

## **Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik A.Ş**

### **HALKA ARZ DEĞERLEME RAPORU**

#### 1. Özet:

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Şirket Değeri (Mn TL)	Hisse Başına Değerler (TL)
<b>Çarpan Analizi</b>	50%	38,24	3,13
<b>İNA Analizi</b>	50%	44,89	3,68
<b>Ağırlıklandırılmış Değer(TL)</b>		<b>41,56</b>	<b>3,41</b>

Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik A.Ş için İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Benzer Şirket Çarpanları Yöntemleri kullanılarak yapılan değerlendirme neticesinde Şirket'in piyasa değeri 38,24 – 44,89 milyon TL olarak belirlenmiştir. Eşit olarak ağırlıklandırılmış şirket değeri ise 41,56 milyon TL(3,41 TL/hisse) olarak tespit edilmiştir. Halka arz fiyat aralığı tespitinde ise gerçekleştirilen ön pazarlama faaliyetleri sonucunda bu değer aralığı üzerinden bir miktar halka arz iskontosu uygulanması gerektiği sonucuna ulaşılmış ve 1 lot pay için halka arz fiyat aralığı 2,90 – 3,20 TL olarak belirlenmiştir. Belirlenen fiyat aralığı dikkate alındığında Şirket piyasa değeri 35,38- 39,04 milyon TL aralığına tekabül etmektedir.

#### **Fiyat Tespitinde Kullanılan Yöntemler:**

- ⇒ İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi(İNA)
- ⇒ Benzer Şirket Çarpanları Yöntemi

#### **2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNAA)**

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemiyle, Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik A.Ş'nin sonsuza kadar yaratacağı nakit akımları hesaplanmıştır. Söz konusu nakit akımlarının Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) oranı ile bugüne indirgenmesi ile Şirket'in değeri hesaplanmış bu değerden de Şirket'in net borç rakamının düşülmesiyle hedef piyasa değerine ulaşılmıştır.

## a) Değerleme Varsayımları:

Bin TL	2008	2009	2010	2011T	2012T	2013T	2014T
<b>Net Satışlar</b>	32.114	34.087	40.450	51.776	59.543	68.474	75.322
<b>Büyüme oranı</b>	-40%	6%	19%	28%	15%	15%	10%
<b>Brüt Kar</b>	4.118	4.531	2.755	3.831	4.466	5.478	6.402
<b>Brüt Kar Marjı</b>	12,8%	13,3%	6,8%	7,4%	7,5%	8,0%	8,5%
<b>FVAÖK</b>	2.936	1.714	1.945	2.909	4.195	5.435	6.710
<b>FVAÖK Marjı</b>	9,1%	5,0%	4,8%	5,6%	7,0%	7,9%	8,9%
<b>Net Kar</b>	-751	-419	497	1.914	2.297	2.751	3.327
<b>Net Kar Marjı</b>	-2,3%	-1,2%	1,2%	3,7%	3,9%	4,0%	4,4%

## Değerlemede kullanılan gelir tablosu projeksiyonu:

- ⇒ Değerlemede 2011-2015 yılları için Şirket tahminleri yararlanılmıştır.
- ⇒ İNA analizinde sonsuz büyüme oranı %5 olarak alınmıştır.
- ⇒ Mevcut 8,6 milyon TL ödenmiş sermayeye 3,6 milyon TL halka arz sermaye artırımı tutarı eklenerek bulunan 12,2 milyon TL halka arz sonrası ödenmiş sermaye olarak baz alınmıştır.
- ⇒ Halka arzdan elde edilen 11 milyon TL halka arz geliri nakit girişi olarak İNA' da 2011 yılında gösterilmiştir.

## Değerlemede kullanılan 2011-2014 dönemi yatırım harcamaları projeksiyonu:

<b>BİNA ARSA</b>	<b>7.000.000</b>
<b>TESİS MAKİNA CİHAZ</b>	<b>3.010.000</b>
KOLBUS SERT KAPAK	650.000
KOLBUS AMERİKA CİLT	450.000
POLAR GYOTİN	50.000
HEİDELBERG KIRIM	70.000
HEİDELBERG 4 RENK BASKI	400.000
ASTEL İPLİK DİKİŞ	120.000
YARI OTOMATİK SERİ PRINT	50.000
TAM OTOMATİK PAKETLEME	70.000
MÜLLER MARTİNİ SÜREKLİ FORM	300.000
HARİŞ WEB OFSET	250.000
BİOTOMATİK SİRİAL	400.000
PLASTİK SİRİAL	200.000
<b>TAŞITLAR</b>	<b>230.000</b>
KAMYON-TİR	230.000
<b>TOPLAM</b>	<b>10.240.000</b>

**b) İndirgeme Katsayısı**

İndirgeme katsayısı; 2011-2015 dönemi için ortalama %12,67 hesaplanmış olup, 2016 ve sonrası dönem için %11,65'e kadar gerilemesi tahmin edilmiştir.

