

NİĞBAŞ NİĞDE BETON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
HALKA ARZ DEĞERLEME RAPORU

24 Ocak 2012



1. Özet:

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Piyasa Değeri (Mn TL)	Hisse Başına Değerler (TL)
Çarpan Analizi	50%	45,66	1,69
İNA Analizi	50%	92,06	3,41
Şirket Değeri		68,86	2,55
Halka Arz İskontosu(%)		20%	
Halka Arz İskontosu Sonrası Şirket Değeri		55,09	2,04
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye (Mn TL)		27,00	

NİĞBAŞ için İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Benzer Şirket Çarpanları Yöntemleri eşit ağırlıklı olarak kullanılarak yapılan değerlemede halka arz iskontosu öncesi 68,86 milyon TL (2,55 TL/hisse)Şirket Değerine ulaşılmaktadır. Halka arz fiyat aralığı tespitinde ise gerçekleştirilen ön pazarlama faaliyetleri sonucunda bu değer aralığı üzerinden yüzde 20 halka arz iskontosu uygulanması gerektiği sonucuna ulaşılmış ve 1 lot pay için halka arz fiyatı 2,04 TL olarak belirlenmiştir. Belirlenen fiyat dikkate alındığında Şirket piyasa değeri 55,09 milyon TL'ye tekabül etmektedir.

Fiyat Tespitinde Kullanılan Yöntemler:

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

2. Halka Arz Varsayımları

NİĞBAŞ Halka Arz Özeti	
Çıkarılmış Sermaye(30.06.2011)	22.000.000 TL
Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Tutar	5.000.000 TL
<i>Sermaye Artırımı</i>	<i>5.000.000 TL</i>
<i>Ortak Satışı</i>	<i>-</i>
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	27.000.000 TL
Halka Açılacak Oran	18,52%
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Tahmini Halka Arz Geliri	10.201.020 TL
Tahmini Halka Arz Masrafları	408.520 TL
Net Tahmini Halka Arz Geliri	9.792.500 TL
Halka Arz İskontosu	20%
Halka Arz Satış Fiyatı(İskontolu)	2,04 TL
Halka Arz Satış Fiyatı(İskontosuz)	2,55 TL
Şirket Değeri(İskontolu)	55.085.506 TL
Şirket Değeri(İskontosuz)	68.856.883 TL

Mevcut 22 milyon TL ödenmiş sermayeye 5 milyon TL sermaye artırımını ile halka arz sonrası 27 milyon TL ödenmiş sermaye ve % 18,5 halka açıklık oranı varsayımı ile değerlendirilmiştir.

2012T Fiyat - TL	Yüzde 20 İskontolu Fiyat 2,04 TL	İskontosuz Fiyat 2,55 TL	Sektör Çarpanları İMKB-100 Endeksi
F/K	32,40	40,50	9,00
PD/DD	1,45	1,76	1,40
FD/FVAÖK	14,43	20,08	6,09
FD/SATIŞLAR	2,06	2,63	0,77

3. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNAA)

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

⇒ Değerleme Varsayımları:

- Gelir Tablosu Projeksiyonu:

