

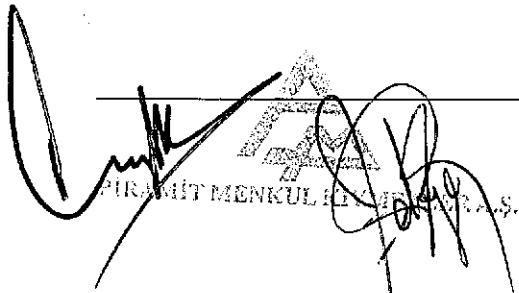
SEYİTLER KİMYA SANAYİ A.Ş.
FİYAT TESPİT RAPORU

07 TEMMUZ 2015

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

İÇİNDEKİLER

GENEL BİLGİLER	3
ŞİRKET PROFİLİ.....	4
ORTAKLIK YAPISI.....	4
FAALİYET KONUSU VE SEKTÖRDEKİ DURUMU	5
SEKTÖRE İLİŞKİN BİLGİLER.....	7
HALKA ARZ GELİRİNİN KULLANIM ALANI	11
PROJEKSİYON	12
İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI	15
FİNANSAL VARLIKLARI DEĞERLEME MODELİ.....	15
PİYASA ÇARPANLARI.....	19
AĞIRLIKLİ FİYATLANDIRMA.....	23
DEĞERLEME VE HALKA ARZ ÖZETİ	24
BİLANÇO VE GELİR TABLOLARI.....	25



PIRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

GENEL BİLGİLER

Seyitler Kimya Sanayi A.Ş.'nin ("Şirket", "Seyitler") halka arz edilecek paylarının birim fiyatının tespitinde, İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılmıştır.

Bu çalışmada Şirket'in sağladığı bilgiler ve belgelerden faydalanılmıştır. Ayrıca Şirket'in bağlı olduğu mevzuat da dahil olmak üzere herhangi bir hukuki, mali ve vergisel inceleme ve kontrol yapılmamıştır. Kullanılan varsayımlar, diğer girdiler ve indirme oranlarının piyasa koşullarına göre değişmesi ya da değiştirilmesi sonuçları değiştirecektir.

İşbu fiyat tespit raporu, SPK Seri: VIII, No:45 sayılı Tebliğ dikkate alınarak hazırlanmış olmakla birlikte, söz konusu rapor, Şirket izahnamesinin eki olduğundan fiyat tespit raporunda yer verilmeyen hususlar Şirket izahnamesinde yer almaktadır. Şirketçe tarafımıza sunulan varsayımların, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından Şirketin faaliyetleri ve bulunduğu sektör göz önünde bulundurularak makul olup olmadığının değerlendirilmesinde her türlü dikkat ve özen gösterilmiş olmakla birlikte, Şirket projeksiyonlarının gerçekleşmesi konusunda Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. herhangi bir garanti vermemektedir.

RAPOR ÖZETİ ¹	
Halka Arz Fiyatı	2,80 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Halka Arz Edilecek Pay Adeti	1.800.000 Pay
Halka Arz Edilecek Payların Türü	İmtiyazsız B Grubu
Halka Açılma Oranı ²	21,43%
Kayıtlı Sermaye Tavanı	20.000.000 TL
Çıkarılmış Sermaye	6.600.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	8.400.000 TL
Hesaplanan Piyasa Değeri	25.448.284 TL
Halka Arz Teşviki	Hisse fiyatına % 19,7 iskonto uygulanmıştır. ³
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	18.480.000TL ⁴
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	23.520.000TL
Halka Arz Büyüklüğü	5.040.000TL

¹Raporda yer verilen ondalık sayılar virgülden sonra 1 veya 2 hane gösterilecek şekilde sunulmuştur. Dolayısıyla elde edilen bazı sonuçlarda sınırlı da olsa yuvarlama etkisi söz konusudur.

² Halka açıklık oranı, toplam halka arz edilen pay tutarının halka arz sonrası ulaşılması beklenen sermaye tutarına bölünmesi suretiyle hesaplanmıştır.

³ Şirketin tamamı için hesaplanan piyasa değeri üzerinden daha sonra kar dağıtım imtiyazı dikkate alınarak B grubu payların piyasa değeri hesaplanmış ve bu değer üzerinden iskonto uygulanmıştır.

⁴ Şirket'in mevcut sermayesi ile halka arz fiyatının çarpılması sonucu bulunan değerdir.

ŞİRKET PROFİLİ

Seyitler Kimya Sanayi Anonim Şirketi ("Şirket") Seyit Derviş Şanlı tarafından 1991 yılında, İzmir, Türkiye'de kurulmuştur. Şirket'in faaliyet konusu, sağlık kuruluşlarında kullanılan tıbbi flasterler, ilk yardım bantları ve kapsikumlu romatizma yakası üretimi, alım satımı ile ithalat ve ihracatıdır.

Şirket'in merkez ve üretim adresi Atatürk Organize Sanayi Bölgesi 10007 Sok. No:7 PK 35620 Çiğli – İzmir'dir.

Şirket, Dünya Sağlık Örgütü ve Türkiye Sağlık Bakanlığının istediği koşullarda üretim yapmakta olup, TS EN ISO 9001:2000 şartlarına uygun Kalite Yönetim Sistemi Belgesi'ne sahiptir. Bunun yanı sıra, tüm ürünleri CE, GMP ve GLP sertifikalarına sahiptir.

Şirket'in Yönetim Kurulu Başkanı Seyit Şanlı ve Genel Müdür'ü Halil Karakaya'dır. Şirket'in 31 Aralık 2014 tarihi itibarıyla personel sayısı 45'tir (31 Aralık 2013: 50).

ORTAKLIK YAPISI

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

	Ortağın Adı, Soyadı	Grup	Nama/ Hamiline	İmtiyaz	Halka Arz Öncesi				Halka Arz Sonrası	
					Pay Oranı (%)	Pay Nominal Tutarı	Toplam Pay Nominal Tutarı (TL)	Toplam Pay Oranı (%)	Toplam Pay Nominal Tutarı (TL)	Toplam Pay Oranı (%)
1	Seyit ŞANLI	A	Nama	Var	11,75	775.789	3.597.000	54,50	3.597.000	42,82
		B	Hamiline	Yok	42,75	2.821.211				
2	Trust Invest Sinai ve Mali Yatırımlar A.Ş.	B	Hamiline	Yok	42,50	2.805.000	2.805.000	42,50	2.805.000	33,39
3	Halil KARAKAYA	B	Hamiline	Yok	3,00	198.000	198.000	3,00	198.000	2,36
4	Halka Arz Edilen	B	Hamiline	Yok	-	-	-	-	1.800.000	21,43
5	Toplam					6.600.000	6.600.000	100	8.400.000	100

TrustInvest Sinai ve Mali Yatırımlar A.Ş.'nin sermayesinin %100'ü Seyit ŞANLI'ya aittir. Seyit ŞANLI'nın, Seyitler sermayesinde doğrudan ve dolaylı payı %97,00'dir.

TrustInvest Sinai ve Mali Yatırımlar A.Ş., sermayesi 50.000,00 Türk Lirası değerinde 50.000 adet paya ayrılmıştır. Bunlardan 50.000 adet paya karşılık 50.000,00 Türk Lirası Seyit Şanlı'ya aittir. Kuruluş tarihi 06.05.2014'tür. Faliyet konusu tıbbi ispençiyari, biyolojik, kimyevi, gıdai, kozmatik, zirai, veterinerliğe ve dişçiliğe ait bilumum reçeteli ve reçetesiz satılabilen ilaç müstahzarları ve bunların kimyevi maddeleri, sıhhi ve tıbbi ve ispençiyari alet ve malzemeler, bunlarla ilgili maddeler biyosidal, parfümeri her türlü bitkisel ürünleri ve veterinerlik ürünleri üretmek, almak, satmak pazarlamak, ithal ve ihraç etmek, Cerrahi, tıbbi diş hekimliği ve veterinerlik için her türlü alet ve cihazlar, malzemeler, tıbbi flaster

ve elastik bandajlar, steril yara örtüleri, yara bandı, romatizma yakıları, ilk yardım çantaları enjeksiyon iğneleri, cerrahi dikiş iplikleri, gaz hidrofil ve nonwoven sargı ve kompresleri, anestezi ve ventilasyon sarf ürünleri, tıbbi amaçlı analiz aletleri ve cihazlar, her türlü doğum kontrol malzemeleri ve ürünleri, yapay organ ve protezleri üretimi ve satışlarıdır.

TrustInvest Sinai ve Mali Yatırımlar A.Ş.'nin aktif bir ticari faaliyeti bulunmamaktadır.

Trust Invest Sinai ve Mali Yatırımlar A.Ş. Yönetim Kurulu, 23.06.2015 tarih, 2015/5 sayılı yönetim kurulu kararıyla Seyitler'in mevcut faaliyetleri ile herhangi bir rekabete yol açacak bir faaliyette bulunulmayacağını ve gelecekte de bu hususa uyulacağını ve Trust Invest Sinai ve Mali Yatırımlar A.Ş.'nin ilk yapılacak genel kurulunda Seyitler ile benzer faaliyet konularının esas sözleşmede değiştirilmesinin gündeme alınmasına ilişkin taahhüt niteliğinde karar almıştır.

FAALİYET KONUSU VE SEKTÖRDEKİ DURUMU

Şirket'in faaliyet konusu, sağlık kuruluşlarında kullanılan tıbbi flasterler, ilk yardım bantları yara örtüsü ve kapsikumlu romatizma yakısı üretimi, alım satımı ile ithalat ve ihracatıdır.

