

MERCAN KİMYA SANAYİ ve TİCARET A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORU



Meydan Sok. No:1 Kat:2 D: 5-6 34398 Maslak,
Beşiktaş/İstanbul
www.a1capital.com.tr

29.03.2021

**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Meydan Sok. Beybi Glz Plaza
No:1 Kat:2 D: 5-6 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL
Maslak/İ.D. No:004 3521 T.İ.Ş. No:270189
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 0388004392100015

KISALTMALAR

Kısaltma	Tanım
AI Capital	AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Aracı Kurum
A.Ş.	Anonim Şirketi
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AOSM	Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti
AR-GE	Araştırma Geliştirme
AVRO	Avrupa Ekonomik topluluğu ortak para birimi
B	Beta katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki oynaklığa olan oranı
BİST, Borsa İstanbul	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
°C	Santigrad Derece
COVID-19	Koronavirüs Salgını
Δ	Delta, iki veri/rakam arasındaki farkı gösterir
EPDK	Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu
EPDM	Etilen Propilen Dien Kauçuk
FAVÖK	Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar
FVÖK	Faiz, Vergi Öncesi Kar
F/K	Fiyat Kazanç Oranı
FD	Firma değeri
Finnet	İstanbul merkezli özel bir veri dağıtım şirketinin adı
GES	Güneş Enerji Santrali
GZFT	Güçlü Yönler Zayıflıklar Fırsatlar Tehditler Analizinin kısaltılmış hali
GUD	Gerçeğe Uygun Değer
Hedging	Yatırım riskine karşı korunmak amacıyla finansal pazarlardaki araçları etkin ve doğru bir biçimde kullanarak olası ters fiyat hareketlerine karşı yatırımcının yatırımını güvenceye almasıdır.
ITC	International Trade Center
İNA	İndirgenmiş nakit akım analizi
KKO	Kapasite Kullanım Oranları
LPG	Sıvılaştırılmış Petrol Gazı
Ltd. Şti.	Limited Şirketi
Md.	Madde
MDV	Maddi Duran Varlıklar
MDF	Kompozit Ahşap Malzeme
Mercan Kimya, Şirket, İhraççı	Mercan Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş.
NR	Tabii Kauçuk
PAO	Polialfaolefinler
PD/DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
R _f	Risksiz Faiz Oranı, TRT131130T14 ISIN kodlu tahvilin bileşik faiz oranı
R _m	BIST100 Endeksinin Yıllık Ortalama Getirisi

Re	Sermaye Maliyeti
Rp	Şirket Risk Primi
S	Net Satışlar
SBR	Stiren Bütadien Kauçuk
SMM	Satılan Malın Maliyeti
SPK, Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
T	Tahmin
T.C., Türkiye	Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TFRS 9	Türkiye Finansal Raporlama Standartları'na göre yapılan raporlama
Tic.	Ticaret
TL	Türk Lirası
FTK	6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTSG	Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
Turquality	Turquality Marka Teşviği
UV	Ultraviyole
XKMYA	Borsa İstanbul Kimya Sektörü Endeksi
XUSIN	Borsa İstanbul Sınai Sektörü Endeksi
Vb.	Ve benzeri
VUK	213 sayılı Vergi Usul Kanunu
YBBO	Yıllık Birleşik Büyüme Oranı

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Mevki: 5/7 Beşiktaş Plaza
No:1 K.2 Kat: 2 Maslak/Şişli/İSTANBUL
Mastek V.D. No: 0436043617 Tic. Sic. No: 270489
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 038000352100015



