

KATMERCİLER ARAÇ ÜSTÜ EKİPMAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş. HALKA ARZI FİYAT TESPİT RAPORU

Satış fiyatının tespitinde kullanılan yöntemler:

Katmerciler Araç Üstü Ekipman Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin ("Şirket" veya "Katmerciler") halka arz edilecek paylarının birim fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ile yurt içi ve yurt dışı piyasa çarpanları analizi kullanılmıştır.

Değerleme Yöntemleri

- 1) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
- 2) Piyasa Çarpanları Analizi
 - Yurt İçi Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları
 - Yurt Dışı Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları

1) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi şirket değerinin tespitinde uluslararası kabul görmüş değerlendirme yöntemidir. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi, şirketin faaliyetlerinin öngörülebilir bir gelecekte devam edeceğini varsayarak gelecekteki tahmini serbest nakit akışlarını değerlendirme tarihine, şirketin risk düzeyini yansıtan belirli bir iskonto oranı ile indirgenmesi suretiyle şirket değerinin belirlenmesi esasına dayanmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde kullanılan varsayımların özeti aşağıda yer almaktadır:

- a) İndirgenmiş nakit akımları analizi hesaplamalarında projeksiyonlar TL üzerinden oluşturulmuş daha sonra ABD Doları'na çevirilmiştir.
- b) Projeksiyonların ABD Doları'na çevrilmesinde kullanılan 2010-2014 yılları ortalama kurlar aşağıda gösterilmiştir:

Yıllar	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T
ABD \$ / TL	1,5097	1,5213	1,5608	1,6095	1,6450

- c) Nakit akışlarının hesaplamasında operasyonel gelir/giderler göz önünde bulundurulmuş, finansal gelir/giderler hesaplamalara dahil edilmemiştir.
- d) Projeksiyonlar Şirket tarafından sağlanan verilerin Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından yorumlanması sonucu oluşturulmuştur.
- e) Faaliyet giderleri içerisinde projeksiyon dönemi boyunca satışların belirli bir oranında Ar-Ge gideri olacağı ve bu Ar-Ge giderinin %48'inin Ar-Ge hibe geliri olarak geri alınacağı öngörülmüştür. Projeksiyon dönemi boyunca öngörülen Ar-Ge Gideri/ Satışlar oranı aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Yıllar	2010T	2011T	2012T	2013T	2014T
Ar-Ge Gideri/ Satışlar	0.55%	0.75%	1.00%	1.50%	2.00%

NE 153

- f) Alacak tahsil, stok tutma, borç ödeme süreleri projeksiyonunda 2009 yılı gerçekleştirmeleri kullanılmıştır. Buna göre projeksiyon dönemi boyunca ticari alacak vadesi 106 gün, stok ömrü 48 gün, ticari borç vadesi 116 gün olarak kullanılmıştır.
- g) Planlanan yatırımlar dışında yapılacak modernizasyon harcamalarının projeksiyon dönemi boyunca satışların %1'i oranında olacağı varsayılmıştır.
- h) Kurumlar Vergisi oranı %20 olarak kullanılmıştır.
- i) 2010/06 mali tablolarındaki net borç tutarı şirket değeri hesaplamasında göz önünde bulundurulmuştur. Net borcun hesaplamasında toplam finansal borçlardan, nakit ve benzerleri düşülmüştür.
- j) Şirket değeri hesaplamasında, yatırım amaçlı gayrimenkullerin değerleri göz önünde bulundurulmuştur.
- k) Gelecek dönem nakit akışlarının bugünkü değerinin hesaplamasında kalan gün hesabı dikkate alınmıştır.
- l) 2010 yılı projeksiyonunda 2010 yılı ikinci yarı operasyonel gelir/giderleri rapor tarihine indirgenmiştir.
- m) Serbest nakit akışlarının indirgeme oranı olarak %11,84 kullanılmış, %11,59 ve %12,09 oranları için duyarlılık analizi yapılmıştır.
- n) İndirgeme oranı hesabında:
14/10/2010 itibarıyla 2038 vadeli ABD Doları Eurobond faizi : %5,34
Risk Primi : %6,50
Beta : 1,00
olarak kullanılmıştır.
- o) 2014 yılına kadar projeksiyon yapılmış, sonraki yıllar için artık değer hesaplanmıştır. Artık değerlerin hesaplanmasında %1,00 ; %1,50 ve %2,00 büyüme oranları kullanılmıştır.