Gelir Tablosu Projeksiyonu - TL	2010 - Fıllı	2011/1Y- Fıllı	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T
Net Satışlar	18.685.462	9.757.429	21.867.226	24.150.890	33.585.452	41.797.813	51.996.583
<i>Satışlardaki Büyüme(%)</i>	<i>40,6%</i>	<i>91,8%</i>	<i>17,0%</i>	<i>10,4%</i>	<i>39,1%</i>	<i>24,5%</i>	<i>24,4%</i>
SMM(-)	17.051.717	9.459.353	19.369.336	19.812.605	24.966.104	31.604.117	39.786.183
<i>% Satışlara Oranı</i>	<i>91,3%</i>	<i>96,9%</i>	<i>88,6%</i>	<i>82,0%</i>	<i>74,3%</i>	<i>75,6%</i>	<i>76,5%</i>
Brüt Kar	1.633.745	298.076	2.497.890	4.338.285	8.619.348	10.193.696	12.210.400
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>8,7%</i>	<i>3,1%</i>	<i>11,4%</i>	<i>18,0%</i>	<i>25,7%</i>	<i>24,4%</i>	<i>23,5%</i>
Faaliyet Giderleri(-)	2.702.179	925.930	1.680.211	2.213.206	2.442.967	2.690.079	2.955.708
<i>% Satışlara Oranı</i>	<i>14,5%</i>	<i>9,5%</i>	<i>7,7%</i>	<i>9,2%</i>	<i>7,3%</i>	<i>6,4%</i>	<i>5,7%</i>
Esas Faaliyet Karı	-1.068.434	-627.854	817.678	2.125.079	6.176.381	7.503.617	9.254.692
<i>Esas Faaliyet Kar Marjı</i>	<i>-5,7%</i>	<i>-6,4%</i>	<i>3,7%</i>	<i>8,8%</i>	<i>18,4%</i>	<i>18,0%</i>	<i>17,8%</i>
Vergi Öncesi Kar/Zarar	2.982.900	308.316	817.678	2.125.079	6.176.381	7.503.617	9.254.692
<i>Vergi(-)</i>	-	25.234	125.879	425.016	1.235.276	1.500.723	1.850.938
Dönem Net Karı	3.115.483	319.295	691.799	1.700.063	4.941.105	6.002.893	7.403.753
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>16,7%</i>	<i>3,3%</i>	<i>3,2%</i>	<i>7,0%</i>	<i>14,7%</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,2%</i>
+ Amortisman Gideri	287.488	164.673	270.778	312.076	355.925	826.718	894.006
FVAÖK	(780.946)	(463.181)	1.088.456	2.437.155	6.532.306	8.330.334	10.148.698
<i>FVAÖK Marjı</i>	<i>-4,2%</i>	<i>-4,7%</i>	<i>5,0%</i>	<i>10,1%</i>	<i>19,4%</i>	<i>19,9%</i>	<i>19,5%</i>

⇒ İNA analizinde sonsuz büyüme oranı % 5 olarak alınmıştır.

⇒ Şirket'in esas faaliyet kar marjının 2011-2020 yılları arasında %3,7-%20,3 arasında değişmesi tahmin edilmiştir.

⇒ Halka arzdan elde edilen ortalama 9,8 milyon TL net tahmini halka arz geliri nakit girişi olarak İNA' da 2012 yılında gösterilmiştir.

⇒ Değerlemede kullanılan projeksiyonlar için Şirket tahminlerinden yararlanılmıştır.

- **Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu**

TL	2010 - Fiili	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T
NET İŞLETME SERMAYESİ	3.914.768	4.953.667	6.954.072	12.728.865	14.683.755	18.762.751
Değişim	8.527.595	1.038.899	2.000.405	5.774.792	1.954.891	4.078.995
Ortalama Tahsilat Süresi/Gün	81,5	55,0	56,5	50,9	53,4	53,5
Ortalama Stokta Kalma Süresi/Gün	85,0	69,4	71,3	71,6	77,0	76,8
Ortalama Borç Ödeme Süresi/Gün	57,8	53,4	56,2	51,0	50,9	51,0
Nakit Dönüşüm Süresi/Gün	108,7	70,9	71,5	71,6	79,5	79,2

⇒ **İndirgeme Katsayısı**

İndirgeme katsayısı; 2011-2015 dönemi için ortalama %12,49 olarak, 2016-2020 döneminde %11,08'e kadar gerilemesi tahmin edilmiştir. Özsermaye maliyeti belirlenirken risksiz faiz oranı olarak Merkez Bankası tarafından gösterge olarak ilan edilen 'TRT150513T11 tahvilinin son 1 yıllık ortalama bileşik faiz oranı kullanılmıştır. Sermaye piyasası risk primi olarak da %7,13(Son 1 yıllık ortalama) oranı kullanılmış toplam özsermaye maliyeti %12,49 olarak belirlenmiştir.