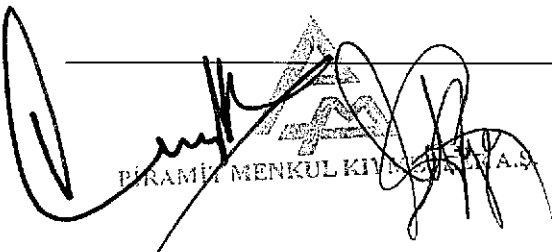
Şirket, Şirket'in kendi markaları ile, hastane ve sağlık kuruluşlarında kullanılan tıbbi flasterler, yara örtüleri, ilkyardım bantları ve romatizma yakısı üretmektedir. Şirket ürünleri, medibez (tıbbi bez flaster), mediipek (tıbbi ipek flaster), dermapore (tıbbi kağıt flaster), dermafix (tıbbi polietilen flaster), unipore (tıbbi elastik flaster), enjeksiyonflasteri, novafix (tıbbi elastik flaster), hemostatik bası bandı, kurtplastyarabandı, steril yara pedleri, göz pedleridir.

Şirket, Dünya Sağlık Örgütü ve Türkiye Sağlık Bakanlığının istediği koşullarda üretim yapmakta olup GMP koşullarında üretim yaptığı Sağlık Bakanlığı tarafından belgelendirilmektedir. Tüm ürünleri, CE, GMP, GLP sertifikalarına sahiptir. Şirket, TS EN ISO 9001:2008 ve TS EN ISO 13485:2003 şartlarına uygun Kalite Yönetim Sistemi Belgesi'ne sahiptir.

Seyitler Kimya ürünlerinin büyük bölümünü kendi tesislerinde üretip satan bir firmadır. Üretim kauçuk ve akrilik esaslı olmak üzere iki temel bölümden oluşmaktadır.

Şirket 2014 Nisan ayı içerisinde mevcut fabrikasının 4.200.000 TL bedelle satışını gerçekleştirmiş ve aynı yıl içerisinde satın aldığı Manisa- Turgutlu Organize Sanayi Bölgesi'nde 17.257,02 m² arsa üzerinde yaklaşık 8.481 m² kapalı alan olmak üzere yeni bir fabrika binası yatırımına 2014 yılı sonunda başlamıştır. Bu kapsamda Şirket 2014 yılında 1.639.297 TL harcama gerçekleştirmiş ayrıca 256.487 TL inşaat ile ilgili avans ödemesi yapmıştır. 2015 Ağustos ayında yeni fabrika binasına taşınması beklenmektedir.

Yeni tesis yatırımıyla ilişkili olarak Şirket, kapasite artışı, modernizasyon ve yeni ürünler üretme projesi kapsamında T.C. Ekonomi Bakanlığı'ndan 30 Aralık 2014 tarihinde bölgesel yatırım teşvik belgesi almıştır. Yatırım teşvik belgesindeki toplam yatırım tutarı 5.550.000 TL'dir. Şirket, Nisan 2015 sonu itibarıyla yeni fabrika binası inşaatı için 2,5 milyon TL yatırım harcamasını gerçekleştirmiştir. Fabrika inşaatı özkaynaklarla finanse edilmektedir.



Şirketin 31.12.2014 dönemi ile 2013 yılına ilişkin üretim adetleri ve kapasite kullanım oranları aşağıdaki gibidir:

Cins- Özellik Ticari Ve Teknik Adı	Miktar	Birim	2014 üretim	KKO (%)	2013 üretim	KKO (%)
Polietilen Flaster Üretimi	294.948	adet / yıl	132.585	45,0	118.648	40,2
İğne Flasteri	1.171.360	adet / yıl	350.041	29,9	261.396	22,3
Nasır Bandı	1.200.000	adet / yıl	59.994	5,0	39.810	3,3

Kauçuk Esaslı Üretim

İpek Flaster Üretimi	734.000	m ² / yıl	306.710	41,8	445.786	60,7
Bez Flaster Üretimi	440.000	m ² / yıl	255.800	58,1	257.085	58,4
Yarabandı Üretimi	681.000	m ² / yıl	397.016	58,3	222.836	32,7
Ekonomik Yarabandı Üretimi (1)	50.000	m ² / yıl	41	0,0	-	-
Delikli Yakı Üretimi	648.000	m ² / yıl	317.447	49,0	289.277	44,6
Muhtelif Sınai Yapışkan Bantları (2)	190.000	m ² / yıl	-	-	-	-

Akrilik Esaslı Üretim

Kağıt Flaster	620.000	m ² / yıl	90.144	14,5	119.119	19,2
Polyester Elastik Flaster	826.000	m ² / yıl	657.588	79,6	463.924	56,2
Bası Bandı	420.000	m ² / yıl	3.892	0,9	4.250	1,0
Göz Pedi (3)	250.000	m ² / yıl	5.072	2,0	4.635	1,8
Yara Örtüsü	350.000	m ² / yıl	10.499	3,0	18.604	5,3
Su geçirmez Yara Bandı (4)	420.000	m ² / yıl	1.680	0,4	0	0
Sargı bezi ve bandaj (5)		m ² / yıl	1.900			

*10 Eylül 2012 tarihli Ege Bölgesi Sanayi Odası'ndan alınan kapasite raporu ve daha sonra revize edilen 23/07/2014 tarih, 2014/714 sayılı Kapasite Raporuna göredir.

- (1) Ekonomik yara bandı özel siparişe göre üretilmekte olup standart ürün olmadığı için seri üretim yapılmamaktadır.
- (2) Muhtelif sınai bantlar şirketimizin üretim kapasitesi olmakla birlikte 2016 yılında üretmeyi planladığı ayrı bir ürün grubudur.
- (3) Göz pedi üretimi, adet bazında 2014 yılında 1.098.585 adet, 2013 yılında 1.007.727 adettir
- (4) Su geçirmez Yara Bandı üretimi, adet bazında 2014 yılında 120.000 adet,
- (5) Sargı bezi üretim kapasitesi kapasite raporunda bulunmamaktadır. Dökme olarak alınıp sadece paketleme işlemi şirketimizde yapılmaktadır. (2014 üretimi 11.187 adet)

Şirket ürünlerinin birçoğu metrekare (m²) bazında değil adet olarak satılmaktadır. Üretim makinelerinden çıkan ürünler, ara ürün olarak ve m² bazında çıkmakta ve daha sonra belirli ebatlarda kesilmekte ve kutulanarak, adet olarak satılmaktadır. Aşağıdaki tabloda üretimden satışların pazardaki satılan şekline göre de üretim rakamları verilmektedir.

Cins- Özellik Ticari Ve Teknik Adı	Kapasite Raporuna göre üretim		Satış-pazarlama faaliyetlerine göre takip edilen üretim	
	Birim	2014 üretim	Birim	2014 üretim
Polietilen Flaster Üretimi	adet / yıl	132.585	m ² / yıl	26.856
İğne Flasteri	adet / yıl	350.041	m ² / yıl	25.209

Kauçuk Esaslı Üretim				
İpek Flaster Üretimi	m ² / yıl	306.710	adet / yıl	1.436.832
Bez Flaster Üretimi	m ² / yıl	255.800	adet / yıl	964.210
Yarabandı Üretimi	m ² / yıl	397.016	adet / yıl	23.162.203
Delikli Yakı Üretimi	m ² / yıl	317.447	adet / yıl	14.674.313
Akrilik Esaslı Üretim				
Kağıt Flaster	m ² / yıl	90.144	adet / yıl	523.144
Polyester Elastik Flaster	m ² / yıl	657.588	adet / yıl	968.711
Bası Bandı	m ² / yıl	3.892	adet / yıl	1.677.357
Göz Pedi	adet / yıl	1.098.585	adet / yıl	1.098.585
Yara Örtüsü	m ² / yıl	10.499	adet / yıl	736.691
Su geçirmez Yara Bandı	Adet / yıl	120.000	adet / yıl	120.000
Sargı bezi ve bandaj	m ² / yıl	1.900	adet / yıl	11.187

Şirket satışlarının ürünler ve tutar bazında dağılımı ise aşağıdaki gibidir:

Cins- Özellik Ticari Ve Teknik Adı	2014 Satış Tutarı (TL)	Satışlar içinde pay (%)	2013 Satış Tutarı (TL)	Satışlar içinde pay (%)
Polietilen Flaster	222.489	1,69	147.390	1,24
İğne Flasteri	319.493	2,42	230.928	1,95
Kauçuk Esaslı Ürünler				
İpek Flaster	1.676.889	12,72	1.882.192	15,89
Bez Flaster	1.209.662	9,18	903.227	7,63
Yarabandı	2.149.294	15,91	1.392.837	11,65
Delikli Yakı	4.027.957	30,56	4.252.673	35,91
Muhtelif Sargı Bantları	99.323	0,75	-	-
Akrilik Esaslı Ürünler				
Kağıt Flaster	447.854	3,40	480.411	4,06
Polyester Elastik Flaster	1.926.339	14,61	1.386.634	11,71
Bası Bandı	304.108	2,31	412.114	3,48
Göz Pedi	315.393	2,39	261.978	2,21
Yara Örtüsü	506.183	3,84	501.030	4,23
TOPLAM	13.204.984	100	11.851.414	100

Sektöre İlişkin Bilgiler

■ Dünya ve Türkiye’de Sağlık Sektör Görünümü

Global bazda, sağlık sektörü, artan refah seviyesi, değişen hastalık profili, artan nüfus ve uzayan ömür nedeniyle genişlemektedir. 2012 yılında muhafazakar bir büyüme ile, tahmini olarak toplam sağlık harcamaları %1,9 oranında arttı. 2013-2017 yılları arasında ise dünya sağlık harcamalarının, ortalama yıllık olarak %5,3 oranına ulaşması beklenmektedir.