Aşağıda Şirket'in operasyonel gelir/giderlerine yer verilmiştir.

Gelir Tablosu (\$)	1Y2010	2010	2011	2012	2013	2014
Toplam Satışlar	19,840,451	49,750,613	65,314,604	78,152,126	88,279,238	97,758,967
SMM	13,337,442	35,245,463	46,532,822	55,521,600	62,932,104	69,745,995
Brüt Kar	6,503,009	14,505,150	18,781,782	22,630,526	25,347,134	28,012,972
Faaliyet Giderleri	2,218,389	5,268,064	8,795,528	11,047,159	13,092,511	15,075,169
Esas Faaliyet Karı	4,284,620	9,237,085	9,986,253	11,583,367	12,254,624	12,937,803
Toplam Amortisman Gideri	119,596	219,695	424,740	607,812	749,117	870,265
FAVÖK	4,404,216	9,456,781	10,410,993	12,191,180	13,003,741	13,808,069

NE

Aşağıdaki tabloda Şirket Serbest Nakit Akımları gösterilmiştir.

Nakit Akım Tablosu (\$)	2Y2010	2011	2012	2013	2014
Esas Faaliyet Karı	4,952,465	9,986,253	11,583,367	12,254,624	12,937,803
Amortisman Gideri	100,099	424,740	607,812	749,117	870,265
Vergi	990,493	1,997,251	2,316,673	2,450,925	2,587,561
Yatırım Tutarı	140,776	3,931,576	1,173,948	1,187,237	1,351,446
Net İşletme Sermayesi İhtiyacı	2,762,190	2,401,808	2,040,798	1,550,511	1,474,241
Ar-Ge Hibe Geliri	131,342	235,133	375,130	635,611	938,486
Serbest Nakit Akım	1,290,447	2,315,491	7,034,891	8,450,679	9,333,307

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonuç:

Kullanılan varsayımlar çerçevesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonuçları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Mn \$		İndirgeme Oranı		
Büyüme Oranı		11.59%	11.84%	12.09%
	1.0%	73.2	71.3	69.4
	1.5%	76.3	74.2	72.2
	2.0%	79.7	77.4	75.2
30.06.2010 Net Finansal Borç		8.1	30.06.2010 Yatırım Amaçlı Gayrimenkul Değeri	4.6

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre pay başına şirket değerleri, %11,59 - %12,09 aralığındaki iskonto oranlarıyla ve projeksiyon dönemi sonrası %1, %2 arasında değişen büyüme oranı ile 8,78 TL ile 10,08 TL arasında hesaplanmaktadır. %11,84 indirgeme oranı ve %1,5 büyüme oranı ile pay başı değer 9,39 TL olarak belirlenmiştir.

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

NE

2) Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa Çarpanları

Piyasa çarpanları analizi yönteminde öncelikle değerlemesi yapılacak şirket ile benzer nitelikteki yurtiçi ve yurtdışı şirket(ler)in piyasa değerleri tespit edilir. Daha sonra piyasa (veya firma) değerleri ile mali verileri karşılaştırılarak kullanılacak oranlar hesaplanır. Bu oranlar piyasa (firma) değeri/ciro, piyasa (firma) değeri/net kar, piyasa değeri/özsermaye, piyasa (firma) değeri/faiz amortisman vergi öncesi kar (FAVÖK) olarak özetlenebilir.

