



# Mercan Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Analizi

## Mayıs 2021

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin aracılık ettiği Mercan Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Mercan Kimya" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("A1 Yatırım") hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Bilgileri	
Talep Toplama Tarihi	20-21 Mayıs 2021
İlk İşlem Tarihi (Tahmini)	27-28 Mayıs 2021
Hisse Kodu / Pazar	MERCN / Ana Pazar
Halka Açıklık Oranı	30,77%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	45.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	65.000.000 TL
Halka Arz Yöntemi	Borsa'da Satış - Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	8,81-10,46 TL
Arz Edilecek Paylar	20.000.000 TL - Sermaye Artırımı
Halka Arz Büyüklüğü	176.200.000 TL - 209.200.000 TL
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır.
Taahhütler	- Mercan Kimya, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca, herhangi bir bedelli sermaye artırımını yapmayacağını, dolaşımdaki pay miktarını artmasına sebep olmayacağını ve bu sonuçlar doğurabilecek başkaca herhangi bir işlem yapmayacağını taahhüt etmiştir. - Şirket ortaklarından Gültekin Okay Salgar, Berkin Salgar ve Sinan Salgar, sahibi olduğu halka arza ve ek satışa konu olmayan Şirket paylarını, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca payların borsa fiyatından bağımsız olarak satmayacağını taahhüt etmiştir.

## Şirket Bilgileri

Mercan Kimya'nın ana faaliyet konusu parafin, emülsiyon, vazelin ve likit parafin üretmek, almak ve satmaktır. Mercan Kimya'nın çatısı altında üç grup şirketi bulunmaktadır. Bu şirketler, Rowax Global SRL, Cosmer Kimya ve Dermokim Kimya'dır.

Şirketin ana ürün grupları parafin, parafin emülsiyonları ve vazelinde oluşmaktadır. Parafinler, petrolün bir alt tabaka (yan) ürünüdür. Başta mum sektörü olmak üzere orman, kağıt, inşaat, tarım, kaplama, fizik tedavi, tıp ve kozmetik sektörlerinde yaygın olarak kullanılan bir malzemedir. Kaplama, fizik tedavi, kozmetik ve tıp alanlarında da sıklıkla kullanılmaktadır. Parafin emülsiyonları, yanmaz özellikte olması nedeniyle başta orman endüstrisi olmak üzere, beton, alçı, cam/taş yünü ve kağıt sektöründe aktif olarak kullanılmaktadır. Vazelin ise ağırlıklı olarak kozmetik sektörü ile sağlık ve mekanik endüstrilerinde sıklıkla kullanılmaktadır.

Şirket, mum, kibrit, kağıt, tekstil, pil, laminasyon, barut, kalem, boya kalemi, polisaj, emaye, kablo, kromaj, hassas döküm, deri, elektronik devre lehimciliği, sunta, yumurta viyolü, beton kalıpcılık, beton katkı malzemeleri bunların dışında muhtelif birçok sanayide kullanılan teknik özelliklerine göre yurtiçi ve yurtdışı pazarlara yönelik parafin, emülsiyon, vazelin ve likit parafin üretmek, almak ve satmaktadır. Şirket, 2020 yılı üretimiminin %39'unu 51 ülkeye ihraç etmektedir.

Şirketin mevcut üretim tesisinin 2018, 2019 ve 2020 yıllarındaki üretim kapasitesi sırasıyla 83.535 ton/yıl, 83.535 ton/yıl ve 88.127 ton/yıl'dır. Kapasite kullanım oranları (KKO) ise sırasıyla %34, %33, %38'dir. Şirket'in satışlarını yaklaşık %60'ını Parafinler ve Emülsiyon ürün grupları oluşturmuştur.

**Rowax Global SRİ;** Şirketin küresel pazarlardaki etkinliğini arttırmak amacıyla 2015 yılında %100 Sinan Salgar hissedarlığında Romanya'da kurularak faaliyete geçmiştir. Mercan Kimya, Rowax Global SRİ, firmasını Ocak 2019 tarihinde tüm hisseleriyle Sinan Salgar'dan satın almıştır. Rowax Global SRL'nin ana faaliyet konusu yurtiçi (Romanya) ve yurtdışı pazarlara yönelik parafin ve emülsiyon üretmek, almak ve satmaktır.