EIU (Economist Intelligence Unit) tahminlerine göre Türkiye’de sağlık sektöründe kişi başı harcamanın 2013-2017 yılları arasında, yıllık bileşik büyüme oranı (BYBO) olarak %5,6 oranında artması beklenmekte olup, gelişmiş ülkelerde ise daha düşük oranda artış beklenmektedir.⁵

▪ Türkiye Tıbbi Cihaz Sektörü Görünümü

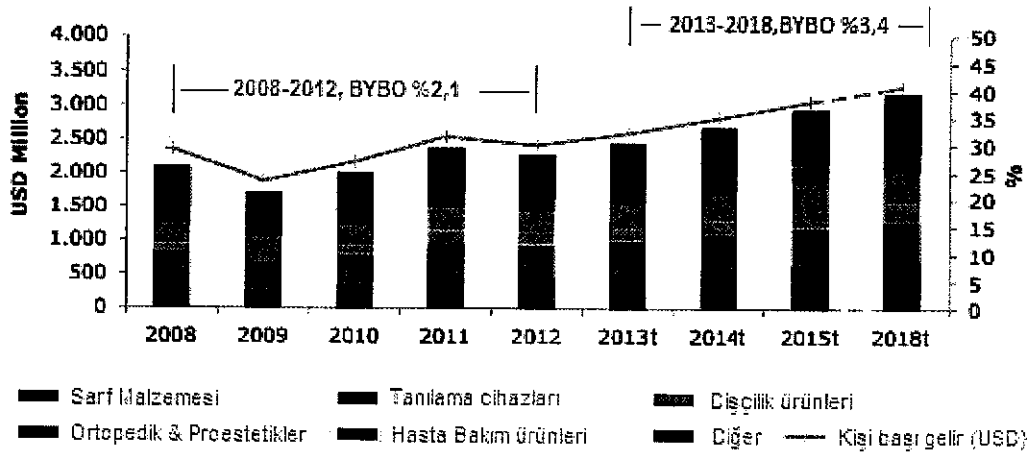
Türkiye Tıbbi Cihaz Sektörü Geçmiş Performansı 2008- 2013⁶

Türkiye’yi 2008 değerlerine ulaştıran çift basamaklı büyümenin sonrasında, Türk tıbbi cihazlar pazarı 2009’daki ekonomik krizin etkisiyle %18.5 oranında düşüş göstermiştir. Ancak pazar 2010’da % 17.4 ve takip eden 2011 yılında % 18.3 daha büyüyerek bu düşüş telafi etmiştir. 2008-2013 yılları arasında ise yıllık bileşik büyüme oranı olarak %2,4 büyümeye kaydedilmiştir.

Türkiye Tıbbi Cihaz Sektörü Gelecek Performans Beklentisi 2013 -2018

Türkiye’de tıbbi cihaz piyasası üzerine beklentiler pozitif olarak değerlendirilmektedir. Bu çerçevede sektörün büyük ölçüde dayandığı yüksek ithalat artış oranları, sağlık hizmetleri sağlayan merkezlerin sayısındaki artış ve ikiye katlanan sağlık harcamaları göz önüne alındığında tahmin periyodu süresince %3,4 seviyesinde yıllık bileşik büyüme oranı ile pazar büyümesi öngörülmektedir. Yurtiçi pazar ağırlıklı olarak ithalata bağımlı olduğundan, bu bağımlılığın azaltılması için yurtiçinde medikal cihazların üretimine yönelik kamu politikalarının daha etkin hale getirilmesi gerektiği ifade edilmektedir.

Türkiye Tıbbi Cihaz Sektörü , 2008-2018



Sektör ile ilgili düzenli veri yayımlayan ESPICOM sektör tahminleri ise aşağıdaki gibidir⁷:

2013 yılında Türkiye medikal cihaz pazarı büyüklüğü 2.421,6 milyon USD (kişi başı 32 USD) seviyesinde olduğu tahmin edilmektedir. 2008-2013 yılları arasında yıllık bileşik büyüme oranının %2,4 olarak gerçekleştiği ve önümüzdeki yıllarda, 2013-2018 döneminde büyümenin bir miktar daha hızlanarak yıllık bileşik büyüme oranının %3,4 ve Pazar büyüklüğünün ise 2018 de 2.865,3 milyon USD (kişi başı 36 USD) düzeyine ulaşması beklenmektedir.

⁵ <http://www.invest.gov.tr/en-US/infocenter/publications/Documents/HEALTHCARE.INDUSTRY.pdf>

⁶ <http://www.espicom.com/turkey-medical-device-market.html>

⁷ <http://www.espicom.com/turkey-medical-device-market.html>

Yurtiçi pazarın yaklaşık %85'ini ithal ürünler oluşturmaktadır. Türkiye 2013 yılında, 2012 yılına göre %6,8 artışla 2.058,4 milyon USD ithalat gerçekleştirmiştir. USD bazında 2008-2013 yılları arasında medikal cihaz ithalatındaki büyüme oranı %2,9 dur. Türkiye komşularına göre daha fazla medikal cihaz ihracatı gerçekleştirmektedir ve 2013 yılı sektörteki ihracat tutarı 366,9 milyon USD düzeyindedir. 2013 yılında ihracat 2012 yılına göre %16 artış göstermiş ve ihracatın 2008-2013 yılları arasındaki yıllık bileşik büyüme oranı %17,2 olarak gerçekleşmiştir. Sektörde ithalat-ihracat arasındaki ticari açık, 2012 yılında -1.636,4 milyon USD iken 2013 yılında -1.691,5 milyon USD'ye ulaşmıştır.

Türkiye çok sayıda medikal cihaz üreticisi firmaya sahiptir ve birçoğu küçük ölçekte daha ucuz ve daha düşük teknoloji içeren, bandaj, sıringa vb, ürünlere konsantredir. Yurtiçi medikal cihaz üretiminin 700 milyon USD'den daha fazla olduğu tahmin edilmektedir.

▪ Şirketin Sektördeki Konumu

Seyitler'in pazar payı ve sektördeki konumu ile ilgili olarak bağımsız bir kaynak tarafından yayınlanmış ve yapılmış bir araştırma bulunamadığından, aşağıda konu ile ilgili genel değerlendirmeye yer verilmiştir:

Tıbbi sarf malzemeleri sektörü, tıbbi cihazlar sektörünün bir alt segmentidir. Yara bakım ürünleri ise sarf malzemeleri sektörünün bir alt segmentidir.

Seyitler'in ürünleri (yara bandı, flaster vb.) tıbbi cihaz kategorisinde tanımlanmaktadır.⁸ Seyitler Kimya'nın 2013 satışları dikkate alındığında, şirket satışları 6.230.525 USD düzeyindedir.⁹

Yurt içinde tıbbi cihazlar sektör büyüklüğünün, 2012 yılında 2.277,5 milyon USD, 2013 yılında 2.437,7 milyon USD (2013 gerçekleşme tahmini daha sonra 2.421,6 milyon USD'ye revize edilmiştir.) seviyesinde gerçekleştiği dikkate alındığında sektör %7'ye yakın büyüme göstermiştir. 2013 yılında sarf malzemelerinin de %7'i büyüdüğü kabul edildiğinde sektör büyüklüğü 506,8 milyon USD, sarf malzemelerinin tıbbi cihaz sektörünün %20'si oranında¹⁰ olduğu dikkate alındığında ise sarf malzemeleri sektör büyüklüğü, 2013 yılı için tıbbi cihaz sektörü için tahmin edilen 2.437,7 milyon USD'nin %20'si 487,54 milyon USD'dir. Her iki verinin ortalaması olarak 2013 yılında Türkiye sarf malzemeleri sektörünün 497,2 milyon USD olduğu sonucuna varılabilir.

1. Şirketin yurtiçi tıbbi cihaz sektöründe Pazar payı, yukarıda yer alan hususlar dikkate alınarak %0,26 olarak değerlendirilebilir.

⁸Türk Standartları Enstitüsü, tıbbi cihazlar kategorisinde

MD 0300 Yara Bakım Cihazları

MD 0301 Bandajlar ve yara bantları

MD 0302 Dikiş malzemesi ve klempeler

MD 0303 Yara bakımı için diğer tıbbi cihazlar¹¹ şeklinde tanımlanmaktadır. (<http://www.tse.org.tr/hizmetlerimiz/ce-isareti/t%C4%B1bbi-cihaz-y%C3%B6netmeli%C4%9Fi>)

⁹Sektör verileri ve Şirket satışları 2013 yılının tamamını kapsadığından Şirket satışları için 2013 yılı ortalama kur olan 1,908 USD/TL olarak alınmıştır.

¹⁰Tıbbi cihazlar sektörünün %20 oranda sarf malzemelerinin oluşturduğu tahmin edilmektedir.

Bkz: http://www.deloitte.com/assets/DcomTurkey/Local%20Content/Articles/YASED_T%C3%BCrkiye%20Sa%C4%9Fl%C4%B1k%20Sekt%C3%B6r%C3%BC%20Raporu.pdf

2. Yukarıda yer alan hususlar dikkate alınarak, Şirket ürünleri, tıbbi sarf malzemesi altında kategorize edildiğinde Şirket'in yurt içi pazar payının söz konusu segmentte % 1,25 seviyesinde olduğu sonucuna varılabilir.
3. Şirket ürünleri yurtiçi yara bakım ürünleri sektörü açısından değerlendirildiğinde, yurtiçi yara bakımı ürünleri pazarının 2013 yılında tahmini olarak 96,09 milyon USD (2012 yılına göre %7 büyüme) seviyesinde olacağı dikkate alınarak Şirket'in bu segmentte Pazar payının %6,48 seviyesinde olduğu sonucuna varılabilir.