AOSM	12,49%
Piyasa Riski	7,13%
Risksiz Faiz Oranı	8,45%
Beta	1,00
Terminal Büyüme Oranı	5,00%

AOSM: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
Kaynak: Bloomberg

⇒ **Mevcut varsayımlar çerçevesinde INA yöntemine göre değerlendirme tablosu**

NİĞBAŞ	Tahmini Nakit Akım Tablosu(Bin TL)										
	2010	2011T	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T
Satış Gelirleri Büyüme(%)	41%	17%	10%	39%	24%	24%	5%	5%	5%	5%	5%
Gelirler	18.685	21.867	24.151	33.585	41.798	51.997	54.596	57.326	60.193	63.202	66.362
Esas Faaliyet Karı	-1.068	818	2.125	6.176	7.504	9.255	10.646	11.474	12.048	12.830	13.472
Vergi Oranı	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Vergi Sonrası Esas Faaliyet Karı	-855	654	1.700	4.941	6.003	7.404	8.516	9.179	9.638	10.264	10.777
+ Amortisman	287	271	312	356	827	894	881	925	670	704	739
- Yatırım Harcamaları	494	275	294	3.656	325	340	715	178	187	196	206
- Net İşletme Sermaye Değişimi	8.528	1.039	2.000	5.775	1.955	4.079	1.061	1.386	1.061	1.544	1.523
+ Diğer Nakit Girişleri	0	0	9.793	0	0	0	0	0	0	0	0
=Firmanın Nakit Akımı	-9.588	9.404	-282	-4.134	4.550	3.879	7.621	8.540	9.061	9.228	9.788
Uç Değer											169.124
SERMAYE MALİYETİ											
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti(%)		12,49%	12,49%	12,49%	12,49%	12,49%	12,21%	11,92%	11,64%	11,36%	11,08%
Şimdiki Değer		8.360	-223	-2.905	2.842	2.154	3.771	3.776	3.589	3.282	57.283
Şirket Değeri											
(Bin TL)											
Şirket Değeri	81.927										
(-) Toplam Finansal Borçlar	1.565										
(+) Hazır Değerler	11.696										
Özsermaye Değeri	92.058										
Hisse Başına Fiyat(TL)	3,41										

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine göre Şirket'in değeri 92 milyon TL (Hisse başı 3,41TL) olarak belirlenmiştir.

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

4. Piyasa Çarpanları Yöntemi:

Çarpan Analizi - Özet	Şirket Değeri (TL)	Ağırlık(%)	Ağırlıklandırılmış Değer(TL)	Ağırlıklandırılmış Fiyat(TL)
Y. İçi Benzer Şirketlere Göre(2011T)	44.522.227	50,00	22.261.113	0,82
Y. İçi Benzer Şirketlere Göre(2012T)	46.789.592	50,00	23.394.796	0,87
Eşit Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri			45.655.909	
Hisse Başına Değer(TL)				1,69

Çarpan Analizine göre Şirket'in değeri 45,7 milyon TL (1,69 TL/hisse başına) olarak belirlenmiştir. Yurtiçi Benzer Şirketlerin 2011T ve 2012T ortalama piyasa çarpanları ile NİĞBAŞ için sermaye değeri analizinde, Firma Değeri/FAVÖK (Vergi, Amortisman, Faiz Öncesi Kar), Fiyat/Kazanç ve Piyasa Değeri/Defter Değeri oranları kullanılmıştır. Değerlemede aşırı uç piyasa çarpanları devre dışı bırakıldı.