İÇİNDEKİLER

1. Yönetici Özeti ve Halka Arz Bilgileri.....	5
1.1 Şirket Hakkında Özet Bilgi.....	5
1.2 Değerleme Çalışması Sonucu.....	6
2. Raporun Amacı.....	7
3. Değerleme Çalışmasında Uygulanan Meslek Kuralları ve Etik İlkeler.....	8
4. Sınırlayıcı Koşullar.....	9
5. Sorumluluk Beyanı.....	10
6. Şirket ve Faaliyeti Hakkında Bilgi.....	10
6.1 Şirketin Genel Bilgileri.....	10
6.1.1 Şirket Hakkında Genel Bilgi.....	10
6.1.2 Kuruluş ve Şirket Faaliyetlerinin Gelişiminde Önemli Olaylar.....	11
6.1.3 Sermaye ve Ortaklık Yapısı.....	12
6.2 Faaliyet Konusu.....	13
6.2.1 Üretim Süreci.....	13
6.2.2 Üretim Kapasitesi / Ana Ürün Hizmet Alanları.....	14
6.2.3 Büyüme Stratejisi.....	16
6.2.4 Satışlar.....	16
7. Sektör Hakkında Bilgi.....	21
7.1 Küresel Sektör Görünümü.....	22
7.2 Yurtiçi Pazar Görünümü.....	24
7.2.1 Türkiye’de Parafin Wax İmalat Sektörünün Genel Değerlendirmesi.....	26
7.2.2 Şirket’in ve Rakiplerin Sektördeki Konumu.....	28
8. Finansal Bilgiler.....	28
8.1 Gelir Tablosu.....	28
8.1.1 Net Satışlar.....	29
8.1.2 Karlılık Analizi.....	33
8.2. Bilanço.....	33
8.2.1 Bilanço Varlıklarındaki Gelişmeler.....	33
8.2.2 Bilanço Kaynaklarındaki Gelişmeler.....	35
8.2.3 Borçluluk Durumu.....	37
8.2.4 Bilanço Oran Analizleri.....	38
8.3. Nakit Akım Tablosu.....	40
9. Değerleme Çalışması.....	40
9.1 Değerleme Çalışmasına İlişkin Beyan.....	40
9.2 Değerleme Proje Ekibi Hakkında Bilgi.....	40
9.3 Değerleme Yöntemleri.....	40
9.4 Defter Değeri (Maliyet) Yönetimi.....	41
9.4.1 İndirgenmiş Nakit Akımları (Gelir) Yöntemi.....	41
9.4.2 İndirgenmiş Nakit Akımları Projeksiyonları.....	52
9.4.4 Piyasa Çarpanları (Pazar) Yöntemi.....	53
10. Sonuç.....	60
Ekler.....	61



1. YÖNETİCİ ÖZETİ ve HALKA ARZ BİLGİLERİ

Bu rapor, MERCAN KİMYA SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ (“Şirket” ya da “Mercan Kimya”) ile A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“A1 Capital”) arasında 10.03.2021 tarihinde imzalanmış olan halka arza aracılık sözleşmesi ve aynı tarihli değerlendirme hizmet sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerler belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır. Değerleme tarihi aynı zamanda rapor tarihi de olan 29.03.2021’dir.

1.1 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Mercan Kimya 2004 yılında Denizli’de kurulmuş ve 1977 yılında kurulan Gültekin Okay SALGAR – Mercan Kimya Sanayi ve Ticaret unvanlı ticari işletme, 2004 yılında kurulan Mercan Kimya’ya tüm aktif ve pasifiyle aynı sermaye olarak koyulmuştur.¹ 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.

Rowax Global SRL; Şirketin küresel pazarlardaki etkinliğini arttırmak amacıyla 2015 yılında %100 Sinan Salgar hissedarlığında Romanya’da kurularak faaliyete geçmiştir. Mercan Kimya, Rowax Global SRL firmasını Ocak 2019 tarihinde tüm hisseleriyle Sinan Salgar’dan satın almıştır. Satın alma bedelinin tamamı Sinan Salgar’a ödenmiş olup, herhangi bir borç alacak ilişkisi kalmamıştır. Bu satın alma sonucunda, Rowax Global SRL firması Mercan Kimya’nın %100 bağlı ortaklığı haline gelmiştir. Rowax Global SRL’nin ana faaliyet konusu yurtiçi (Romanya) ve yurtdışı pazarlara yönelik parafin ve emülsiyon üretmek, almak ve satmaktır.