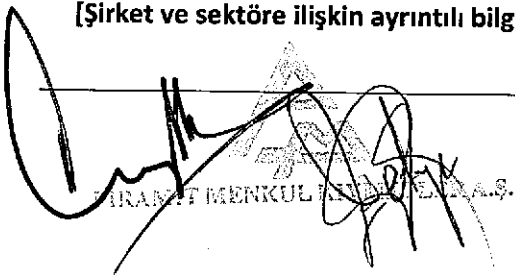
Faaliyet gösterilen sektörü etkileyen önemli eğilimler

Şirket'in tıbbi sarf malzemelerinde hitap edilen pazar, sağlık sektörüdür. Bu sektörler ülke ekonomilerindeki büyümeye oldukça hassas bir performans göstermektedir. Bu sektörlerde yaşanan genişleme, Şirket'in satışlarını önemli ölçüde etkilemektedir. Türkiye'de sağlık sektörü ülke ekonomisi için önemli bir sektör olup fiyat elastikiyeti diğer sektörlerle göre düşüktür. Bu sektörlerin büyüme hızı, yurt içi ekonominin genel büyüme oranından yüksektir. Bu sektörlerdeki büyüme eğiliminin Şirket'e olumlu yansıması beklenmektedir.

Yurt dışı pazarlarda özellikle yakın coğrafyadaki siyasi ve toplumsal karışıklıklar Seyitler Kimya için diğer sektörlerin tersine olumluluk teşkil etmektedir.

Şirketin 2014 yılında tamamladığı Endüstriyel uygulama ve Tubitak Ar-Ge projeleri ile ürün maliyet fiyatlarının, belirli ürün gruplarında % 5 düşürmeyi hedeflemektedir. Şirket döviz kurlarındaki artışı, ürün fiyatlarına yansıtmaktadır. Şirketin mevcut büyüme trendi ve olağan faaliyetlerini önemli derecede etkileyecek başkaca bir durum bulunmamaktadır.

[Şirket ve sektöre ilişkin ayrıntılı bilgi ihraççı bilgi dokümanının 6. bölümünde yer almaktadır.]



PIRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

HALKA ARZ GELİRİNİN KULLANIM ALANI

Seyitler Yönetim Kurulu'nun halka arz gelirinin kullanımına ilişkin 17.04.2015 tarihli ve 2015/283 sayılı Yönetim Kurulu Kararı ve söz konusu kararı revize eden 19.06.2015 tarih 2015/287 sayılı Yönetim Kurulu Kararı ile kabul edilen yatırım planı aşağıdaki gibidir:

“Halka açılma ve ortaklığımız paylarının halka arz yoluyla satılmasına ve bu yolla şirketimize kaynak aktarılmasına baz teşkil eden gerekçeler aşağıdaki gibidir.

Şirketimiz, 2014 yılında satın aldığı Manisa- Turgutlu Organize Sanayi Bölgesi'nde 17.257 m² arsa üzerinde, yaklaşık 8.481 m² kapalı alan olmak üzere yeni fabrika binası inşaatına 2014 yılsonunda başlamış ve yeni fabrika binasına Ağustos 2015'de taşınmayı planlamıştır.

Bu kapsamda Şirketimiz, kapasite artışı, modernizasyon ve yeni ürünler üretme projesine ilişkin olarak T.C. Ekonomi Bakanlığı'ndan 30 Aralık 2014 tarihinde bölgesel yatırım teşvik belgesi almıştır. Yatırım teşvik belgesindeki toplam yatırım tutarı 5.550.000 TL'dir. Şirketimiz Nisan 2015 sonu itibarıyla yeni fabrika binası inşaatı için 2,5 milyon TL yatırım harcamasını gerçekleştirmiştir. Fabrika inşaatı özkaynaklarımızla finanse edilmektedir.

Halka arz geliri; kapasite artırımı için yeni teçhizat alımında, işletme sermayesinin güçlendirilmesinde, yeni ürün geliştirilmesi ve Ar-Ge kabiliyetimizin geliştirilmesi amacıyla Ar-Ge ve laboratuvar yatırımlarında, ihracat yapılan ülke ve pazarlama faaliyetlerimizin artırılmasında kullanılacaktır.

▪ **Kapasite artırımı ve makina ve ekipman yatırımlarımızın finansmanı**

Şirketimiz, üretim kapasitesinin artırılması, yeni ürün üretimlerinin devreye alınması amacıyla kapasite artırımı ile yeni ürün üretimleri için makine ve ekipman yatırımı yapmayı planlamıştır. Bu bağlamda, Şirketimiz, halka arz masrafları sonrası net halka arz gelirinin %50'sini kapasite artırımı ve yeni ürün üretimi amacıyla makina ve ekipman yatırımı için kullanmayı planlamaktadır:

- Yara Bandı Makinesi, (Tahmini tutarı KDV hariç, 270.000 TL)
- Makaralama Makinası (Tahmini tutarı KDV hariç, 270.000 TL)
- Tam otomatik Yakı (Tahmini tutarı KDV hariç 95.000 TL)
- Dilimleme makinası (Tahmini Tutar KDV hariç 60.000 TL)
- Rulo sarma ve Makaralama (Tahmini tutar KDV hariç 63.035 TL)
- Otomatik Kutulama Makinası (Tahmini tutarı KDV hariç, 145.000 TL)
- Yara Örtüsü ve Göz Pedi Makinası (Tahmini tutarı KDV hariç, 163.424 TL)
- Sıvı Yakı Dolum-Kapatma-Etiketleme-Kodlama Ünitesi (Tahmini tutarı KDV hariç, 180.000 TL)
- Deionize su Ünitesi (Tahmini tutarı KDV hariç 75.000 TL)
- Sıvı yakı karıştırma makinası (Tahmini tutarı KDV hariç 50.000 TL)
- Bobin kesme ve Sarma makinası (Tahmini tutarı FOB , 105.000 TL)
- Ortam Negatif Hava Sağlama Sistemi (Tahmini tutarı KDV hariç, 120.000 TL)
- Ve diğer muhtelif makine ve ekipmanlar (T.C. Ekonomi Bakanlığı'ndan 30 Aralık 2014 tarihinde alınan Bölgesel Yatırım Teşvik Belgesinde yer alan diğer makine ve ekipmanlar)

▪ **İşletme sermayesinin güçlendirilmesi**

Şirketimizin yeni fabrika ve kapasite artırımı yatırımları sonrası üretim ve satış hacminin artmasına bağlı olarak işletme sermayesi ihtiyacının finanse edilmesi amacıyla net halka arz gelirinin %25'ini işletme sermayesi olarak kullanmayı planlamaktadır.

▪ **Ar-Ge ve Laboratuvar yatırımlarımızın finansmanı**

Şirketimizin rekabet gücünün artırılması, yeni ürün geliştirme kabiliyetinin artırılması ve üretim maliyetlerinin düşürülmesi amacıyla Şirketimiz Ar-Ge ve Laboratuvar imkanlarını genişletme yatırımı planlanmıştır.

Bu bağlamda, Şirketimiz, halka arz masrafları sonrası net halka arz gelirinin %10'unu Ar-Ge ve Laboratuvar yatırımları için kullanmayı planlamaktadır.

▪ **İhracat ve pazarlama faaliyetlerinin artırılması**

Şirketimiz, satış hacminin artırılması için pazarlama faaliyetlerinin genişletilmesi konusunda çalışmalar yürütmektedir. Bu amaçla, yeni ülke pazarlarına girilmesi, satış olanaklarımızın artırılması, tanıtım, fuar vb organizasyonlara daha fazla katılım, yeni iş bağlantılarının kurulması vb. satış ve pazarlama faaliyetlerimizin daha etkin hale getirilmesi planlanmıştır.

Şirketimiz, tahmini net halka arz gelirinin %15'ini ihracat ve pazarlama faaliyetlerinde kullanmayı planlamaktadır.

PROJEKSİYON

Şirket tarafından sağlanan 2015-2019 dönemi projeksiyonu aşağıda verilmiştir.

Projeksiyonda sağ sütunlar içinde verilen yüzde oranları, bir önceki yıla göre değişim oranını, alt satırlarda verilen yüzde oranları ise karlılık oranlarını göstermektedir.

Seyitler (bin TL)	2012	2013	2014	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
Net Satışlar	11.034,98	11.851,41	13.204,98	14.610,00	17.600,00	19.712,00	21.288,96	22.566,30
Brüt Kar	3.801,32	4.067,70	4.443,78	4.916,60	6.001,60	6.721,79	7.259,54	7.672,54
Brüt Kar Marjı	34,4%	34,3%	33,7%	34,1%	34,1%	34,1%	34,0%	34,0%
E.Faaliyet Karı*	2.327,77	2.223,46	2.492,25	2.768,93	3.414,40	3.824,13	4.130,06	4.355,30
E.Faal. Kar Marjı	21,1%	18,8%	18,9%	19,0%	19,4%	19,4%	19,4%	19,3%
Amortisman	200,41	238,52	257,96	395,46	470,46	520,46	510,00	460,00
FAVÖK	2.528,18	2.461,98	2.750,21	3.164,39	3.884,86	4.344,59	4.640,06	4.815,30
FAVÖK Marjı	22,9%	20,8%	20,8%	21,7%	22,1%	22,0%	21,8%	21,3%
Net Kar	1.862,14	1.891,43	2.492,48	2.408,97	2.970,53	3.250,51	3.469,25	3.658,45
Net Kar Marjı	16,9%	16,0%	18,9%	16,5%	16,9%	16,5%	16,3%	16,2%

* Esas faaliyet karı, esas faaliyetlerden diğer gelir/gider hariç olarak alınmıştır. T: Tahmini

2014 sonu-2019 sonu arasındaki beş yıl içinde, net satışlardaki Yıllık Bileşik Büyüme Oranının(YBBO)¹¹ % 11,3 olması beklenirken faaliyet karının YBBO olarak % 11,8 ve net karında YBBO olarak % 8,0 artması beklenmektedir. FAVÖK marjı ise %20,8 den % 21,3'e yükselecektir.

