeki payı artırılmıştır. Ayrıca 2012-2013 yılları arasında yapılmış olan mekanik rafine tuz yatırımıyla Şirket bu geçişi hızlandırmak istemektedir. Üretim faaliyetleri dışında; Şirketin yıkama, eleme, çuvallama, nakliye ve değirmen faaliyetlerinden oluşan hizmet gelirleri bulunmaktadır.

Şirket satış kanalı olarak bayilerini kullanmaktadır. Şirketin çalıştığı alıcılarla bir bayilik sözleşmesi bulunmamakta, cari hesap şeklinde çalışılmaktadır. Ayrıca Şirket resmi kurumlara yönelik (Belediyeler ve Karayolları gibi) ihaleli satışlara da katılmaktadır.

Halka arz geliri kullanım yerleri

Şirketin ortaklarının pay satışı dışında sermaye artırımı yoluyla halka arz edilecek 7.950.000 TL nominal değerli paylardan Mutlucan Tuz'a 35,4-38,6 milyon TL aralığında nakit girişi olacağı öngörülmektedir.

Elde edilecek gelir ile 120.000 ton kapasiteli rafine tuz fabrikası yatırımı yapılması planlanmaktadır. Rafineri tesisinin Ankara (Şereflikoçhisar ilçesi) veya Aksaray illerinden birinde kurulması, 2014 yılı içerisinde yatırıma başlanması planlanmaktadır. Toplam yatırım maliyetinin; 2 milyon dolar arsa alım bedeli ve 15 milyon dolar fabrika inşaatı ve makine teçhizat alımı olmak üzere 17 milyon dolar olması öngörülmektedir.

Öngörülen yatırım bütçesinden sağlanacak fon fazlasının, Şirketin işletme sermayesi ihtiyacı ve henüz karara bağlanmamış ancak planlama aşamasında olan diğer yatırımlar için rezervde tutulması planlanmaktadır.

Şirket faaliyetlerine ilişkin riskler

Şirket satışları yurtiçi talebe karşı oldukça duyarlıdır. Özellikle satışlarının yaklaşık %50'sini oluşturan tekstil sektöründe yaşanan gelişmelere karşı Şirket satışlarının duyarlılığı yüksektir.

Motorin, işçilik ve maden dairesi katkı payı en önemli maliyet kalemi olup bu kalemlerde yaşanabilecek olası artışlar karlılığa olumsuz etki edecektir.

26 yıllığına verilen ve 21.02.2032 tarihine kadar devam eden işletme ruhsatı bu tarihten sonra uzatılmayabilir. Ayrıca başlangıç tarihinden itibaren 60 yıl olarak uzatılsa dahi 60 yıldan sonraki sürenin uzatılmasına Bakanlar Kurulu yetkilidir ve sözkonusu sürenin uzatılmamasına karar verebilir.

Tuz Gölü'nde yaşanabilecek kuraklık üretimde düşüşe neden olabilir. Gölün tuz üretimini olumsuz etkileyecek düzeyde kirlenmeye maruz kalması da risk faktörleri arasındadır.

Sektörde 2013 yılında yurtiçi üretimin 5,5 milyon ton seviyesinde, yurtiçi satışların 3,5 - 5,0 milyon ton seviyesinde olduğu tahmin edilmektedir. Ağustos 2011 tarihinde Tuz Gölü'nde üretime açılmak üzere on yeni saha ihale edilmişti. Ancak bazı firmaların ÇED raporlarını tamamlayamamış olması, üretim dönemini geçirmiş olmaları ya da az miktarda üretim gerçekleştirmeleri nedeniyle tam kapasite üretim yapılamamıştır. Mevcut durumda dahi tuz üretiminde yaşanan arz fazlasının önümüzdeki yıllarda yeni sahaların tam kapasite üretime geçmesi ile hem Şirketin pazar payı olumsuz etkilenebilecek hem de tuz satış fiyatlarında aşağı yönlü baskı oluşabilecektir.