**Cosmer Kimya;** Şirket'in özellikle kozmetik ve deterjan ürün pazarındaki etkinliğini arttırmak amacıyla 2013 yılında İstanbul'da kurulmuştur. Mercan Kimya, Şubat 2017 tarihinde Berkin Salgar ve Gültekin Okay Salgar'ın tüm hisselerini satın almıştır. Cosmer Kimya'nın ana faaliyet konusu yurtiçi ve yurtdışında kozmetik, deterjan ve endüstriyel ürünleri almak ve satmaktır.

**Dermokim Kimya;** 1995 yılında Unitek Kimya San.Tic.Ltd.Şti. unvanı ile Gültekin Okay Salgar, Berna Salgar, M. Tarık Beyter ve Yaşar Salgar tarafından Denizli'de kurulmuştur. Mercan Kimya, Aralık 2017 tarihinde Sinan Salgar'dan tüm hisselerini satın almıştır.

Şirket'in 2018,2019 ve 2020 yıllarında yurtiçi ve yurtdışı satış miktarları(ton) aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Satış Yurtiçi-Yurtdışı Miktar(Ton)	2018	2019	2020
Yurtdışı	6.518	12.600	26.278
Yurtdışı Satış Payı	15,74%	26,23%	39,28%
Yurtiçi	34.894	35.438	40.621
Yurtiçi Satış Payı	84,26%	73,77%	60,72%
<b>Genel Toplam</b>	<b>41.412</b>	<b>48.038</b>	<b>66.899</b>

#### Ortaklık Yapısı

TL	Mercan Kimya Sermaye Yapısı				
	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye TL	Sermaye Payı (%)	Sermaye (TL)	Sermaye Payı(%)
Gültekin Okay Salgar	A	4.800.000	10,67	4.800.000	7,38
	B	13.200.000	29,33	13.200.000	20,31
Berkin Salgar	A	3.600.000	8,00	3.600.000	5,54
	B	9.900.000	22,00	9.900.000	15,23
Sinan Salgar	A	3.600.000	8,00	3.600.000	5,54
	B	9.900.000	22,00	9.900.000	15,23
Halka Açık Pay	B	-	-	20.000.000	30,77
<b>Toplam</b>		<b>45.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>65.000.000</b>	<b>100,00</b>

## Halka Arz Gerekçeleri ve Halka Arzdan Elde Edilecek Gelirin Kullanım Alanları

Halka arzın gerekçesi; Şirket paylarının halka arzı ile fon elde edilmesi, elde edilen fon sayesinde yapısının güçlendirilmesi, Şirket değerinin ortaya çıkması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in bağlı ortaklıklarına da işletme ve yatırım sermayesi ilave edilmesi ve Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Halka arzdan elde edilecek gelirin kullanım alanları;

- 1- Şirket'in ve bağlı ortağı Cosmer' in işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması (%40)
- 2- Sektöre uygun tesis ve depo alanı yatırımı ve lojistik aracı alımı (%30)
- 3- Şirketin 122.826.313 TL finansal borcunun %70'inin ödenmesi (%30)

## FİNANSAL BİLGİLER

Son 3 yıllık karşılaştırmalı özet finansal durum ve kar-zarar tablosu aşağıdaki gibidir.

(TL)	Gelir Tablosu		
	2018	2019	2020
Net Satışlar	177.496.515	212.691.335	326.124.745
Satışların Maliyeti	-140.171.089	-170.712.030	-252.304.532
<b>Brüt Kar</b>	<b>37.325.426</b>	<b>41.979.305</b>	<b>73.820.213</b>
Genel Yönetim Giderleri	-6.617.527	-10.561.806	-13.122.431
Pazarlama Giderleri	-11.030.045	-15.648.944	-21.314.028
AR-GE Giderleri	-156.958	-1.182.020	-713.064
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	30.701.103	24.283.574	44.924.140
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-27.094.141	-18.653.760	-35.244.622
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>23.127.585</b>	<b>19.586.349</b>	<b>48.350.208</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.655.433	43.670.997	6.258.603
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-8.272.057	-
Zararların İptalleri	1.278.468	-1.099.003	1.076.216
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı</b>	<b>26.061.759</b>	<b>53.886.286</b>	<b>55.685.027</b>
Net Finansman Geliri/Gideri	-28.621.314	-33.975.861	-18.110.680
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>-2.559.555</b>	<b>19.910.425</b>	<b>37.574.347</b>
Vergi Ödemesi	473.763	-9.335.076	-7.015.599
<b>Ana Ortaklık Net Kar</b>	<b>-2.085.792</b>	<b>10.575.349</b>	<b>30.558.748</b>