DEVAM EDEN YATIRIMLAR

Şirket, kapasite artışı, modernizasyon ve yeni ürünler üretme projesi kapsamında T.C. Ekonomi Bakanlığı'ndan 30 Aralık 2014 tarihinde bölgesel yatırım teşvik belgesi almıştır. Şirket bölgesel yatırım teşviki kapsamında yapmakta olduğu harcamaların %30'unu vergi matrahından %70 oranında indirim konusu yapabilecektir. Yatırım teşvik belgesindeki toplam yatırım tutarı 5.550.000 TL olmakla birlikte Şirket 31 Aralık 2014 tarihi itibarıyla, teşvik kapsamında 889.500 TL tutarında yatırım harcamasını gerçekleştirmiştir. Yatırım teşvik belgesi kapsamındaki yatırımların tamamlanması halinde 1.665.000 TL vergi indirimi sağlanacaktır. Bununla ilgili olarak 2014 yılında yapılan 889.500 TL tutarındaki yatırım harcamasından dolayı 497.989,86 TL vergi indirimi sağlanmış olup 2014 Yılı sonu itibarıyla mahsup edilemeyen 184.170,88 TL daha yararlanılacak vergi indirim hakkı bulunmaktadır.¹²

- Şirketin satış gelirleri, son üç yılda, yıllık bileşik büyüme oranı olarak %9,4 ve üzeri büyüme kaydetmiştir.
- Şirketin ürünlerini kendi markasıyla satıyor oluşu, Ar-Ge kabiliyeti ile ürünlerini ve de ürünlerin üretildiği bazı spesifik makineleri geliştirebiliyor oluşu, Şirketin yüksek kar marjını korumasına olanak sağlamaktadır. Ayrıca Şirket 2014 yılında tamamladığı projeleri ile bazı ürünlerde %5'e yakın maliyet düşürmeyi hedeflemektedir.
- Şirket, 2014 yılı sonunda başladığı ve 2015 Ağustos ayında tamamlayarak taşınmayı planladığı yeni tesisinde ilave makine ve teçhizat olmak üzere kapasite yatırımları da gerçekleştirmektedir. Bu bağlamda Şirketin artan kapasite ile 2016 yılında satışlarında önemli bir artış beklenmektedir. Yurt dışı pazarlarda daha etkin pazarlama faaliyetlerinin de, şirketin satışlarına ve karlılığına olumlu katkı yapması beklenmektedir.
- Şirketin Faaliyet giderlerinin, gelecek yıllarda artan satışlar ve kapasite kullanımı dolayısıyla daha etkin ölçek ekonomisinden yararlanacağı beklentisiyle mevcut seviyesinden daha iyi duruma gelmesi öngörülmektedir. Şirketin faaliyet giderlerinin, 2012, 2013 ve 2014 yıllarında satışlara oranı sırasıyla %13,35 -%15,56 ve %14,78 seviyesinde olup 2015-2019 yılları arasında Şirketin faaliyet giderlerinin satışlara oranı %14,70 seviyesi olarak baz alınmıştır.

Şirketin, yatırımlar, işletme sermayesi değişimi projeksiyonu aşağıdaki gibidir.

Seyitler (Bin TL)	2012	2013	2014	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T
İşletme sermayesi değişimi	281,19	1393,52	-532,90	555,30	457,73	341,78	276,65	
Ticari alacak devir -Gün	92	72	64	75	80	80	80	80
Stok devir-Gün	38	36	51	40	37	37	37	37
Ticari borç devir -Gün	61	34	12	32	40	40	40	40
İşletme sermayesi devir hızı	5,21	4,94	3,48	4,48	4,61	4,61	4,61	4,61
Yatırımlar				2.500,00	750,00	500,00	100,00	100,00
Amortismanlar				395,46	470,46	520,46	510,00	460,00

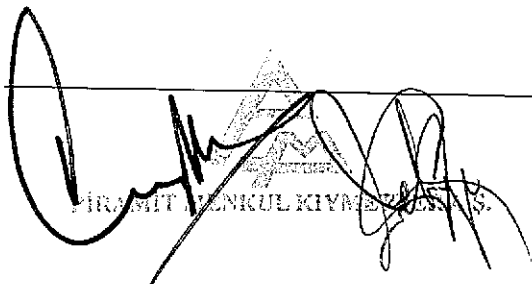
¹¹ Yıllık Bileşik Büyüme Oranı: n yıl sonraki finansal değerin(V_n), başlangıç tarihli finansal değere (V₀) oranının n. dereceden (n: aradaki yıl sayısı) kökünün bir(1) eksiğinin yüzdesel değeridir. YBBO= % [((V_n/V₀)^(1/n))- 1]

¹² 2014 yılı Bağımsız denetim raporu- dipnot 17

- Şirketin önümüzdeki dönemde artan satışları ve satışlarda vade uzatımı nedeniyle işletme sermayesi ihtiyacı artacaktır. Diğer taraftan Şirketin gelecek yıllarda, ticari alacak, ticari borç ve stok devir gün sayısının 2012-2014 yılları arasındaki ortalama devir sürelerine yakın seyretmesi ve ticari alacaklar devir süresinin 80 gün, stokları için 37 gün ve ticari borçlar için 40 gün düzeyinde olması öngörülmektedir.
- Şirket, 2015 yılında 1.500.000 TL bina, 1.000.000 TL ekipman ve Ar-ge yatırımı, 2016 yılında 750.000 TL ekipman yatırımı planlamaktadır. 2016 sonrası devam eden yıllarda ortalama 100.000 TL kapasite koruyucu ve yenileme yatırımı düşünülmektedir. Amortisman tutarları, yatırımlara göre (bina için 40 yıl, makine-teçhizat için 10 yıl üzerinden) ayrılmıştır.
- Şirket yönetimi, yeni yatırım planlarının teşvik kapsamında öngörülen tutardan daha düşük maliyetle gerçekleşmesini beklemektedir. Buna göre Şirketin serbest nakit akımlarında, şirketin elde edeceği vergi indirimi tutarı, daha az oranda projeksiyonlara yansıtılmıştır.

Yukarıdaki varsayımlar ve projeksiyonlar sonucu şirketin nakit akım projeksiyonu aşağıdaki gibidir:

Nakit Akım Projeksiyonu (bin TL)	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	T
Faaliyet Karı	2.768,93	3.414,40	3.824,13	4.130,06	4.355,30	
Vergiler	359,96	443,87	573,62	702,11	871,06	
Amortisman	395,46	470,46	520,46	510,00	460,00	
Çalışma Sermayesi Değişimi	-532,90	555,30	457,73	341,78	276,65	
Sermaye Harcamaları	2.500,00	750,00	500,00	100,00	100,00	
Serbest Nakit Akımları	837,33	2.135,69	2.813,23	3.496,17	3.567,59	31.562,07
FAVÖK	3.164,39	3.884,86	4.344,59	4.640,06	4.815,30	



İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

2015-2019 yılları arasındaki serbest nakit akımları TL bazında şirket tarafından verilen projeksiyon verilerine göre hesaplanarak, firma için nihai pay değeri hesaplanmıştır. Değerleme çalışmasında 31/12/2014 tarihli finansal tablolar kullanılmıştır.

Şirket Nakit Akımları 01/07/2015 tarihi itibarıyla indirgenmiştir.

Finansal Varlıkları Değerleme Modeli

Bir hisse senedinin beklenen getirisi söz konusu finansal varlığın riski ile doğrudan ilgilidir. Başka bir ifade ile; Yatırımcılar; riskli bir varlığı; getirinin riski dengelemesi koşuluyla elde bulunduracaklardır. Riskin en uygun ölçütü ise; Hisse senedi ile Pazarın kovaryansının; pazarın varyansına oranı olarak ifade edilen β (Beta) dır.

Daha açık bir ifade ile; β pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki değişkenliğe oranıdır.

Bunun sonucu olarak; bir hisse senedinin beklenen getirisi; söz konusu hisse senedinin β 'sı ile doğrudan ilgilidir.

Bu durumda;

- Eğer $\beta = 0$ ise; beklenen getiri risksiz faiz oranına eşittir.
- Eğer $\beta > 1$ ise; beklenen getiri daha çok riskli
- Eğer $\beta < 1$ ise; beklenen getiri daha az riskli olacaktır.

Riskli bir yatırımın beklenen getirisi;

- 1) Risksiz Faiz Oranı R_F
- 2) Pazarın Risk Primi $E(R_M) - R_F$ ve
- 3) Hisse Senedinin Riski β_E 'ya bağlıdır.