Değerleme Hakkında Özet Bilgi ve Görüşümüz

Mutlucan Tuz, (milyon TL)	Şirket Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (alt bant)	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (üst bant)
İNA Analizi	314	50%	157	157
BIST-Finansal Olmayan Şirket Karşılaştırması	274	50%	137	137
Halka Arz İskontosu Öncesi Piyasa Değeri			294	294
Halka Arz İskontosu			20%	13%
Halka Arz Öncesi İskontolu Değer			236	257
Hisse Başına Değer, TL			4,45	4,85
Halka Arz Nakit Girişi			35,4	38,6

Mutlucan Tuz için yayımlanmış olan fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri eşit ağırlıklandırılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminde tahmin dönemi, 2006 yılında başlayan lisans sözleşmesinin uzatılma ihtimali bulunmasına karşın faaliyetlerinin sonlanacağı varsayımıyla 2031 yılı sonuna kadar yapılmıştır.

Piyasa çarpanları yönteminde, BIST Finansal olmayan 40 şirketin ortalama FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılmıştır.

İNA'da 2014 yılı büyüme beklentisi, öncelikle 2012 yılı sonunda %70 oranında tamamlanan, 2013 yılının ikinci yarısında tam faaliyete geçmiş olan mekanik rafine tuz tesisi satışlarına dayanmaktadır. Mekanik tuzun ton fiyatı ham tuzun yaklaşık 2 katı civarındadır. Şirket 2013'te 22.251 ton mekanik rafine tuz satışı gerçekleştirmiş olup bu rakamın 2014 yılında 60.000 ton olması beklenmektedir. Mekanik rafine tuz hariç 2014 yılında önceki yıla göre %3,3 ton bazında satış büyümesi gerçekleşeceği beklenmektedir. 2015 yılında ise bu büyüme %4,9 düzeyindedir. Şirketin mekanik rafine tuz hariç 2011-2012 hacimsel satış rakamına ancak 2020 yılında ulaşılacağı öngörülmüştür. 2013 yılında katma değeri yüksek olan mekanik tuzun toplam içindeki payı %3,1 iken, 2014'te %7,7'ye 2015'te %10,7'ye çıkacağı tahmin edilmektedir. 2016 ve 2017 yıllarında ise mekanik tuzun toplam birim satışlardaki payı %10 olarak kabul edilmiştir. 2017 yılı sonrası satış projeksiyonlarında ton bazında toplam tuz satışlarının yıllık %1 artacağı ve net satış gelirleri artışının ise yıllık %5 enflasyon öngörüsü de dahil edilerek %6 olacağı varsayılmıştır. Projeksiyonlarda 2031 yılına kadar yaklaşık %58-%62 bandında (ortalama %61) gerçekleşeceği kabul edilen brüt kar marjının ve yaklaşık %55-%58 arası (ortalama %57) gerçekleşeceği kabul edilen FAVÖK marjının makul olduğunu düşünmekteyiz. Şirketin 2031 yılında faaliyetlerinin sona ereceği varsayımıyla o tarihteki tasfiye değeri iskonto edilerek 91,4 milyon TL olarak hesaplanmış ve İNA'ya dahil edilmiştir. İNA'da nihai değer yerine tasfiye değerinin kullanılmasını değerlendirme açısından doğru buluyoruz.

Projeksiyonda, halka arz sonrası yapılacak 120.000 ton kapasiteli rafine tuz fabrikası yatırımının değerlemeye dahil edilmemesini olumlu buluyoruz.

Şirketin net borcu (Şirketin 31.12.2013 itibarıyla 21,1 milyon TL net nakdi mevcuttur) bulunmamaktadır. Bu nedenle özsermaye maliyeti göz önüne alınarak serbest nakit akımlarına uygulanacak indirgeme oranı hesaplanmıştır. İNA kapsamında %5 risk primi, "1" beta ve %10,0 risksiz faiz oranı kullanılarak hesaplanan ağırlıklı ortalama özsermaye maliyetinin %15,0 olarak alınmasını makul buluyoruz.

Piyasa çarpanları yönteminde, BIST'te işlem gören firmalar arasında Şirket ile aynı iş kolunda olan firma bulunmadığı için finansal olmayan 40 Şirketin 2013 yılı gerçekleşen ve 2014 yılı Bloomberg konsensüs beklentileri baz alınarak FD/FAVÖK ve F/K çarpanları ortalaması kullanılmıştır.