Finansal Durum Tablosu	TL	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
<b>VARLIKLAR</b>				
<b>Dönen Varlıklar</b>		199.849.814	112.208.429	154.229.951
Nakit ve Nakit Benzerleri		18.165.892	8.630.838	14.831.507
Finansal Yatırımlar		48.572	1.020.885	6.932.200
Ticari Alacaklar		90.097.161	51.706.338	57.650.031
- İlişkili Olmayan Taraflardan		90.097.161	51.706.338	57.650.031
Diğer Alacaklar		4.938.940	2.198.459	20.127.393
- İlişkili Taraflardan		399.326	1.231.626	19.598.605
- İlişkili Olmayan Taraflardan		4.359.614	966.833	528.788
Türev Araçlar		-	39.847	-
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar		2.092.149	147.193	2.070.539
Stoklar		79.692.314	42.845.827	28.756.611
Peşin Ödenmiş Giderler		1.407.331	1.842.334	506.838
Diğer Dönen Varlıklar		3.407.455	3.776.708	286.240
<b>ARA TOPLAM</b>		199.849.814	112.208.429	131.161.359
Satış Amacıyla Elde Tutulan Varlıklar		-	-	23.068.592
<b>Duran Varlıklar</b>		<b>82.616.526</b>	<b>85.959.840</b>	<b>61.124.679</b>
Ticari Alacaklar		181.558	13.670.864	2.110.106
- İlişkili Olmayan Taraflardan		181.558	13.670.864	2.110.106
Diğer Alacaklar		35.854	6.768	24.768
- İlişkili Taraflardan		-	-	-
- İlişkili Olmayan Taraflardan		35.854	6.768	24.768
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller		37.113.627	33.101.953	20.445.610
Maddi Duran Varlıklar		31.460.811	18.195.209	10.559.620
Maddi Olmayan Duran Varlıklar		13.235.658	20.709.920	21.589.028
Peşin Ödenmiş Giderler		589.018	35.052	97.747
Ertelenmiş Vergi Varlığı		-	240.074	6.297.800
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>		<b>282.466.340</b>	<b>198.168.269</b>	<b>215.354.630</b>



Finansal Durum Tablosu	TL	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
<b>KAYNAKLAR</b>				
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>		<b>155.095.255</b>	<b>124.335.209</b>	<b>139.848.462</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar		37.237.019	51.503.831	72.857.674
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları		85.589.194	49.548.828	53.425.411
Diğer Finansal Yükümlülükler		12.624	34.378	7.411
Türev Araçlar			265.449	
Ticari Borçlar		14.159.481	13.434.569	8.525.393
- İlişkili Olmayan Tarafalara		14.159.481	13.434.569	8.525.393
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar		1.491.977	969.951	1.128.830
Diğer Borçlar		388.026	1.532.405	208.729
- İlişkili Tarafalara		68	-	-
- İlişkili Olmayan Tarafalara		387.958	1.532.405	208.729
Ertelenmiş Gelirler		10.339.798	2.428.949	3.227.506
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü		768.891	3.097.860	-
Kısa Vadeli Karşılıklar		4.826.330	1.518.989	457.508
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>		<b>53.336.439</b>	<b>27.109.059</b>	<b>51.101.368</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar		50.355.855	26.041.215	50.343.018
Uzun Vadeli Karşılıklar		1.659.423	1.067.844	758.350
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü		1.321.161	-	-
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>		<b>74.034.646</b>	<b>46.724.001</b>	<b>24.404.800</b>
Ödenmiş Sermaye		45.000.000	45.000.000	30.000.000
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)		-928.960	-636.793	-554.240
Kar veya Zararda Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler(Giderler)		-3.237.908	-251.965	-
Yabancı Para Çevrim Farkları		-3.237.908	-251.965	-
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler		1.715.043	1.612.190	1.280.018
Geçmiş Yıllar Karı/(Zararı)		927.723	-9.574.780	-4.235.186
Net Dönem Karı/(Zararı)		30.558.748	10.575.349	-2.085.792
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>		<b>282.466.340</b>	<b>198.168.269</b>	<b>215.354.630</b>

## DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Çarpan Analizi Yöntemi kullanılmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları yaklaşımı altında özsermaye değerine %50, yurt içi benzer şirket ve sektör çarpanları altında hesaplanan çarpan analizine de aynı oranda %50 ağırlık verilmiştir. Şirket için hesaplanmış hedef piyasa değeri 495.339.806 TL olarak bulunmuştur. Halka arz öncesi sermayeye bölerek pay başına hedef piyasa değeri ise 11,01 TL olarak hesaplanmıştır.

## Piyasa Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

### Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpan Analizi

Piyasa Çarpanları yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında, çarpan olarak "FD/FAVÖK" "F/K" "FD/S" ve "PD/DD" oranlarına yer verilmiştir. Benzer şirketler olarak aşağıdaki tabloda yer alan şirketler kullanılmıştır.

Mercan Kimya Konsolide Finansal Veriler			
Finansal Veriler (TL)	2018	2019	2020
FAVÖK	25.756.285	27.067.377	54.739.482
Net Kar	-2.085.792	10.575.349	30.558.748
Net Finansal Borç	161.794.596	118.463.036	155.016.176
Özkaynaklar	24.404.800	46.724.001	74.034.646
Net Satışlar	177.496.515	212.691.335	326.124.745
<b>Net Borç/FAVÖK</b>	<b>6,28</b>	<b>4,38</b>	<b>2,83</b>
<b>Net Borç/Özkaynaklar</b>	<b>6,63</b>	<b>2,54</b>	<b>2,09</b>

Yurtiçi Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları				
Benzer Şirketler	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S
AKSA Akrilik	10,61	1,8	6,11	1,13
Acıpayam Selüloz	16,23	3,04	17,39	3,00
Alkim Kimya	12,03	4,65	9,61	2,65
Gediz Ambalaj	10,87	2,52	8,06	2,15
DYO Boya	17,76	3,53	5,22	0,99
Mega Polietilen	13,15	4,49	13,94	0,75
Sekuro Plastik	14,83	2,15	9,44	1,36
Seyitler Kimya	24,06	8,05	31,92	6,65
Sodaş Sodyum Sanayi	22,51	22,51	22,51	22,51
Temapol Polimer Plastik	15,56	3,67	10,59	2,11
Orma Orman Mamülleri	0,00	1,08	7,55	1,36
<b>MEDYAN</b>	<b>15,19</b>	<b>3,53</b>	<b>15,67</b>	<b>2,11</b>

Yurtiçi Benzer Firma Çarpanları Yaklaşımı Altında Hedef Piyasa Değeri			
	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Sonuç(TL)
<b>FD Çarpanlarıyla</b>			
FD/FAVÖK	550.861.168	50%	275.430.584
FD/S	534.094.903	50%	267.047.452
Ağırlıklı Ortalama FD Çarpanı			542.478.036
<b>PD Çarpanlarıyla</b>			
F/K	464.238.188	50%	232.119.094
PD/DD	261.057.999	50%	130.529.000
Ağırlıklı Ortalama PD Çarpanı			362.648.094
<b>Ağırlıklı Ortalama Hedef Piyasa Değeri</b>			
FD Çarpanı	542.478.036	50%	271.239.018
PD Çarpanı	362.648.094	50%	181.324.047
			452.563.065
İskontosuz Pay değeri(TL)			<b>10,06</b>

Firma Değeri çarpanlarıyla hesaplanan özsermaye değeri olan 542,5 milyon TL ile piyasa çarpanları altında 362,6 milyon TL olarak hesaplanan özsermaye değerinin eşit ağırlıklı ortalaması alınarak benzer firma çarpanlarıyla belirlenen hedef özsermaye değeri 452,6 milyon TL olarak belirlenmektedir. Bu yaklaşım altında pay başına hedef fiyat ise 10.06 TL olarak hesaplanmaktadır.