Cosmer Kimya; Şirketin özellikle kozmetik ve detarjan ürün pazarındaki etkinliğini arttırmak amacıyla 2013 yılında %90’ı Mercan Kimya, %5’i Gültekin Okay Salgar ve %5’i Berkin Salgar hissedarlığında İstanbul’da kurulmuştur. Mercan Kimya, Şubat 2017 tarihinde Berkin Salgar ve Gültekin Okay Salgar’ın tüm hisselerini satın almıştır. Satın alma bedelinin tamamı ilgili şahıslara ödenmiş olup, herhangi bir borç alacak ilişkisi kalmamıştır. Bu satın alma sonucunda, Cosmer Kimya firması Mercan Kimya’nın %100 bağlı ortaklığı haline gelmiştir. Cosmer Kimya’nın ana faaliyet konusu yurtiçi ve yurtdışında kozmetik, detarjan 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. Ocak 2004 tarihinde Dermokim Kimya San.Tic.Ltd.Şti. olarak unvan değişikliği yapılmıştır.2005 yılında Berna Salgar, M.Tarık Beyter ve Yaşar Salgar hisselerini Berkin Salgar’a devretmiştir. 2014 yılında Gültekin Okay Salgar ve Berkin Salgar tüm hisselerini Sinan Salgar’a devretmiştir. Mercan Kimya, Aralık 2017 tarihinde Sinan Salgar’dan tüm hisselerini satın almıştır. Satın alma bedelinin tamamı Sinan Salgar’a ödenmiş olup, herhangi bir borç alacak ilişkisi kalmamıştır. Bu

¹ Şirket’e kuruluş aşamasında aynı sermaye olarak konulan Gültekin Okay SALGAR şahıs firması, 1977 yılında Denizli’de Gültekin Okay SALGAR tarafından “Gültekin Okay SALGAR” unvanıyla kurulmuştur. Bu ticari işletmenin unvanı 1980 yılında “Gültekin Okay SALGAR Gürsa Plastik ve Kimya Sanayi” olarak, akabinde 1981 yılında “Gültekin SALGAR Mercan Kimya Sanayi ve Ticaret” olarak, 1996 yılında “Gültekin Okay SALGAR Mercan Kimya Sanayi ve Ticaret” olarak değiştirilmiştir. Gültekin Okay SALGAR Mercan Kimya Sanayi ve Ticaret ticari işletmesi 2004 yılında tüm aktif ve pasifiyle, 10.03.2004 tarihinde kurulan Mercan Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş.’ye aynı sermaye olarak konulmasını takiben aynı yıl içinde ticaret sicilinden terkin edilmiştir.



satın alma sonucunda, Dermokim Kimya firması Mercan Kimya'nın %100 bağlı ortaklığı haline gelmiştir. Dermokim Kimya'nın ana faaliyet konusu yurtiçi ve yurtdışı pazarlara yönelik parafin ve emülsiyon üretmek, almak ve satmaktır. Dermokim Kimya, Şirket'in Denizli'de bulunan üretim tesisi içinde Şirket'ten kiraladığı alanda üretim yapmaktadır. Bunun yanısıra Mercan Kimya ana faaliyet konusu alanındaki tüm ürünlerin (parafin, emülsiyon, vazelin ve likit parafin) ihracatını ve yurtdışında transit ticaretini gerçekleştirmektedir.

Mercan Kimya ve bağlı ortaklıklarının ihracat yaptığı kıtalar; Avrupa, Afrika, Asya, Kuzey Amerika, Güney Amerika, Okyanusya'dır.

Şirket, 2020 yılında Biyosidal ürün üretmek için, mevcut fabrika alanında Teknoloji ve Sanayi Bakanlığı tarafından Yatırım Teşvik Belgesi olarak, ayrı bir tesis kurmuştur. Fıili üretime geçebilmek için Sağlık Bakanlığı'na gerekli başvurular yapılmış olup, ruhsat izni onay aşamasındadır.