Bu faktörlere bağlı olarak; Hisse Senedinin beklenen getirisi; daha doğru bir ifade ile Öz Kaynak Maliyeti (R_E) aşağıdaki gibi formüle edilebilir.

$$R_E = R_F + \beta_E * (R_M - R_F)$$

Borç maliyeti; kreditorlerin yeni verecekleri borçlar için firmadan bekledikleri getiri oranıdır. Daha açık bir anlatımla; borç maliyeti; yeni borçlar için ödenecek faizlerdir ve bu oran da finansal piyasalarda oluşan faiz hadleridir. Eğer bir firma; hali hazırda tahvil ihraç etmişse; söz konusu tahvillerin vadeye kadar getirisi; pazarın firmanın tahvilleri için istediği faiz oranına eşit olacaktır.

Vergi Etkisi (vergi kalkını): Firmanın vergi dilimi borç maliyetini vergi oranı kadar azaltacaktır. Ödenecek faizlerin % 20'si , kurumlar vergisinden mahsup edilmektedir.

Ağırlıklı Sermaye maliyeti, $AOSM = [(E / V) * R_E] + [(D/V) * R_D * (1 - T_c)]$

AOSM : İskonto oranı

R_E : Özsermaye maliyeti R_D : borçlanma maliyeti

T : Vergi oranı

E/V : Özsermayenin toplam kaynaklara oranı

D/V : Borçların toplam kaynaklara oranı

İndirgeme oranı hesaplanırken şu veriler kullanılmıştır:

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Risksiz getiri oranı = %9,25¹³

Borçlanma Maliyeti = %14¹⁴

Borç / Varlık = %5¹⁵

$\beta = 1$ ¹⁶

Pazar Risk Primi = 6,0¹⁷

Terminal Büyüme Oranı = %3,0¹⁸

AOSM Hesaplama	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	T
Risksiz Getiri Oranı	9,25%	9,25%	9,25%	9,25%	9,25%	9,25%
Özsermaye Risk Primi	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Beta	1	1	1	1	1	1
Özsermaye Maliyeti	15,25%	15,25%	15,25%	15,25%	15,25%	15,25%
Borç Maliyeti	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%
Kurumlar Vergisi %	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Borç / Varlık Ağırlığı	5,00%	10,00%	10,00%	10,00%	15,00%	15,00%
Özsermaye / Varlık Ağırlığı	95,00%	90,00%	90,00%	90,00%	85,00%	85,00%
AOSM	15,05%	14,85%	14,85%	14,85%	14,64%	14,64%

¹³ 10 yıl vadeli (12 Mart 2025) Türk tahvil faizinin son bir yıllık performansı dikkate alınmıştır. (Risksiz faiz oranı için, devlet tahvillerinin teorik olarak risksiz kabul edilebilmesi nedeniyle devlet tahvili baz alınmıştır. Tahvilin vadesi içinse, daha kısa vadeli tahvillere göre piyasalardaki genel trendi daha stabil olarak yansıtmaları ve varyansının daha düşük olması vb. faktörler ile Projeksiyon periyodu dikkate alınarak 10 yıllık devlet tahvili tercih edilmiştir.)

¹⁴ Şirketin borçlanma faizi için özel sektör ortalama borçlanma faiz oranları dikkate alınmıştır.

¹⁵ Şirketin 31 Aralık 2014 itibarıyla (finansal borç/finansal borç+özsermaye) oranı %3,8'dir. Şirket projeksiyonları gereği önümüzdeki 5 yıl içinde Şirketin sermaye yapısının %15 borç/varlık oranında stabil hale geleceği öngörülmektedir.

¹⁶ Şirketin daha önce halka açık olarak işlem görmemesi, geçmiş piyasa verilerinin olmaması ve halka açık benzer şirketlerden ise şirket ile birebir benzer şirket bulunmadığından dolayı Betası(β) 1 alınmıştır.

¹⁷ Yurtiçi Piyasa şartlarında risk primi için baz alınan oran %6-%6,5 aralığındadır. Şirketin için risk primi, Şirketin mali yapısı ve içinde bulunan sektör dikkate alınarak %6,0 oranından alınmıştır.

¹⁸ 2019 sonrası yıllarda Türkiye ekonomisinin büyüme beklentisine ilave olarak sektörün büyüme beklentisi, Şirketin yurtdışı satışlar ile global ekonomideki büyümeye daha bağımlı olacağı dikkate alınarak Şirketin devam eden büyüme oranı %3 kabul edilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Şirket Piyasa Değeri

Yukarıdaki projeksiyona göre Şirket'in nakit akım tablosu ve nakit akımlarının bugüne indirilmiş tablosu şu şekildedir:

Nakit Akım Projeksiyonu (bin TL)	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	T ¹⁹
Faaliyet Karı	2.768,93	3.414,40	3.824,13	4.130,06	4.355,30	
Vergiler	359,96	443,87	573,62	702,11	871,06	
Amortisman	395,46	470,46	520,46	510,00	460,00	
Çalışma Sermayesi Değişimi	-532,90	555,30	457,73	341,78	276,65	
Sermaye Harcamaları	2.500,00	750,00	500,00	100,00	100,00	
Serbest Nakit Akımları	837,33	2.135,69	2.813,23	3.496,17	3.567,59	31.562,07
FAVÖK	3.164,39	3.884,86	4.344,59	4.640,06	4.815,30	

Nakit akımlarının bugüne indirilmiş verileri aşağıdaki gibidir:

İndirgenmiş Nakit Akımları (bin TL)	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	T
İndirgeme Faktörü	0,9300	0,8098	0,7051	0,6140	0,5356	0,5356
Nakit Akımlarının Net Bugünkü Değeri	778,74	1.729,50	1.983,71	2.146,61	1.910,68	16.903,60

Projeksiyon Yıl Sayısı	5
Son Terminal Değer İskontosu	14,64%
Sürekli Büyüme Oranı	3,00%
Terminal Değeri	31.562,07
Terminal Değerinin Net Bugünkü Değeri	16.903,60
Nakit Akımlarının Net Bugünkü Değer Toplamı	8.549,23
ŞİRKET DEĞERİ	25.452,83
Terminal Değere Oranı %	66,4
Net Nakit ²⁰	730,43
Özsermaye Değeri	26.183,26

İndirgenmiş nakit akımı analizine göre, %15,05-%14,64 Ağırlıklı sermaye maliyeti ve % 3,0 terminal büyüme oranına göre Seyitler Kimya Sanayi A.Ş'nin şirket özsermaye değeri **26.183.262 TL** olarak hesaplanmıştır.

¹⁹ 2019 sonrası devam eden nakit akımları için Gordon Büyüme modeli dikkate alınmaktadır.

Uç değer = $(C_T * (1+g)) / (k-g)$ C_T:Projeksiyon son yılındaki nakit akımını (2019 yılı tahmini serbest nakit akımı), g: devam eden büyüme oranını, k: İskonto oranını (AOSM) temsil etmektedir.

²⁰ Net nakit, Şirketin nakit varlıklarından finansal borçlarının düşülmesi yoluyla hesaplanmaktadır. Söz konusu rakam negatif çıkarsa, Şirketin o tutarda net borçlu olduğuna, pozitif ise aynı tutarda net nakit fazlasına sahip olduğu şeklinde değerlendirilir.

Değişen terminal büyüme ve faiz oranlarına göre firma duyarlılık analizi değerleri aşağıdaki tabloda verilmiştir:

Özsermaye Değeri (mn TL)- Duyarlılık Analizi							
		AOSM					
		8,25%	8,75%	9,25%	9,75%	10,25%	Risksiz Faiz Oranı
		14,10%	14,57%	15,05%	15,52%	16,00%	İlk Yıl AOSM
		13,79%	14,22%	14,64%	15,07%	15,49%	Terminal AOSM
Devam Eden Büyüme Oran	2,00%	26,6	25,6	24,7	23,8	23,0	
	2,50%	27,4	26,4	25,4	24,5	23,6	
	3,00%	28,4	27,2	26,2	25,2	24,3	
	3,50%	29,4	28,2	27,0	26,0	25,0	
	4,00%	30,5	29,2	28,0	26,8	25,8	

PİYASA ÇARPANLARI

Piyasa çarpanları yöntemi, değerlemesi yapılan şirkete ait finansal bazı verilerin aynı sektörde bulunan ve borsalarda işlem gören benzer firmalara ait oranlarla karşılaştırılarak yapılan değer tespiti çalışmasıdır.

Söz konusu yöntemle göre yapılan hesaplamada, Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem gören benzer şirketlerin

Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD / DD)

Firma Değeri / Satışlar (FD / Net Satışlar)

Firma Değeri/ FAVÖK (FD/ FAVÖK)

Fiyat/Kazanç Oranı (F/K) rasyoları esas alınır.

Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketler çarpanları ve endeks çarpanları (Sektör ve BIST-TÜM) ile yapılan fiyatlamaya şu şekildedir:

- Benzer şirket çarpanları son 4 çeyrek üzerinden alındığından değerlemede Seyitler şirketinin 01.01.2014 -31.12.2014 tarihli verileri kullanılmıştır.

Seyitler (TL)	2014	2013	2012
Satışlar	13.204.984	11.851.414	11.034.975
Net Kar	2.492.477	1.891.426	1.862.137
Esas faaliyet karı	2.492.251	2.223.460	2.327.766
Amortisman	257.961	238.518	200.413
FAVÖK*	2.750.212	2.461.978	2.528.179
Net Nakit ²¹	730.430	235.998	647.856
Özsermaye	9.958.547	9.025.224	7.679.544

*FAVÖK hesaplamasında Faaliyet karı(Esas faaliyetlerden diğer gelir/gider hariç) olarak alınmıştır.