### Sektör Çarpanları Yaklaşımı Altında Çarpan Analizi

Çarpan analizinde baz alınan BIST(Sektör) Endeksleri çarpanları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Analizde seçilen sektörler eşit oranda ağırlıklandırılarak çarpanların sektörel ortalamaları hesaplanmıştır.

Sektör Çarpanları				
	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S
BIST100	17,71	4,51	14,00	1,81
BIST Sınai	25,93	3,85	26,75	2,18
BIST Kimya, Petrol, Plastik	26,27	5,13	27,24	2,48

Sektör Çarpanları Yaklaşımı Altında Hedef Piyasa Değerinin Hesaplanması					
Hesaplanan Özsermaye Değeri(TL)					
	XU100	XUISIN	XKMYA	Ağırlık	Sonuç(TL)
	<b>33,33%</b>	<b>33,33%</b>	<b>33,33%</b>	<b>100%</b>	
<b>FD Çarpanlarıyla</b>					
FD/FAVÖK	475.856.918	1.050.453.783	1.072.588.020	33,33%	866.298.707
FD/FVÖK	546.246.633	775.257.216	1.575.725.211	33,33%	965.742.055
FD/S	434.471.667	555.618.230	654.087.607	33,33%	548.058.620
Ağırlıklı Ortalama FD Çarpanı				<b>100%</b>	<b>793.365.667</b>
<b>PD Çarpanıyla</b>					
	<b>33,33%</b>	<b>33,33%</b>	<b>33,33%</b>	<b>100%</b>	
	<b>XU100</b>	<b>XUISIN</b>	<b>XKMYA</b>	<b>Ağırlık</b>	<b>Sonuç(TL)</b>
F/K	541.344.610	792.478.974	802.904.730	50%	712.242.059
PD/DD	334.030.072	284.795.740	379.705.903	50%	332.843.572
Ağırlıklı Ortalama PD Çarpanı				<b>100%</b>	<b>522.542.816</b>



<b>Sektör Çarpanları Yaklaşımı Altında Hedef Piyasa Değerinin Hesaplanması</b>			
<b>Ağırlıklı Ortalama Hedef PD</b>	<b>Hesaplanan Özsermaye Değeri</b>	<b>Ağırlık</b>	<b>Sonuç (TL)</b>
FD Çarpanı	793.365.667	50%	396.682.834
Piyasa Çarpanı	522.542.816	50%	261.271.408
<b>Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri</b>			<b>657.954.241</b>
<b>İskontosuz Pay Değeri</b>			<b>14,62</b>

BİST- 100, BİST Sınai ve BİST Kimya, Petrol, Plastik sektörleri için FD/FAVÖK, FD/FVÖK, FD/S, PD/DD çarpanları kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değeri 657,9 milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 14,62 TL olarak hesaplanmaktadır.

### İndirgenmiş Nakit Akım Analizi

- **Satışlar:** Şirket'in mevcut kapasitesi gelecekte hedeflediği üretim miktarları için yeterlidir. Bu nedenle Şirket, kapasite artışına yönelik yatırım planlamamaktadır. Şirket, önümüzdeki yıllarda, tüm ana ürün gruplarındaki üretim miktarını artırarak mevcut kapasitesinin daha fazlasını kullanmayı öngörmektedir.
- **Satışların Maliyeti:** Satışların Maliyeti/Net Satış oranının 2020 yılındaki %77,4 seviyesinden kademeli azalarak 2025 yılında %76,5'e gerileyeceği projekte edilmiştir.
- **Yatırım Harcamaları:** Yatırım sürecini tamamlayan Şirket'in 2021-2025 yılları arasında kapasite artırımına yönelik yatırım planı bulunmamaktadır.

### Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

- **Risksiz Getiri Oranı:** Risksiz faiz oranı hesaplanırken, Türkiye'deki 10 yıllık TL Tahvil oranındaki değişimler takip edilmiştir. 13.11.2030 itfa tarihli hazine iç borçlanma tahvilinin bileşik faizi 25.03.2021 itibari ile %18,22 alınmıştır. Faiz oranının 10 yıllık projeksiyon döneminde kademeli olarak düşeceği öngörülmüştür.
- **Piyasa risk primi:** 2021 yılı için %6,5, 2021 sonrası için %6 alınmıştır.
- **Beta:** Değerlemede muhafazakâr tarafta kalmak açısından kullanılan 1 değerinin kullanılmıştır.
- **Özsermaye Maliyeti :** 2021 için %24,72 sonraki yıllarda azalarak 2030 yılında %18 olmaktadır.
- **Borçlanma Maliyeti:** Şirket'in borçlanma maliyeti 2021 için %24,22 olarak hesaplanmıştır. Şirketin vergi öncesi borçlanma maliyeti risksiz getiri oranına %6 puan risk primi eklenerek alınmıştır. Şirket'in vergi sonrası borç maliyeti olarak %19,38 kullanılmış, böylelikle AOSM %21,44 olarak hesaplanmıştır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak belirlenmiştir.