Bir şirketin piyasa değeri, o şirketin paylarının İMKB’de oluşan fiyatı ve toplam pay sayısı ile hesaplanmaktadır. Bu değer şirketlerin piyasa tarafından belirlenen değerini göstermektedir. Piyasa değeri, şirketlerin borsadaki senetlerin alım-satım işlemleri sırasında almış olduğu değere göre değişmektedir. Ancak borçluluk şirketten şirkete değişeceğinden net borçların da dikkate alındığı firma değeri yatırımcılar açısından daha gerçekçi sonuçlar vermektedir.

Firma değeri, piyasa değeri kavramına göre şirketlerin gerçek değerinin daha rasyonel olarak hesaplanabilmesi için geliştirilmiş olan kavramlardan biridir. Firma değeri, piyasa değerinin finansal borçlar ile nakit ve nakit benzeri varlıkları da içerecek şekilde düzeltilmesi sonucunda bulunan değeri ifade etmektedir.

Halka arz edilecek Katmerciler ile yurt içinde ve dışında birebir benzer, işlem gören şirket bulunmamaktadır. Yurt içinde Otokar, sipariş üzerine benzer araç ve ekipmanlar üretmesinden dolayı benzer şirket çarpan analizinde kullanılmıştır. Yurt dışı benzer şirketler olarak Avusturyalı bir şirket olan ve birçok ülkede operasyonlarını sürdüren, dünyanın önde gelen itfaiye aracı üreticisi Rosenbauer ile Amerika’da kurulmuş olan ve özellikle özel araçlar için ürettiği şasilerde uzman bir şirket olan Spartan şirketlerinin Firma Değeri / Faiz amortisman vergi öncesi kar (FAVÖK) çarpanlarının ortalaması kullanılmıştır.

Aşağıdaki tabloda Katmerciler’in kullanılan varsayımlar çerçevesinde hesaplanan 2010 yılına ilişkin tahmini FAVÖK değeri yer almaktadır.

Katmerciler, Mn \$	2010T
FAVÖK	9,46

Aşağıdaki tabloda ise yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin 2010 tahminlerine göre ve cari piyasa değerlerine göre çarpan değerleri yer almaktadır.

	Firma Değeri / FAVÖK
Çarpan Analizi	2010T
Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanı	9,4
Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları	6,7

Kaynak: Bloomberg

Piyasa çarpanlarından Katmerciler’in 2010 mali verileri ile piyasa çarpanlarından hareketle yurt içi benzer şirketlere göre 10,78 TL, yurt dışı benzer şirketlere göre 7,64 TL pay başı değer hesaplanmıştır.

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

NE

SONUÇ:

Yukarıda kullanılan yöntemlerle bulunan şirket ve pay başına değerler aşağıda özetlenmiştir.

Yöntemler	Şirket Değeri, Mn TL*	Birim Pay Fiyatı TL*
İndirgenmiş Nakit Akımları**	103.25	9.39
Yurt İçi Benzer Şirketler	118.56	10.78
Yurt Dışı Benzer Şirketler	84.00	7.64
Tüm Yöntemler Ağırlıklı Ortalama***	102.26	9.30

* 14/10/2010 1\$=1,3921 TL olarak kullanılmıştır.

** %11,84 iskonto oranı ve %1,5 büyüme oranı ile

*** Yurt içi benzer şirket analizine %25, yurt dışı benzer şirket analizine %25 ve indirgenmiş nakit akımları analizine %50 ağırlık verilmiştir.

Kullanılan varsayımlar ve hesaplamalar çerçevesinde bulunan yukarıdaki değerler yatırımcı iskontosu içermemektedir. Halka arz için pay başına sabit **6,00 TL** olarak fiyat belirlenmiştir. Bu fiyat, yukarıda hesaplanan yöntemlere göre belirlenen fiyattan **%35,5** iskonto içermektedir.


DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.