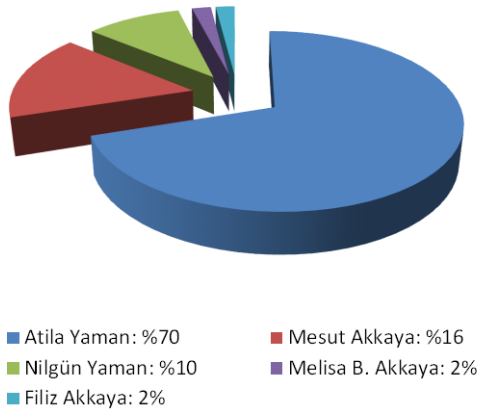
TERA Menkul

26 Şubat 2014

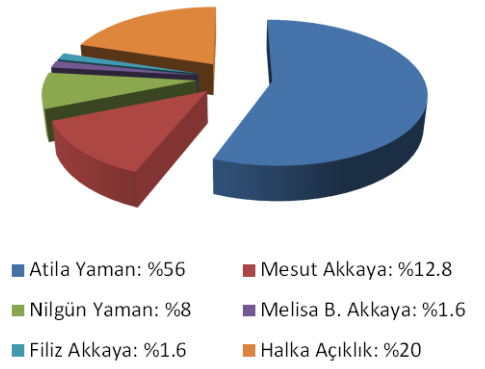
Politeknik Metal Sanayi Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu

Halka Arz Bilgileri	
Talep Toplama Tarihleri	: 27-28 Şubat 2013
Halka Arz Fiyatı	: 8,36 TL
Arz Yöntemi	: Borsa'da Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Halka Arz Öncesi Sermaye	: 3.000.000 TL
Sermaye Artırımı	*: 750.000 TL*
Halka Arz Sonrası Sermaye	: 3.750.000 TL
Halka Açıklık Oranı	: %20
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	: 31.350.000 TL
Fiyat İstikrarı	: Şirket paylarında %10 ve üzeri pay sahibi olan mevcut ortaklar, halka arz tarihinden itibaren 12 ay

Halka Arz Öncesi Ortaklık Yapısı



Halka Arz Sonrası Ortaklık Yapısı



Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12 Şubat 2013 tarihli bülteninde yayımlanan, Kurul Karar Organı'nın 12.02.2013 tarih ve 5/145 sayılı kararı'ndaki A) Payların Halka Arzı Öncesi Uyulacak Esaslar'ın 7.Maddesi çerçevesinde hazırlanmıştır.

Politeknik Metal Sanayi hakkında özet bilgi

Politeknik Metal Sanayi ve Ticaret A.Ş. 1985'te kurulmuştur. Alüminyum yüzey işlem kimyasalları üretimi, alüminyum yüzey işleme tesisi projelendirmesi, mühendislik ve taahhüt hizmetleri faaliyetlerini 1985-1997 yılları arasında İstanbul Maltepe merkez ve İçerenköy'deki üretim tesisinde sürdüren şirket, 1997'den bu yana Gebze'de 2800 m2'lik alanda kurulu tesislerinde yılda yaklaşık 3,500 ton alüminyum yüzey işlem kimyasalı üretip bunun %40'ını çeşitli ülkere ihraç etmektedir.

25 çalışanı bulunan şirket tüm ürünlerini kendi tesislerinde üretip müşterilerine satan entegre yapıdaki bir tesiste faaliyet göstermektedir.

Şirket, 2013 yılında satış gelirlerinin %81'ini (13mn TL) kimyasal ürün segmentinde gerçekleştirirken, %19'unu (3mn TL) da Hizmet/Taahhüt segmentinde gerçekleştirdi. Şirket satışları 2011 yılındaki 8,5mn TL'lik seviyesinden 2012'de 12,6mn TL'ye büyük bir sıçrama yapmış ve 2013 yılında da bu ivmesini korumuştur. Hizmet/Taahhüt gelirleri de 2011'deki 3,6mn TL'lik seviyesinden 5,8mn TL'ye çıksa da, 2013'te bu segmentteki gelirler bir miktar gerilemiştir. Sonuç olarak 2011 gelirleri 12,2mn TL'den 2012'de 18,4mn TL'ye çıkmış, ve 2013'te %12 gerileyerek 16,2mn TL'ye gelmiştir.

Şirket, yurtiçinde pazar lideriyken, yurtdışında da büyüme çalışmalarını sürdürmektedir: Faaliyetlerini Kuzey ve Güney Amerika'da genişletme amacıyla 100 bin $ sermayeli ve %85 pay ile Politeknik (USA) Inc. ünvanlı bir bağlı ortaklık edinmiştir.

Politeknik satışlarının %40'lık kısmını 3. kişilere yaptırırken, kalan kısmı şirketin satış ve pazarlama personeli tarafından gerçekleştirilmektedir.