Sonuç

Mutlucan Tuz'a ilişkin yapılan değerlendirme çalışması sonucu 294 milyon TL piyasa değerine ulaşılmıştır. Bu piyasa değerine %20 ve %13 halka arz iskontosu uygulanarak alt bant 236 milyon TL, üst bant 257 milyon TL olmak üzere, hesaplanan aralıktaki piyasa değerinin halka arz öncesi sermayeye bölünmesi suretiyle hisse başı 4,45 TL-4,85 TL aralığında halka arz fiyatlaması yapılmıştır.

Projeksiyon döneminde elde edilen nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde kullanılan iskonto oranının ve ileriye dönük satış büyüme beklentileri ile kar marjlarının makul olduğu göz önünde bulundurulduğunda İNA'dan elde edilen özkaynak değerinin erişilebilir olduğunu düşünmekteyiz. Öte yandan benzer şirket analizinde gerek çok sayıda şirketin kullanılması gerek İNA değerine yakın bir değer elde edildiği göz önünde bulundurularak piyasa çarpanları yönteminden çıkan sonucun makul olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç olarak; Mutlucan Tuz için yapılan değerlendirme metodolojisi sonucunda tespit edilen hisse başına 4,45 TL-4,85 TL halka arz fiyat aralığının makul olduğu kanaatindeyiz.

Bilanço

TL	31.Ara.12	31.Ara.13
Dönen Varlıklar	67.450.651	98.071.674
Nakit ve Benzerleri	28.721.856	52.107.761
Ticari Alacaklar	34.730.993	40.329.672
Diğer Alacaklar	58.627	47.026
Stoklar	3.063.831	4.626.653
Finansal Yatırımlar	57.571	
Diğer Dönen Varlıklar	817.773	960.562
Duran Varlıklar	55.183.380	53.747.111
Maddi Duran Varlıklar	21.778.267	22.131.812
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	33.364.433	31.615.299
Diğer Duran Varlıklar	40.680	
Toplam Aktifler	122.634.031	151.818.785

Kısa Vadeli Yükümlülükler	24.132.090	37.632.282
Kısa Vadeli Borçlanmalar	17.926.499	30.968.482
Ticari Borçlar	2.055.371	3.006.785
Dönem Kar Vergi Yükümlülüğü	1.080.183	347.152
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.070.037	3.309.863
Uzun Vadeli Yükümlülükler	3.657.797	3.269.951
Çalışanlara Sağ. Fayd.	144.960	237.983
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3.512.837	3.031.968
Özkaynaklar	94.844.144	110.916.552
Ödenmiş Sermaye	15.000.000	53.000.000
Değer Artış Fonları	1.960	-62.531
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2.024.173	3.289.639
Geçmiş Yıl Kar/Zarar	51.730.060	38.552.545
Net Dönem Kar/Zararı	26.087.951	16.136.899
Toplam Pasifler	122.634.031	151.818.785

Gelir Tablosu

TL	31.Ara.12	31.Ara.13
Satış Gelirleri	56.143.818	47.745.975
Satışların Maliyeti(-)	21.783.592	20.837.204
Brüt Kar	34.360.226	26.908.771
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>61,2%</i>	<i>56,4%</i>
Faaliyet Giderleri(-)	3.079.833	4.220.776
Faaliyet Karı/Zararı	31.280.393	22.687.995
FAVÖK	33.994.479	25.788.146
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>60,5%</i>	<i>54,0%</i>
Diğer Faaliyet Gelirleri	436.804	66.570
Diğer Faaliyet Giderleri(-)	110.231	184.295
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler		5.193
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)		
Finansal Gelirler	2.469.436	4.285.660
Finansal Giderler(-)	1.441.951	6.654.228
Vergi Öncesi Kar/Zarar	32.634.451	20.206.895
Dönem Vergi Gideri(-)	6.353.168	4.534.739
Ertelenmiş Vergi Gideri(-)	-194.392	464.743
Net Kar/Zarar	26.086.891	16.136.899

Burada 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. 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. Gerek bu yayındaki, gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.