<b>AOSM</b>	<b>12,67%</b>
Piyasa Riski	5,00%
Risksiz Faiz Oranı	8,60%
Beta	1,00
Terminal Büyüme Oranı	5,00%

(\*) AOSM:Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

**c) Mevcut varsayımlar çerçevesinde INA yöntemine göre değerlendirme tablosu**

Saray Matbaacılık	TAHMİNİ NAKİT AKIMI(TL)											
	2009	2010	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri Büyüme(%)	6%	19%	28%	15%	15%	10%	10%	5%	5%	5%	5%	5%
Gelirler	34.086.980	40.450.230	51.776.294	59.542.739	68.474.149	75.321.564	82.853.721	86.996.407	91.346.227	95.913.538	100.709.215	105.744.676
Esas Faaliyet Karı	1.007.112	1.193.881	2.122.828	2.560.338	3.286.759	3.992.043	4.391.247	4.610.810	4.841.350	4.987.504	5.236.879	5.498.723
Vergi Oranı	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Vergi Sonrası Esas Faaliyet Karı	805.690	955.105	1.698.262	2.048.270	2.629.407	3.193.634	3.512.998	3.688.648	3.873.080	3.990.003	4.189.503	4.398.979
+ Amortisman	706.581	750.955	786.086	1.634.303	2.147.787	2.717.638	3.171.082	3.232.719	3.295.046	3.358.098	3.254.063	3.308.605
- Yatırım Harcamaları	2.012.374	776.003	3.106.578	3.572.664	2.054.224	1.506.431	828.537	869.964	913.462	959.135	503.546	528.723
- Net İşletme Sermaye Değişimi	-172.730	927.373	6.724.307	1.127.224	1.321.867	1.026.839	1.095.488	602.518	632.644	664.277	697.490	732.365
+ Diğer Nakit Girişleri	0	0	10.980.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=Firmanın Nakit Akımı	-327.373	2.684	3.633.464	-1.017.214	1.401.103	3.378.001	4.760.055	5.448.884	5.622.020	5.724.690	6.242.530	6.446.495
<b>Uç Değer</b>												<b>101.858.012</b>
<b>SERMAYE MALİYETİ</b>												
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti(%)			12,67%	12,67%	12,67%	12,67%	12,67%	12,50%	12,32%	12,11%	11,89%	11,65%
<b>Şimdiki Değer</b>	<b>3.224.980</b>	<b>(801.355)</b>	<b>979.690</b>	<b>2.096.451</b>	<b>2.622.062</b>	<b>2.667.953</b>	<b>2.450.835</b>	<b>2.225.947</b>	<b>2.169.373</b>	<b>33.711.602</b>		
<b>Firma Değeri</b>												
(TL)												
Firma Değeri	51.347.537											
(-)Toplam Finansal Borçlar	8.006.308											
(+)-Hazır Değerler	1.548.983											
<b>Özsermaye Değeri</b>	<b>44.890.212</b>											
Hisse Başına Fiyat	3,68											

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine göre Şirket'in değeri 44,89 milyon TL (Hisse başı 3,68 TL) olarak belirlenmiştir.

Kullanılan projeksiyonlar geleceğe dönük bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı şirket ve pay değerlerine ulaşılabilir.

### 3. Piyasa Çarpanları Yöntemi:

<b>ÇARPAN ANALİZİ ÖZETİ</b>	<b>Şirket Değeri (TL)</b>	<b>Ağırlık(%)</b>	<b>Ağırlıklandırılmış Değer(TL)</b>	<b>Ağırlıklandırılmış Fiyat(TL)</b>
İMKB-100 Endeksine Göre	30.587.895	33,33	10.195.965	0,84
Y. İçi Benzer Şirketlere Göre	41.424.984	33,33	13.808.328	1,13
Y. Dışı Benzer Şirketlere Göre	42.702.731	33,33	14.234.244	1,17
<b>Şirket Değeri(TL)</b>			<b>38.238.537</b>	
<b>Hisse Başına Değer(TL)</b>			<b>3,13</b>	

Çarpan Analizine göre Şirket'in değeri 38,24 milyon TL ( 3,13 TL/hisse başına) olarak belirlenmiştir. İMKB ortalama piyasa çarpanları ile Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik A.Ş için sermaye değeri analizinde, İMKB-100 Endeksi, İMKB Benzer Şirketlerin ve Yurt Dışı Benzer Şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (Vergi, Amortisman, Faiz Öncesi Kar), Firma Değeri/Satışlar, Fiyat/Kazanç ve Piyasa Değeri/Defter Değeri oranları kullanılmıştır.