Ayrıca, Şirket, Denizli'de bulunan 2 adet GES tesisiyle güneş enerjisi üretimi yaparak, fabrikada tüketilen elektrik enerjisi giderlerini karşılamakta ve ihtiyaç fazlası elektriği ise elektrik dağıtım firmalarına satmaktadır.

Şirket, mum, kibrit, kağıt, tekstil, pil, laminasyon, barut, kalem, boya kalemi, polisaj, emaye, kablo, kromaj, hassas döküm, deri, trikotaj, 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 üretiminin %33'ünü 51 ülkeye ihraç etmektedir.

Şirket'in 45.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesi 12.000.000 TL nominal değerli 12.000.000 adet (A) grubu nama ve 33.000.000 TL nominal değerli 33.000.000 adet (B) grubu hamiline paylara ayrılmıştır. Şirket sermayesindeki 12.000.000 TL nominal değerli (A) grubu payların 4.800.000 TL nominal değerli kısmı Gültekin Okay SALGAR'a, 3.600.000 TL nominal değerli kısmı Berkin SALGAR'a ve 3.600.000 TL nominal değerli kısmı Sinan SALGAR'a aittir. Şirket sermayesindeki 33.000.000 TL nominal değerli (B) grubu payların ise 13.200.000 TL nominal değerli kısmı Gültekin Okay SALGAR'a, 9.900.000 TL nominal değerli kısmı Berkin SALGAR'a ve 9.900.000 TL nominal değerli kısmı Sinan SALGAR'a aittir.

Halka arz edilecek payların toplam nominal değeri 20.000.000 TL olup, halka arz sonrası çıkarılmış sermayeye (65.000.000 TL) oranı %30,77 olacaktır. Halka arz edilecek payların tamamı sermaye artırımını sonucu ihraç edilecek yeni paylardan oluşacaktır. Şirket, halka arzdan elde edeceği geliri üç ana alanda değerlendirmeyi planlamaktadır. Bu alanlar, işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması, sektöre uygun tesis ve depo alanı yatırımı ve finansal borçların ödenmesidir. Halka arz gelirinin kullanımı ile ilgili daha detaylı bilgiye Şirket İzahname'sinin 28.2. nolu bölümünde yer verilmiştir.

1.2 Değerleme Çalışması Sonucu

Raporun sonunda belirtildiği üzere, İndirgenmiş Nakit Akımları yaklaşımı altında tahmin ettiğimiz özsermaye değerine %50, kendi içinde eşit ağırlıklandırdığımız yurt içi benzer şirket ve sektör çarpanları altında hesapladığımız çarpan analizine de aynı oranda %50 ağırlık vererek 495,3 milyon TL tutarında halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. Söz konusu hedef piyasa değerini, halka arz öncesi sermayeye bölerek pay başına hedef piyasa değerini de 11,01 TL olarak hesaplamaktayız. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %5 halka arz iskontosu uyguladığımızda pay başına 10,46 TL'lik halka arz fiyat aralığı üst sınırına ve %20 halka arz iskonto oranını uyguladığımızda, pay başına 8,81 TL'lik halka arz fiyat aralığı alt sınırına



ulaşmaktayız.

Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin; güvenilir, adil, uygun ve makul olduğunu beyan ederiz. Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması ve değerlendirme yöntemlerine verilen ağırlıklandırma oranlarının değiştirilmesi durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür. Bununla birlikte, kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi / değiştirilmesi, farklı değerlendirme yöntemlerinin uygulanması durumunda işbu raporda elde edilen değerlerden daha farklı değerlere ulaşılması mümkün olabilir.