Mercan Kimya AOSM	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Risksiz Getiri Oranı	18,22%	15,50%	14,70%	14,30%	13,80%
Beta	1	1	1	1	1
Türkiye Risk Primi	6,50%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Şirket Risk Primi	6,00%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Sermaye Maliyeti	24,72%	21,50%	20,70%	20,30%	19,80%
Özkaynak Oranı	38,69%	38,69%	38,69%	38,69%	38,69%
Borçlanma Maliyeti	24,22%	21,00%	20,20%	19,80%	19,30%
Vergi Oranı	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	19,38%	16,80%	16,16%	15,84%	15,44%
Borç Oranı	61,31%	61,31%	61,31%	61,31%	61,31%
<b>AOSM</b>	<b>21,44%</b>	<b>18,62%</b>	<b>17,92%</b>	<b>17,57%</b>	<b>17,13%</b>

Mercan Kimya AOSM	2026T	2027T	2028T	2028T	2030T
Risksiz Getiri Oranı	13,10%	12,80%	12,50%	12,30%	12,00%
Beta	1	1	1	1	1
Türkiye Risk Primi	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Şirket Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Sermaye Maliyeti	19,10%	18,80%	18,50%	18,30%	18,00%
Özkaynak Oranı	38,69%	38,69%	38,69%	38,69%	38,69%
Borçlanma Maliyeti	18,60%	18,30%	18,00%	17,80%	17,50%
Vergi Oranı	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	14,88%	14,64%	14,40%	14,24%	14,00%
Borç Oranı	61,31%	61,31%	61,31%	61,31%	61,31%
<b>AOSM</b>	<b>16,51%</b>	<b>16,25%</b>	<b>15,99%</b>	<b>15,81%</b>	<b>15,55%</b>