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

2011 tahmini rakamlara göre hesaplanan oranlar şu şekildedir:

Yurtiçi Benzerleri Sektör Ortalaması						
Şirket Adı	F/K	2011T		2012T		
		PD/DD	FD/FVAÖK	F/K	PD/DD	FD/FVAÖK
ÇİMBETON	8,59	2,36	17,68	7,91	1,82	16,68
BROVA YAPI	14,36	2,22	23,97	-	1,94	-
Ortalama	11,47	2,29	20,82	7,91	1,88	16,68
Firma Değeri -TL	7.937.982	83.042.452	42.586.246	13.454.052	71.353.252	55.561.471
2011T - Eşit Ağırlıklandırılmış Firma Değeri - TL			44.522.227			
2012T - Eşit Ağırlıklandırılmış Firma Değeri - TL			46.789.592			

Kaynak: Bloomberg

*Veriler 23.01.2012 itibariyledir.

5. SONUÇ

NİĞBAŞ için İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Benzer Şirket Çarpanları Yöntemleri eşit ağırlıklı olarak kullanılarak yapılan değerlemede halka arz iskontosu öncesi 68,86 milyon TL (2,55 TL/hisse)Şirket Değerine ulaşılmaktadır. Halka arz fiyat aralığı tespitinde ise gerçekleştirilen ön pazarlama faaliyetleri sonucunda bu değer aralığı üzerinden yüzde 20 halka arz iskontosu uygulanması gerektiği sonucuna ulaşılmış ve 1 lot pay için halka arz fiyatı 2,04 TL olarak belirlenmiştir. Belirlenen fiyat dikkate alındığında Şirket piyasa değeri 55,09 milyon TL'ye tekabül etmektedir.

6. FİNANSAL TABLOLAR

Bilanço TL	2008	2009	2010	2011/1Y
DÖNEN VARLIKLAR	9.047.502	10.888.068	18.924.197	31.861.544
Nakit ve Benzerleri	157.157	47.031	6.682.037	11.695.655
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1.727.657	1.120.408	5.335.217	2.049.953
Diğer Alacaklar	2.523.592	5.307.163	3.034.150	4.145.818
Stoklar	4.456.930	4.111.123	3.829.407	4.638.282
Diğer Dönen Varlıklar	182.166	302.343	43.386	9.331.835
DURAN VARLIKLAR	7.405.315	7.312.035	2.813.615	8.283.770
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	152.995	147.236	84.487	-
Maddi Duran Varlıklar	2.563.525	2.626.252	1.952.782	8.057.970
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.497	372	-	11.534
Ertelenen Vergi Varlıkları	630.118	596.203	753.683	191.603
Finansal Yatırımlar	3.919.432	3.919.432	-	-
Diğer Alacaklar	137.748	22.540	22.663	22.663
TOPLAM AKTİFLER	16.452.817	18.200.104	21.737.812	40.145.315
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	13.546.048	15.891.896	16.372.541	12.475.530
Finansal Borçlar	610.253	391.000	1.363.113	1.550.357
Ticari Borçlar	3.269.330	2.744.944	2.655.447	3.280.088
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	2.308	2.764	-	22.049
Diğer Borçlar	4.203.805	8.372.181	5.724.479	976.809
Borç Karşılıkları	264.335	235.514	724.014	679.373
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	5.196.017	4.145.493	5.905.488	5.966.853
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.572.598	1.381.744	1.545.766	1.584.010
Finansal Borçlar	-	-	18.065	14.593
Kıdem Tazminatı Karşılığı	1.423.410	1.235.239	1.527.701	1.569.417
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	149.188	146.505	-	-
ÖZKAYNAKLAR	1.334.171	926.464	3.819.504	26.085.775
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	1.148.669	704.020	3.819.504	26.085.775
Ödenmiş Sermaye	5.495.040	5.495.040	5.495.040	22.000.000
Sermaye Düzeltme Farkları	290.189	290.189	290.189	290.189
Emisyon Primi	-	-	-	5.442.017
Değer Artış Fonları	-	-	-	5.442.017
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	876.866	876.866	876.866	876.866
Net Dönem Kar/Zararı	(1.129.451)	(444.648)	3.115.483	319.295
Geçmiş Yıl Kar/Zararı	(4.383.975)	(5.513.426)	(5.958.074)	(2.842.591)
Azınlık Payları	185.501	222.444	-	-
TOPLAM PASİFLER	16.452.817	18.200.104	21.737.811	40.145.315