- Değerleme için Borsa İstanbul A.Ş. endekslerinin baz alındığı 01-07 Temmuz 2015 sonrası endekste yaşanabilecek sert dalgalanma ile benzer şirket olarak seçilen şirketlerin hisselerinde görülebilecek hareketlilik şirket için farklı fiyatlamalara yol açabilecektir.
- Benzer şirketler için seçilen veriler, şirketlerin açıklanmış olan bilançolarından geriye doğru 4 çeyrek baz alınarak ve ilgili tarihlerdeki hisse fiyatları üzerinden hesaplanmıştır. Anlamsız değer ifade eden negatif değerler ile uç değer ifade eden çarpanlar ortalamanın dışında tutulmuştur. Benzer şirket olarak seçilen şirketler, Seyitler ürünlerine benzer ürünler üreten ve/veya benzer iş kolunda olan firmalar olmaları nedeniyle seçilmiştir.

²¹ Net nakit, Şirketin nakit varlıklarından finansal borçlarının düşülmesi yoluyla hesaplanmaktadır. Söz konusu rakam negatif çıkarsa, Şirketin o tutarda net borçlu olduğuna, pozitif ise aynı tutarda net nakit fazlasına sahip olduğu şeklinde değerlendirilir.

06.07.2015 Tarihli Borsa İstanbul A.Ş. fiyatları ile Benzer Şirketler					
Şirketler [Borsa Kodu]	F/K	PD/DD	FD/NS	FD/FAVÖK	
▪ DEVA HOLDİNG A.Ş. [DEVA]	33,8	1,9	2,3	14,9	
▪ EİS ECZACIBAŞI İLAÇ, SİNAİ VE FİNANSAL YATIRIMLAR SANAYİ VE TİCARET A.Ş. [ECILC]	-	0,6	1,0	-	
▪ LOKMAN HEKİM ENGÜRÜSAĞ SAĞLIK, TURİZM, EĞİTİM HİZMETLERİ VE İNŞAAT TAAHHÜT A.Ş. [LKMNH]	32,9	1,0	0,7	5,8	
▪ RTA LABORATUVARLARI BİYOLOJİK ÜRÜNLER İLAÇ VE MAKİNA SANAYİ TİCARET A.Ş. [RTALB]	12,2	1,6	1,6	10,1	
▪ SELÇUK ECZA DEPOSU TİCARET VE SANAYİ A.Ş. [SELEC]	9,5	1,0	0,2	8,5	
Ortalama*	10,8	1,2	1,2	9,8	

*Negatif değerler ile makul olmayan değerler ortalama dışında tutulmuştur.

- Seyitler şirketini benzer şirket olarak temsil eden şirket çarpanlarının yeterli olmaması nedeniyle değerlemede endeks çarpanları da dikkate alınmıştır.
- Sanayi sektörünün çarpanları, halka açıklık oranı ve piyasa değeri ağırlıklı çarpanlar olarak kullanılmıştır. Borsa İstanbul sanayi firmaları çarpanları aşağıdaki gibidir:

Borsa İstanbul 06.07.2015 tarihi itibarıyla				
Sanayi Şirketleri	F/K	PD/DD	FD/NS	FD/FAVÖK
Çarpan	14,2	2,6	2,1	13,1

Kaynak: Piramit Menkul

- Seyitler, endeksler içinde yer alan şirketler içinde, Gelişen İşletmeler Piyasası şirketlerine daha benzerdir. GİP endeksi çarpanları, makul seviyede olmaması nedeniyle kullanılmamıştır. Seyitler, GİP şirketleri sonrası en benzer olabileceği endeks şirketleri II.Ulusal endeksidir. Bu endekste de F/K makul sınırların üzerinde olduğundan kullanılmamıştır. Diğer seçenekler içinde Seyitler için BIST-TÜM endeksi çarpanları kullanılmıştır.

DEĞERLEME ORANLARI ²² (02.07.2015 Tarihi İtibarıyla)					
(Bin TL)					
ENDEKS	PIYASA DEĞERİ	NET KAR (SON 4 ÇEYREK)	ÖZSERMAYE	F/K	PD/DD
BIST 100 TOPLAM/ORT.	509.009.496	40.276.657	334.502.321	12,60	1,52
BIST TÜM TOPLAM/ORT.	596.157.564	44.438.802	389.776.383	13,36	1,53
ULUSAL PAZAR TOPLAM/ORT.	554.748.618	40.045.387	355.647.400	13,80	1,56
İKİNCİ ULUSAL PAZAR TOPLAM/ORT.	27.173.389	1.195.965	16.115.587	22,56	1,68
PP GENEL TOPLAM/ORT.	607.277.143	44.299.767	402.129.592	13,65	1,51
PP + GİP GENEL TOPLAM/ORT.	608.117.329	44.321.910	402.473.835	13,66	1,51
GELİŞEN İŞLETMELER PIYASASI .	840.186	22.143	344.242	36,43	2,44
İMALAT SANAYİİ	181.195.613	9.440.574	79.301.208	19,12	2,28
KİMYA SANAYİİ	39.532.510	2.843.512	17.898.582	13,88	2,21

²²<http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/hisse-senetleri-piyasasi-verileri/sirketler-verileri>

A-Benzer şirket çarpanlarına göre fiyatlama aşağıdaki şekilde oluşmuştur:

Seyitler (TL)	F/K	PD/DD	FD/NS	FD/FAVÖK
Çarpan	10,8	1,2	1,2	9,8
Değer ²³	2.492.477	9.958.547	13.204.984	2.750.212
Çarpan Değeri	26.985.002	12.026.002	15.477.497	27.080.397
Net Nakit			730.430	730.430
Piyasa Değeri*	26.985.002	12.026.002	16.207.927	27.810.827
Piyasa Değeri-ort.		23.667.919		

Benzer şirket çarpanlarında PD/DD çarpanı, Şirketin benzer şirketlerle karşılaştırıldığında şirketin özkaynak karlılığının yüksek oluşunu dikkate almaması ve diğer çarpanlara göre temsil ettiği değer uç değer niteliğinde olduğundan ortalamaya dahil edilmemiştir.

Yukarıda yer alan hususlar dikkate alınarak Benzer şirket çarpanlarına göre Seyitler Kimya Sanayi A.Ş.'nin piyasa değeri **23.667.919** TL olarak hesaplanmıştır.

B- Borsa İstanbul Sektör endeksleri çarpanları ile yapılan değerlendirme şu şekildedir:

B- 1. Borsa İstanbul Sanayi Sektör endeksi çarpanlarına göre:

Seyitler (TL)	F/K	PD/DD	FD/NS	FD/FAVÖK
Çarpan	14,2	2,6	2,1	13,1
Değer	2.492.477	9.958.547	13.204.984	2.750.212
Çarpan Değeri	35.393.173	25.892.222	27.730.466	36.027.777
Net Nakit			730.430	730.430
Piyasa Değeri*	35.393.173	25.892.222	28.460.896	36.758.207
Piyasa Değeri-ort.		31.626.125		

Sanayi sektör çarpanlarının eşit ağırlıklandırılmasıyla, sanayi sektör endeksine göre Seyitler Kimya Sanayi A.Ş.'nin piyasa değeri **31.626.125** TL olarak hesaplanmıştır.

BIST- İmalat sektör endeksi F/K (19,12) ve PD/DD (2,28) çarpanlarının eşit ağırlıklandırılmasıyla söz konusu çarpanların işaret ettiği Şirket piyasa değeri ise **35.211.082** TL'dir.

Piyasa çarpanları ile değerlemede Sanayi ve imalat sektör endekslerinin Seyitler'in piyasa değeri için daha yüksek bir değerlemeye işaret etmesi nedeniyle, ağırlık fiyatlandırmada söz konusu endeks çarpanları tercih edilmemiş ve BIST_KİMYA sektör endeksi değerlendirilmede dikkate alınmıştır.

²³ Çarpanlar virgülden sonra tek hane gösterildiği için elde edilen değerlerde yuvarlama etkisi bulunmaktadır.

B- 2. Borsa İstanbul Kimya Sektör endeksi çarpanlarına göre:

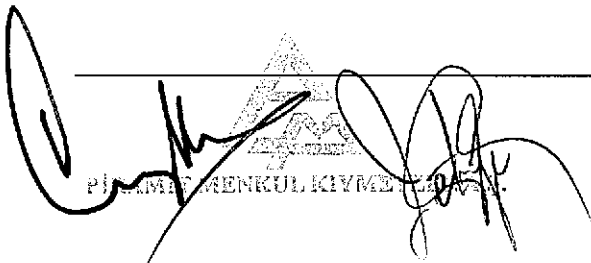
Seyitler (TL)	F/K	PD/DD
BIST_KİMYA Çarpan	13,88	2,21
Değer	2.492.477	9.958.547
Çarpan Değeri	34.601.642	21.995.393
Piyasa Değeri-ort.	28.298.518	

Borsa İstanbul A.Ş. Kimya sektör çarpanlarına göre Seyitler Kimya Sanayi A.Ş.'nin piyasa değeri **28.298.518 TL** olarak hesaplanmıştır.

C-BIST-TÜM endeksi F/K ve PD/DD çarpanları ile yapılan değerleme şu şekildedir.

Seyitler (TL)	F/K	PD/DD
BIST_TÜM Çarpan	13,36	1,53
Değer	2.492.477	9.958.547
Çarpan Değeri	33.297.616	15.230.900
Piyasa Değeri-ort.	24.264.258	

Borsa İstanbul A.Ş BIST-TÜM endeksi F/K ve PD/DD çarpanlarının işaret ettiği Şirket piyasa değeri eşit ağırlıklandırılarak Seyitler Kimya Sanayi A.Ş.'nin piyasa değeri **24.264.258 TL** olarak hesaplanmıştır.