Tablo 1 (TL)	Değerleme Sonucu		
	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
1.İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	435.420.960	50%	217.710.480
2.Piyasa Çarpan Analizi	555.258.653	50%	277.629.326
<i>Benzer Firma Çarpanları</i>	452.563.064	50%	
<i>Sektör Çarpanları</i>	657.954.241	50%	
Ağırlıklandırılmış Hedef Piyasa Değeri	495.339.806	100%	
Çıkarılmış Sermaye	45.000.000		
	Pay Başına Değer		11,01

Kaynak :A1 Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları, 25.03.2021 piyasa kapanış verileriyle

Tablo 2 (TL)	Halka Arz İskontolu Pay Fiyatı Hesabı	
	Hedef Özsermaye Değeri	
Çıkarılmış Sermaye	45.000.000	
Ağırlıklandırılmış Hedef Piyasa Değeri	495.339.806	
İskonto Sonrası Hedef Piyasa Değeri / Pay Fiyatı		
İskonto Oranı	%5,0	%20,0
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri	470.572.816	396.271.845
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)	10,46	8,81

Kaynak :A1 Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları 25.03.2021 piyasa kapanış verileriyle

2. RAPORUN AMACI

29.03.2021 tarihli bu rapor, 10.03.2021 tarihinde Hacıyüplü Mah. 3125 Sok. No:23 20195 Merkezefendi Denizli adresinde mukim Mercan Kimya Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi ("Mercan Kimya", "Şirket" veya "İhraççı") ile Maslak Beybi Giz Plaza Meydan Sok. No:1 Kat:2 D:5-6. 34398 İstanbul adresinde mukim A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("A1 Capital" veya "Danışman") arasında imzalanmış olan Halka Arz Aracılık ve Satış Sözleşmesi kapsamında Mercan Kimya paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek sermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak tespiti amacıyla hazırlanmıştır.



3. DEĞERLEME ÇALIŞMASINDA UYGULANAN MESLEK KURALLARI VE ETİK İLKELER

Değerleme hizmeti ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisansa sahip değerleme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları çerçevesinde yerine getirilmiştir. Bu değerlendirme raporu, SPK'nın Sermaye Piyasası'nda Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki ilkeler çerçevesinde hazırlanmıştır.

Etik ilkeleri,

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında doğru ve dürüst davranılmış olup çalışmalar İhraççı Şirket'e ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek şekilde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek aldatıcı, yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde bir reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren veya makul bir süre içinde gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen bir görevi kabul etmemiştir.
- Değerleme süreci gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket etmiştir.
- Değerleme işi, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun sonucunda bulunacak değer tespitine bağlı olarak belirlenmemiştir.
- Hukuka uygun davranılmış ve konuyla ilgili yasal mevzuata riayet edilmiştir.
- Değerleme hizmeti, haksız rekabete yol açmayacak şekilde mesleki sorumluluk bilinci ve mesleki kurallar çerçevesinde yerine getirilmiştir.
- Değerleme işi ile ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Mercan Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş. tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. değerlemede kullanılan analiz verilerin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bununla birlikte, A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını varsaymaktadır.

Şirket ile A1 Capital arasında son 3 yıl içerisinde 10.03.2021 tarihinde imzalanan halka arza aracılık yetki sözleşmesi ve aynı tarihli değerlendirme hizmet sözleşmesi dışında önemli bir ilişki veya bağlantı bulunmamaktadır.



4. SINIRLAYICI KOŞULLAR

Bu rapor, Şirket değerini belirlemede etkisi olan faktörler dikkate alınarak hazırlanmıştır. Ancak, değerlendirme ile ilgili olarak aşağıda belirtilen sınırlayıcı koşulları da bünyesinde taşımaktadır:

- Raporla kullanılan bilgiler, kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden oluşmaktadır. Rapor içerisinde yer alan finansal bilgiler, halka açılma amacıyla hazırlanan özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarda yer alan bilgileri içermektedir.

- Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu bilgi ve belgelerin güvenilirliği ve doğruluğu denetlenmemiştir. A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu konuda herhangi bir taahhütte bulunmamaktadır. Geçmiş dönemlere ait tüm finansal bilgiler bağımsız denetimden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.