Kaynak: Şirket

Gelir Tablosu TL	2008	2009	2010	2011/1Y	2010/1Y
Net Satışlar	19.628.916	13.293.188	18.685.462	9.757.429	5.087.268
Satışların Maliyeti (-)	19.321.109	11.473.344	17.051.717	9.459.353	5.201.139
Brüt Kar/Zarar	307.807	1.819.844	1.633.745	298.076	-113.871
Faaliyet Giderleri (-)	1.972.211	2.216.513	2.702.179	925.930	1.378.352
Esas Faaliyet Karı/Zararı	-1.664.404	-396.669	-1.068.434	-627.854	-1.492.224
Diğer Faaliyetlerden Gelirler	1.359.933	653.260	5.220.743	710.674	571.447
Diğer Faaliyetlerden Giderler(-)	431.781	247.983	817.170	140.370	25.405
Faaliyet Karı/Zararı	-736.252	8.608	3.335.139	-57.550	-946.182
Faaliyet Kar Marjı	-4%	0%	18%	-1%	-19%
Finansal Gelir	2.709.341	620.254	731.161	735.344	247.539
Finansal Gider(-)	3.149.617	1.002.573	1.083.399	369.478	519.635
Vergi Öncesi Kar/Zarar	-1.176.528	-373.711	2.982.900	308.316	-1.218.278
Ödenecek Vergiler (-)	2.309	2.764	0	25.234	0
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	48.062	-31.231	132.583	36.214	-49.178
Net Dönem Karı/Zararı	-1.130.775	-407.706	3.115.483	319.295	-1.267.456
Hisse Başına Kazanç	-0,21	-0,08	0,57	0,03	-0,23
Ana Ortaklık Karı	-1.129.451	-444.648	3.115.483	319.295	-1.250.760
Azınlık Payı	-1.325	36.943	0	0	-16.697
Amortisman	277.493	324.414	287.488	164.673	
FVAÖK	-1.386.911	-72.255	-780.946	-463.181	
FVAÖK Marjı	-7%	-1%	-4%	-5%	

Kaynak: Şirket

Özet Rasyolar	2008	2009	2010	2011/1Y
LİKİDİTE ORANLARI				
Cari Oran	0,67	0,69	1,16	2,55
BORÇLULUK ORANLARI				
Özsermaye/Aktif toplamı	0,08	0,05	0,18	0,65
Toplam Borç/Özsermaye	14,05	21,63	5,83	0,71
Finansal Borç/Toplam Borç	0,08	0,07	0,07	0,09
Net Finansal Borçlar/Özsermaye	-1,06	-1,44	1,34	0,39
Finansman Giderleri/Net Satışlar (%)	16%	8%	6%	4%
K.V. Finansal Borçlar/Özsermaye	0,46	0,42	0,36	0,06
Net Finansal Borç (Varlık)/FVAÖK	0,33	4,76	-6,79	-21,87
FAALİYET ORANLARI				
Stok Tutma Süresi (gün)	42	136	85	81
Alacak Tahsil Süresi (gün)	23	146	81	66
Ticari Borç Ödeme Süresi (gün)	31	96	58	56
KARLILIK ORANLARI				
Brüt Kar Marjı	1,6%	13,7%	8,7%	3,1%
Esas Faaliyet Kar Marjı	-8,5%	-3,0%	-5,7%	-6,4%
Net Kar Marjı	-5,8%	-3,1%	16,7%	3,3%
Özsermaye Karlılığı		-36,1%	131,3%	2,1%
Aktif Karlılığı		-2,6%	15,6%	1,0%