İNA (000 TL)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Net Satışlar</b>	<b>399.705</b>	<b>487.941</b>	<b>591.923</b>	<b>712.362</b>	<b>849.974</b>	<b>1.005.347</b>	<b>1.177.841</b>	<b>1.367.785</b>	<b>1.569.659</b>	<b>1.757.589</b>
Yıllık Büyüme	22,6%	22,1%	21,3%	20,3%	19,3%	18,3%	17,2%	16,1%	14,8%	12,0%
<b>SMM</b>	<b>309.230</b>	<b>375.715</b>	<b>454.597</b>	<b>546.382</b>	<b>650.230</b>	<b>769.091</b>	<b>901.048</b>	<b>1.046.356</b>	<b>1.200.789</b>	<b>1.344.556</b>
SMM/Ciro	77,4%	77,0%	76,8%	76,7%	76,5%	76,5%	76,5%	76,5%	76,5%	76,5%
<b>Brüt Kar</b>	<b>90.476</b>	<b>112.226</b>	<b>137.326</b>	<b>165.980</b>	<b>199.744</b>	<b>236.257</b>	<b>276.793</b>	<b>321.429</b>	<b>368.870</b>	<b>413.034</b>
Yıllık Büyüme	22,6%	24,0%	22,4%	20,9%	20,3%	18,3%	17,2%	16,1%	14,8%	12,0%
Brüt Kar Marjı	22,6%	23,0%	23,2%	23,3%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%
Faaliyet Giderleri	42.971	50.991	60.674	71.600	85.008	98.029	113.670	132.088	148.334	166.109
Faaliyet Giderleri/Ciro	10,8%	10,5%	10,3%	10,1%	10,0%	9,8%	9,7%	9,7%	9,5%	9,5%
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>47.504</b>	<b>61.236</b>	<b>76.652</b>	<b>94.381</b>	<b>114.736</b>	<b>138.227</b>	<b>163.123</b>	<b>189.341</b>	<b>220.536</b>	<b>246.925</b>
Yıllık Büyüme	22,8%	28,9%	25,2%	23,1%	21,6%	20,5%	18,0%	16,1%	16,5%	12,0%
Faaliyet Kar Marjı	11,9%	12,5%	12,9%	13,2%	13,5%	13,7%	13,8%	13,8%	14,0%	14,0%
<b>FAVÖK</b>	<b>54.457</b>	<b>68.536</b>	<b>84.317</b>	<b>102.429</b>	<b>123.187</b>	<b>148.223</b>	<b>174.833</b>	<b>202.941</b>	<b>236.142</b>	<b>264.400</b>
Yıllık Büyüme	20,9%	25,9%	23,0%	21,5%	20,3%	20,3%	18,0%	16,1%	16,4%	12,0%
FAVÖK Marjı	13,6%	14,0%	14,2%	14,4%	14,5%	14,7%	14,8%	14,8%	15,0%	15,0%
<b>Amortisman</b>	<b>6.953</b>	<b>7.300</b>	<b>7.665</b>	<b>8.049</b>	<b>8.451</b>	<b>9.996</b>	<b>11.711</b>	<b>13.599</b>	<b>15.606</b>	<b>17.475</b>
Amortisman/Ciro	1,74%	1,50%	1,29%	1,13%	0,99%	0,99%	0,99%	0,99%	0,99%	0,99%
<b>Ticari İşletme Sermayesi</b>	<b>134.342</b>	<b>163.727</b>	<b>198.437</b>	<b>238.705</b>	<b>284.557</b>	<b>336.574</b>	<b>394.321</b>	<b>457.912</b>	<b>525.496</b>	<b>588.412</b>
Ticari Alacaklar	87.137	106.372	129.041	155.297	185.297	219.168	256.772	298.181	342.190	383.159
Tahsilat Süresi (Gün)	80	80	80	80	80	79,57	79,57	79,57	79,57	79,57
Ticari Borçlar	20.261	24.617	29.786	35.799	42.604	50.391	59.037	68.558	78.677	88.096
Ödeme Süresi (Gün)	24	24	24	24	24	23,92	23,92	23,92	23,92	23,92
Stoklar	67.466	81.972	99.182	119.207	141.864	167.797	196.587	228.289	261.983	293.349
Stok Çevirme (Gün)	80	80	80	80	80	79,63	79,63	79,63	79,63	79,63
<b>İşletme Sermayesi İhtiyacı</b>	<b>-21.288</b>	<b>29.385</b>	<b>34.710</b>	<b>40.268</b>	<b>45.853</b>	<b>52.016</b>	<b>57.748</b>	<b>63.590</b>	<b>67.584</b>	<b>62.916</b>
İşletme Sermayesi/Ciro	33,6%	33,6%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%
Yatırım Harcamaları	7.941	8.338	8.755	9.192	9.652	11.471	11.711	13.599	15.606	17.475
Yatırımlar / Ciro	2,0%	1,7%	1,5%	1,3%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>10.451</b>	<b>13.472</b>	<b>16.863</b>	<b>20.764</b>	<b>25.242</b>	<b>30.410</b>	<b>35.887</b>	<b>41.655</b>	<b>48.518</b>	<b>54.323</b>
Serbest Nakit Akımları	57.353	17.342	23.989	32.206	42.440	54.326	69.488	84.096	104.434	129.685
<b>AOSM</b>	<b>21,4%</b>	<b>18,6%</b>	<b>17,9%</b>	<b>17,5%</b>	<b>17,1%</b>	<b>16,5%</b>	<b>16,2%</b>	<b>16,0%</b>	<b>15,8%</b>	<b>15,5%</b>
İndirgeme Faktörü	1	0,84	0,71	0,61	0,52	0,45	0,38	0,33	0,29	0,25
İndirgenmiş Nakit Akım	57.353	14.620	17.151	19.600	22.051	24.227	26.657	27.814	29.825	32.053

İNA Sonucu (000 TL)	
Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	271.351
Terminal Nakit Akımları	1.291.005
Terminal Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri	319.087
Firma değeri	590.437
Net Borç	155.016
Özsermaye Değeri	435.421
Ödenmiş Sermaye (31.12.2020)	45.000
Pay Başına Değer	9,68

Şirket'in 31 Aralık 2020 tarihindeki 155 milyon TL'lik net borç tutarı eklendiğinde, 435,4 milyon TL tutarında Piyasa Değerine ulaşılmaktadır. 45 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer ise 9,68 TL hesaplanmıştır.