Sektör hakkında bilgiler

Geçtiğimiz on yılda dünya alüminyum talebi artan nüfus, şehirleşme ve küresel ısınma etkisiyle %65 artmıştır. Alüminyum, Türkiye'de demir-çelikten sonra en çok tüketilen metaldir. 2006'daki 446 bin tonluk talep 2008'de 556bin tona kadar çıksa da küresel krizden dolayı 2009'da daralma yaşamıştır. Şu anda ülkemizde kişi başına tüketim miktarı olan 9kg, gelişmiş ülke ortalamalarından 4-5 kat düşüktür. Türkiye'de alüminyum sektörünün hacmi 4,5 mr $ civarındadır.

Halka arz gelirinin kullanım alanı

Şirket halka arz gelirini öncelikle üretim kapasitesinin ve operasyonel verimliliğinin artırılması için kullanmayı planlamaktadır. Tahmini yatırım bedelinin 4mn TL olması bekleniyor. Şirketin KKO'nın %80 seviyesinde olması nedeniyle yeni üretim tesisinde kapasite artırım amacıyla 500 bin TL tutarında makine ve ekipman alımı planlanmaktadır. Ayrıca şirket mevcut Ar&Ge laboratuvarının modernizasyonu için 500 bin TL tutarında yatırım yapmayı planlamaktadır. Tüm bu yatırımlar için finansal kiralama yolu da alternatifler arasında değerlendirilecektir.

Bunlara ek olarak Politeknik'in yurt dışı yeni satış-pazarlama ofislerinin ABD (18.03.2013 tarihinde gerçekleştirildi), Rusya, Kazakistan, Beyaz Rusya, Kolombiya, Arjantin, Ekvator pazarlarına yönelik kurulması planlanmaktadır. Bu amaçla öngörülen yatırım tutarı ve yıllık personel gideri toplamı 500 bin TL olarak tahmin edilmektedir. Ayrıca şirket müşterilerine ek vade tanıyarak (şu anda alacaklarını tahsil süresi ortalama 90 gün civarında) satış hacmini artırmayı planlamaktadır. Ek işletme sermayesi ihtiyacı da halka arz gelirinden karşılanabilir.

Değerleme hakkında özet bilgi

Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından yapılan değerleme çalışması sonucunda, Politeknik için 8.36 TL halka arz fiyatı belirlenmiştir. Fiyat tespitinde %50 eşit ağırlıkla İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Piyasa Çarpanları Yöntemi kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminde, Politeknik'in yaratacağı nakit akımları, 2014-2018 arasındaki 5 yıllık dönem için öngörülmüş, ve sonraki dönem için nihai değer hesaplanmıştır.

Piramit Menkul Kıymetler A.Ş., İNA yönteminde, Şirket'in toplam satışlarının yıllık büyümesini yapılacak yatırımlara dayandırarak önümüzdeki 5 yıl için ortalama %16 olarak varsaymıştır. Özellikle 2014 ve 2015'te satışlarda %21'lik agresif büyüme öngörülürken, şirketin halka arzdan elde edilecek gelir ile gerçekleştirmeyi planladığı kapasite artırım çalışmasının 2015 sonunda bitecek olması nedeniyle bahsedilen büyüme oranlarını 2016 ve 2017'ye kayabilir. Bu bağlamda erken yıllardaki nakit akışlarının olumsuz etkilenmesiyle şirketin hesaplanan değeri olumsuz etkilenebilir.

Şirketin operasyonel karlılığı, çoğunlukla hammadde maliyetlerinin yönetilmesine bağlıdır. Böylelikle şirketin operasyonel karlılığı, hammadde ve döviz kurlarındaki değişimlere hassasiyet göstermektedir. Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. değerleme raporunda, önümüzdeki 5 yılda Şirket'in brüt kar marjının 2012'ye paralel şekilde %35 civarında sabit kalacağını, FAVÖK marjının ise operasyonel giderlerdeki iyileşmeyle %20 civarında seyredeceğini öngörmüştür. Biz bahsedilen yatırımlarla operasyonel marjlarda bir iyileşme olacağını, fakat bunun daha sınırlı kalabileceğini düşünüyoruz.

İndirgenmiş Nakit Akımı yönteminde, ayrıca, Şirket'in planları doğrultusunda, 2014 ve 2015 yılları içinde toplam 6 mn TL yatırım harcaması öngörülmüştür. Buna bağlı olarak borçluluk oranının da mevcut sıfır seviyesinden 2018'e kadar kademeli olarak %20'ye kadar artırılacağı öngörülmüştür. Bu da 2014'te %16 olarak hesaba katılan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini 2018'e kadar kademeli olarak %15'e çekiyor. Bu iskonto oranlarını genel olarak makul bulmakla birlikte, 2014'deki gelişmelere göre risksiz faiz oranı siyasi riskin artması halinde daha yüksek bir seviyede yer alabilir.