Piyasa Çarpanları yönteminde üç farklı yol kullanılmış olup bunların sonuçları ağırlıklandırılarak hedef piyasa değerine ulaşılmıştır. Çarpan analizinde ise paylar; İMKB benzer şirketler (%33), İMKB-100 ortalaması (%33) ve Yurt Dışı benzer şirketler (%33) olarak belirlenmiştir.

**2011 tahmini rakamlara göre hesaplanan oranlar şu şekildedir:**
**1- Yurtiçi Benzerleri Sektör Ortalaması**

2011T				
Şirket Adı	F/K	PD/DD	FD/FVAÖK	FD/SATIŞLAR
Doğan Burda	9,77	1,21	5,48	0,69
İhlas Gazetecilik	13,79	1,00	24,02	4,43
Duran Doğan Basım		6,15	11,31	1,26
Doğan Gazetecilik		1,28	59,65	1,06
Kartonsan	40,19	3,19	28,47	3,93
Alkim Kağıt	8,69	0,71	5,78	0,93
<b>Ortalama</b>	<b>11,78</b>	<b>1,24</b>	<b>17,67</b>	<b>1,16</b>
<b>Firma Değeri -TL</b>	<b>22.546.927</b>	<b>22.482.000</b>	<b>55.908.684</b>	<b>64.762.324</b>
<b>Eşit Ağırlıklandırılmış Firma Değeri - TL</b>			<b>41.424.984</b>	

**2- Yurtdışı Benzerleri Sektör Ortalaması**

2011T					
Şirket Adı	Ülke	F/K	PD/DD	FD/FVAÖK	FD/SATIŞLAR
ABITIBIBOWATER INC/NEW	Kanada	11,14			
MONDI SWIECIE SA	Polonya	11,88	2,98	8,06	1,81
ARCTIC PAPER SA	Polonya		0,82	5,21	
VRANCART ADJUD	Romanya	18,72	0,64	10,98	1,45
ANHUI SHANYING PAPER IND-A	Çin	15,03	1,40		1,43
ZHANGJIAGANG FREETRADE SCI-A	Çin	23,47	7,15		9,50
<b>Ortalama</b>		<b>15,03</b>	<b>1,40</b>	<b>8,06</b>	<b>1,63</b>
<b>Firma Değeri -TL</b>		<b>28.771.445</b>	<b>25.223.992</b>	<b>27.954.252</b>	<b>88.861.236</b>
<b>Eşit Ağırlıklandırılmış Firma Değeri - TL</b>			<b>42.702.731</b>		

**3- İMKB-100 Ortalaması**

2011T				
	F/K	PD/DD	FD/FVAÖK	FD/SATIŞLAR
<b>İMKB-100</b>	<b>10,16</b>	<b>1,53</b>	<b>7,28</b>	<b>0,87</b>
<b>Firma Değeri -TL</b>	<b>19.449.722</b>	<b>27.634.240</b>	<b>25.699.568</b>	<b>49.568.051</b>
<b>Eşit Ağırlıklandırılmış Firma Değeri - TL</b>			<b>30.587.895</b>	

Kaynak: Bloomberg

\*Veriler 20 Mayıs 2011 itibariyledir.

Kullanılan projeksiyonların değiştirilmesi ve farklı tarihler ve mali verilerle piyasa çarpanları hesaplanması halinde farklı değerlere ulaşılabilir.

#### 4. SONUÇ:

Saray Matbaacılık Kağıtçılık Kırtasiyecilik A.Ş için İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Benzer Şirket Çarpanları Yöntemleri kullanılarak yapılan değerlendirme neticesinde Şirket'in piyasa değeri 38,24 – 44,89 milyon TL olarak belirlenmiştir. Eşit olarak ağırlıklandırılmış şirket değeri ise 41,56 milyon TL(3,41 TL/hisse) olarak tespit edilmiştir. Halka arz fiyat aralığı tespitinde ise gerçekleştirilen ön pazarlama faaliyetleri sonucunda bu değer aralığı üzerinden bir miktar halka arz iskontosu uygulanması gerektiği sonucuna ulaşılmış ve 1 lot pay için halka arz fiyat aralığı 2,90 – 3,20 TL olarak belirlenmiştir. Belirlenen fiyat aralığı dikkate alındığında Şirket piyasa değeri 35,38- 39,04 milyon TL aralığına tekabül etmektedir.