## SONUÇ

Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	435.420.960	50%	217.710.480
Piyasa Çarpan Analizi	555.258.653	50%	277.629.326
Benzer Firma Çarpanları	452.563.064	50%	
Sektör Çarpanları	657.954.241	50%	
<b>Ağırlıklandırılmış Hedef Piyasa Değeri</b>	<b>495.339.806</b>		
Çıkarılmış Sermaye	45.000.000		
<b>Pay Başına Değer</b>	<b>11,01</b>		

A1 Capital Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları yaklaşımı altında özsermaye değerine %50, yurt içi benzer şirket ve sektör çarpanları altında hesaplanan çarpan analizine de aynı oranda %50 ağırlık verilmiştir. Şirket için hesaplanmış hedef piyasa değeri 495.339.806 TL olarak bulunmuştur. Söz konusu değeri, halka arz öncesi sermayeye bölerek pay başına hedef piyasa değeri 11,01 TL hesaplanmıştır.

Halka Arz İskontolu Pay Fiyatı (TL)		
Ağırlıklandırılmış Hedef Piyasa Değeri	495.339.806	
Çıkarılmış Sermaye	45.000.000	
İskonto Oranı	5,00%	20,00%
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef PD	470.572.816	396.271.845
<b>İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)</b>	<b>10,46</b>	<b>8,81</b>

## GÖRÜŞ

- Mercan Kimya Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara yeterli ve anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Değerleme çalışmasında, gelir bazlı değerlendirme yaklaşımı olan ve şirket değerinin daha sağlıklı belirlenmesine imkan veren İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin kullanılmasını şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı nakit akımlarını da analiz etmesi nedeniyle daha rasyonel bir şirket değeri ortaya çıkarması adına olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Beta değeri için "1" almak yerine kaldıraçlı Beta hesaplamasının kullanılabilceğini düşünüyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi Yöntemine %50, Piyasa Çarpanı Analizine %50 ağırlık verilerek iki yöntemde kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- İNA yönteminde risksiz getiri oranı 2021 yılı için %18.22 olarak kullanılırken sonraki yıllarda kademeli olarak düşürülmüştür. Sonraki yıllar için bu oran sabit kalsaydı daha düşük bir şirket değerine ulaşılabileceği göz önünde bulundurulmalı.
- Şirket'in faaliyetleri dikkate alındığında birebir olarak benzer yurtiçi şirket bulunamaması nedeniyle faaliyetleri yakın olan benzer şirketler tespit edilerek değerlemeye katılmasını makul karşılıyoruz.
- Bener şirket yokluğunda BIST- 100 ve BIST-Sinai şirketlerinin Çarpan analizinde kullanılmasını olumlu karşılıyoruz.
- Çarpan analizinde yurtiçi benzer şirketler içerisinde Sodaş Sodyum Sanayi için her bir çarpan değeri 22.51 olarak görünmektedir. Bu kısımda bir hata olmuş gibi görünüyor. 25.03.2021 tarihi için her bir çarpan değeri bu değerden farklı olarak hesaplanmaktadır. Fakat bu değerler ile medyan sonucuna baktığımızda medyan çarpan değerleri değişmediği için şirket değerine bir etki söz konusu olmamıştır.
- Çarpan analizinde kullanılan FD/FAVÖK, FD/Satışlar, PD/DD ve F/K oranlarının değerlendirme için kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Mercan Kimya'nın İNA analizi ile belirlenen özsermaye değerine %50, kendi içinde eşit ağırlıklandırılan yurt içi benzer şirket ve sektör çarpanları ile hesaplanan çarpan analizini de aynı oranda %50 ağırlık verilerek 495,3 milyon TL halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşılmıştır. Hesaplanan şirket değeri üzerinden %5 ile %20 arasında halka arz iskontosu sonrasında 8,81 TL - 10,46 TL aralığında hesaplanmıştır.
- Hesaplanan halka arz fiyatının uygun olduğunu düşünüyoruz.