AĞIRLIKLI FİYATLANDIRMA

Şirketin mevcut finansal sonuçlarını temsil eden Piyasa Çarpanları ile gelecek dönemlere ilişkin finansal sonuçlarını temsil eden İndirgenmiş Nakit Akımları (INA) yöntemine eşit ağırlık vererek ağırlıklandırma yapılmıştır. İNA değeri ağırlıklandırmada % 50 oranda, Piyasa Çarpanlarında ise benzer şirket çarpanları % 30, Kimya sektör endeksi %10 ve endeks çarpanı % 10 olarak kullanılmıştır.

Seyitler	Şirket Piyasa Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İNA'ya göre	26.183.262	50,0%	13.091.631
Benzer Şirketlere göre	23.667.919	30,0%	7.100.376
BIST_KİMYA Sektör Endeksine göre	28.298.518	10,0%	2.829.852
BIST_TÜM Endeksine göre	24.264.258	10,0%	2.426.426
Toplam			25.448.284
Sermaye			6.600.000
Hisse Fiyatı			3,86

Ağırlık fiyatlandırma sonrası şirketin piyasa değeri **25.448.284 TL**, birim pay değeri 3,86 TL olarak hesaplanmıştır.

- Şirket esas sözleşmenin, "Karın Tespiti ve Dağıtımı" başlıklı 17. Maddesinde A grubu paylara, birinci kar payı dağıtımından sonra kalan net karın %10'u nispetinde kar dağıtım imtiyazı öngörüldüğünden Şirket Piyasa değeri, A grubu payların yönetim ve oy hakkı imtiyazları göz ardı edilse bile, A ve B grubu paylar için eşit değer ifade etmeyecektir.
- Şirket dönem karından %5 yedek akçe ayrılacak, birinci kar payı tüm paylara eşit dağıtımı sonrası kalan net kar üzerinden A grubu paylara % 10 ilave kar payı ödenecek, bu işlem sonrası kalan kar, yine tüm paylar için eşit olacaktır.
- Dönem karı dağıtımına konu olduğu takdirde, Birinci kar payı oranının en az %5²⁴ mertebesinde olacağı göz önüne alındığında A grubu payların dönem karında temsil edeceği oran %20,14 ve B grubu payların dönem karından alacağı oran ise %79,86 seviyesinde olacaktır.

Kar payı imtiyazı dikkate alındığında, hesaplanan Şirket piyasa değerine göre B grubu payların halka arz öncesi birim pay fiyatı aşağıdaki şekilde oluşacaktır:

Pay Grubu	Halka arz öncesi pay sayısı	Kar payında oranı	Kar payı oranına göre Şirket Piyasa değeri tutarı (TL)	Birim pay fiyatı (TL)
B Grubu	5.824.211	%79,86	20.323.582	3,49

Ağırlık fiyatlandırma ve kar payı oranına göre halka arz edilecek payların birim pay fiyatı 3,49 TL olarak hesaplanmış ve hesaplanan pay fiyatına **%19,7 halka arz iskontosu** uygulanarak **Halka arz birim pay fiyatı 2,80 TL** olarak belirlenmiştir.

²⁴Birinci kar payı oranının %5'den daha yüksek oranda dağıtılması B grubu payların dönem karından alacağı kar payı oranını yükseltecektir. Fakat değerlendirme açısından birinci kar payı oranı için minimum düzey dikkate alınmıştır. Diğer taraftan, Halka arz sonrası sermaye artırımının sulanma etkisi nedeniyle A grubu payların dönem karından alacağı pay oranı nispi olarak azalacak olup, halka arz sonrası A grubu payların dönem karından alacağı oran %17,86 seviyesine düşecek ve B grubu payların dönem karından alacağı oran ise %82,14 seviyesine yükselecektir. Şirketin tasfiye değeri ise tüm paylar için eşit olup herhangi bir imtiyaz öngörülmemiştir.

DEĞERLEME VE HALKA ARZ ÖZETİ

Halka arz teşviki olarak hisse fiyatına % 19,7 iskonto uygulanarak Seyitler Kimya Sanayi A.Ş.'nin halka arz hisse fiyatı 2,80 TL olarak belirlenmiştir.

	Net Kar	Özkaynaklar	FAVÖK	Net Nakit
Seyitler 2014 yılsonu Veriler (TL)	2.492.477	9.958.547	2.750.212	730.430
Hesaplanan Şirket Değeri	25.448.284			
Halka Arz Öncesi Sermaye	6.600.000			
B Grubu Hisse Fiyatı	3,49			
Halka Arz Öncesi Sermaye	6.600.000			
Sermaye Artırımı	1.800.000			
Halka Açıklık Oranı (%)	21,4%			
Halka Arz İskontosu	19,5%			
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri ²⁵	18.480.000			
Halka Arz Fiyatı	2,80			
Önceki Sermaye	6.600.000			
Halka Arz Sonrası Sermaye	8.400.000			
Halka Arz Büyüklüğü	5.040.000			
Şirkete Halka Arz Geliri	5.040.000			
Şirkete Halka Arz Maliyeti	739.089			
Şirkete Kaynak Girişi	4.300.911			
Halka Arz Sonrası PD	23.520.000			
Halka Arz Sonrası FD	18.488.659			
Halka Arz Öncesi F/K	8,19			
Halka Arz Sonrası F/K	10,72			
Halka Arz Öncesi PD/DD	1,86			
Halka Arz Sonrası PD/DD	1,65			
Halka Arz Öncesi FD/FAVÖK	6,45			
Halka Arz Sonrası FD/FAVÖK	6,72			

²⁵ Halka arz öncesi ve sonrası piyasa değeri, firma değeri ve Şirket çarpanları hesaplamalarında, B grubu payların kar payı üzerindeki oranı dikkate alınarak hesaplanmıştır. Şirket sermayesinin 6.600.000 TL eşit paydan oluştuğu varsayılarak hesaplama yapılırsa, Şirket çarpanları, F/K, PD/DD ve FD/FAVÖK oranları yukarıdaki tablodan daha düşük değerde çıkacaktır.

BİLANÇO VE GELİR TABLOLARI

Yıllık Bilançolar

FİNANSAL DURUM TABLOSU (TL) Bağımsız denetimden geçmiş		
	Cari dönem 31 Aralık 2014	Geçmiş dönem 31 Aralık 2013
Varlıklar		
Dönen varlıklar	8.199.400	4.894.663
Nakit ve nakit benzerleri	1.127.887	296.786
Ticari alacaklar		
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	2.927.588	1.785.819
Diğer alacaklar		
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	32.117	13.059
Stoklar	2.322.462	1.404.017
Peşin ödenmiş giderler	176.325	357.435
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	184.171	-
Diğer dönen varlıklar	1.428.850	1.037.547
Duran varlıklar	3.653.128	5.728.388
Finansal yatırımlar	-	1.410
Maddi duran varlıklar	3.033.330	5.712.338
Maddi olmayan duran varlıklar	7.189	14.640
Peşin ödenmiş giderler	256.487	-
Ertelenmiş vergi varlığı	7.494	-
Diğer duran varlıklar	348.628	-
Toplam varlıklar	11.852.528	10.623.051
Yükümlülükler		
Kısa vadeli yükümlülükler	1.619.535	1.171.244
Kısa vadeli borçlanmalar	397.457	60.788
Ticari borçlar		
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	317.630	538.137
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	192.477	174.791
Diğer borçlar		
- İlişkili taraflara diğer borçlar	70.135	135.521
Ertelenmiş gelirler	493.684	231.308
Dönem karı vergi yükümlülüğü	-	20.849
Kısa vadeli karşılıklar	-	4.973
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	148.152	4.877
Uzun vadeli yükümlülükler	274.446	426.583
Uzun vadeli karşılıklar		
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	274.446	252.993
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	-	173.590
Toplam yükümlülükler	1.893.981	1.597.827
Özkaynaklar	9.958.547	9.025.224
Ödenmiş sermaye	2.850.000	2.850.000
Sermaye düzeltmesi farkları	2.583.836	2.583.836

Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler

- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin

aktüeryal kayıp	(80.021)	(62.251)
- Yeniden değerlendirme fonları	-	3.641.109
Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler	273.449	184.143
Geçmiş yıllar karları / (zararları)	1.838.806	(2.063.039)
Net dönem karı	2.492.477	1.891.426
Toplam yükümlülükler ve özkaynaklar	11.852.528	10.623.051

■ Yıllık Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU (TL) Bağımsız denetimden geçmiş

	Cari dönem	Geçmiş dönem
	1 Ocak – 31 Aralık 2014	1 Ocak – 31 Aralık 2013
Hasılat	13.204.984	11.851.414
Satışların maliyeti (-)	(8.761.208)	(7.783.713)
Brüt kar	4.443.776	4.067.701
Genel yönetim giderleri (-)	(1.205.548)	(1.112.494)
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	(685.162)	(688.627)
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	(60.815)	(43.120)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	199.320	250.282
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	(148.904)	(231.937)
Esas faaliyet karı	2.542.667	2.241.805
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	16.067	50.039
Yatırım faaliyetlerinden giderler	(107.444)	(10.128)
Finansman geliri öncesi faaliyet karı	2.451.290	2.281.716
Finansman gelirleri	240.014	128.885
Finansman giderleri (-)	(162.043)	(41.198)
Vergi öncesi karı	2.529.261	2.369.403
Dönem vergi gideri	(213.425)	(469.670)
Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	176.641	(8.307)
Net dönem karı	2.492.477	1.891.426

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER ANONİM ŞİRKETİ

Mehmet OSMANOĞLU

Genel Müdür

Zekiye YOLCUBAL

Yönetim Kurulu Üyesi