Sürekli büyüme oranı olarak kullanılan %3.5'i de makul bulmakla birlikte yapılan hassasiyet çalışması sonucunda, sürekli büyüme oranının varsayımlandan %1 aşağıda olması durumunda şirket değerinin %6.6; ağırlıklı ortalama sermaye maliyetindeki %1'lik artışın ise şirket değerini %7.7 etkilediğini belirtelim.

Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa çarpanları yönteminde ise 3 farklı değerleme kullanılmıştır: Benzer Şirketlere Göre, Sektör Endeksi F/K çarpanına göre ve BIST- PP F/K çarpanına göre hesaplanan değerler sırasıyla %30, %10 ve %10 oranında değerlemeyi etkilemektedir.

Politeknik şirketi ile BIST'te aynı iş kolu ve aynı özelliklerde şirket bulunmamaktadır. Yurtiçi piyasada benzer şirketler seçilirken SODA ve ALKIM gibi şirketlerinin ortalama F/K ve FD/FAVÖK değerleri dikkate alınmıştır. Her iki şirketin de güvenli finansal durumu ve iş yapısı itibariyle gösterge niteliği taşıyabilecek iyi seçimler olduğunu düşünüyoruz. Bu şekilde piyasa değeri 25.2mn TL olarak hesaplanmıştır.

BIST- Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik üretünler sektör endeksi F/K'sı ile yapılan değerleme sonucunda 22.0mn TL, BIST-PP genel endeksi F/K'sına göre ise 22.2mn TL şirket değerine ulaşılmıştır.

Böylece piyasa çarpanları yönetminden 24mn TL adil değer hesaplanmaktadır.

Sonuç:

Değerleme çalışmasında kullanılan iki yöntemden İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları yöntemleri %50'şer ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Buna göre Politeknik için halka arz öncesi piyasa değeri 28.1 mn TL olarak hesaplanmıştır. Bu değer hisse fiyatını 9.37 TL'ye getirirken, halka arz fiyatı %11'lik bir iskonto uygulanarak 8.36TL olarak tespit edilmiştir.

Değerlemelerde İNA'da kullanılan operasyonel değerlerin şirketin beklentilerinin biraz altında kalabileceğini, buna karşın kullanılan devamlı büyüme oranı ve iskonto oranının makul seviyede olduğunu düşünüyoruz.

Piyasa Çarpanları Yönteminin uygulanışını ve bulunan değeri ise gerçeğe yakın olarak değerlendiriyoruz.

Değerlemeler sonucunda tespit edilen hisse fiyatı üzerinden uygulanan iskonto oranının ise daha önceki halka arz örneklerinde gördüğümüzün seviyenin nispeten altında kaldığını değerlendiriyoruz.

TERA MENKUL DEĞERLEME KRİTERLERİ

AL	**%20'in üzerinde getiri potansiyeli**
NÖTR	**+%20 ile -%10 arasında getiri potansiyeli**
SAT	**20'ten daha fazla düşüş potansiyeli**

Tera Menkul Değerler A.Ş. Eski Büyükdere Cad. İz Plaza Giz Kat 8 Maslak, İstanbul
Tel: +90 212 365 1000
www.teramenkul.com
Research@terabrokers.com

ÇEKİNCE:

Burada yer alan bilgiler halka açık kaynaklardan veya Tera Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir addedilen diğer kaynaklardan derlenmiştir. Tera Menkul Değerler A.Ş.'nin söz konusu bilgi ve görüşlerde meydana gelebilecek değişikliklerden yatırımcıları haberdar etme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Tera Menkul Değerler A.Ş. bu bilgilerin veya bu bilgilere dayalı olarak yapılan tahmin, çıkarım veya görüşlerin doğruluğu, tamlığı veya uygunluğuna ilişkin açık veya zımni hiçbir beyan veya taahhütte bulunmamaktadır. Burada yer alan hiçbir bilgi Tera Menkul Değerler A.Ş. veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir menkul kıymetin alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez. Bu rapor onu hazırlayan analistlerin raporda bahsedilen menkul kıymetlere ve şirketlere ilişkin kişisel görüşlerini içermektedir.Yatırımcılar burada bahsedilen şirketlerin menkul kıymetlerine ilişkin her hangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçları ve mali durumlarını göz önünde bulundurarak, o şirket tarafından onaylanmış izahnameyi, sirküleri, kendi araştırmalarını ve bağımsız danışmanlarından aldıkları tavsiyeleri temel alarak yapmalıdır. Tera Menkul Değerler A.Ş., her hangi bir tarafın uğrayacağı doğrudan/dolaylı, maddi/manevi zararlar da dahil olmak üzere ancak bunlarla sınırlı kalmaksızın, hiçbir sorumluluk veya yükümlülük kabul etmez .

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55 " Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu :

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygunolmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.