- Değerlemesi yapılan Şirket aktifleri için herhangi bir hukuki çalışma icra edilmemiştir. Değerlemeye konu aktiflerin değer düşüklüğüne uğramamış veya değer kaybı olmaksızın satılabilir durumda olduğu ve aktifler üzerinde herhangi bir kısıtlayıcı durum olmadığı varsayılmıştır.

- Değerleme raporunda kullanılan bilgiler kamuya açıklanmış ve talebimiz üzerine ihraççı Şirket tarafından sağlanmış olan bilgilerden meydana gelmektedir.

- Yapılan analizler ve bulunan sonuçlar değerlendirme raporunda belirtilen varsayımlar ve koşullarla sınırlı olmak üzere doğrudur.

- Değerleme çalışması, bilinen ve genel kabul görmüş uluslararası esas ve standartlara uygun değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Öte yandan, piyasa ve makroekonomik konularda meydana gelebilecek önemli değişikliklerin Şirket değerini etkileyebileceği ve dolayısıyla aşağı veya yukarı yönde değişime yol açabileceği ihtimali göz önünde bulundurulmalıdır.

- Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile değerlendirme yöntemlerinin ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabileceği bilinmelidir.

- Değerleme çalışması esnasında Şirketin faaliyetlerini yürütmesinde belirleyici olan tüm yasal koşullara uygun hareket ettiği varsayılmış ve bu durum ayrıca incelemeye tabi tutulmamıştır. Bu hususta herhangi bir denetleme yapılmamıştır.

- Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Şirket tarafından sağlanan projeksiyonları esas almış olup, Şirket ve ilgili personelden temin edilen bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.

- Şirket tarafından sağlanan projeksiyonlar A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin incelemesinden geçmiş ve bu inceleme neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekte birlikte, tam olarak doğruluğunu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak,

Şirketin geçmiş performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca ihtiyatlı bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

• Bu raporda ulaşılan sonuçlar; ekonomik koşullar, piyasa şartları ve hazırlanmış olduğu tarih itibari ile geçerli olan fiyat ve bilanço dönemi gibi koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum rapordaki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir.

• İşbu Rapor, iktisadi, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve rapor tarihi itibari ile sunulan bilgiler esas alınarak hazırlanmıştır; takip eden dönemde meydana gelebilecek gelişmeler bu raporda tahmin edilen Şirket değeri üzerinde etkili olabilecektir.

5. SORUMLULUK BEYANI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden; "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

6. ŞİRKET VE FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİ

6.1 ŞİRKETİN GENEL BİLGİLERİ

6.1.1 Şirket Hakkında Genel Bilgi

Mercan Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş. Denizli Ticaret Sicili'ne 10.03.2004 tarihinde tescil edilmiş ve süresiz olarak Hacıyüplü Mah. 3125 Sok. No:23 20195 Merkezefendi / Denizli adresinde kurulmuştur. Şirket'in merkezi aynı adrestedir.

Tablo 3	Şirket Bilgi Kartı
Hukuki statüsü	: Anonim Şirket
Tabii olduğu mevzuat	: T.C. Kanunları
Kurulduğu ülke	: Türkiye
Bağlı olunan Ticaret Sicil Müdürlüğü	: Denizli Ticaret Sicili Müdürlüğü
Ticaret Sicil No	: 21622
Merkez adresi	: Hacıyüplü Mah. 3125 Sok. No:23 20195 Merkezefendi / Denizli
İnternet adresi	: www.mercankimya.com.tr
Telefon	: +90 258 371 65 71
Faks	: +90 258 371 26 25

Kaynak: İzahname

6.1.2 Kuruluş ve Şirket Faaliyetlerinin Gelişiminde Önemli Olaylar

Şirket'e kuruluş aşamasında aynı sermaye olarak konulan Gültekin Okay SALGAR şahıs firması, 1977 yılında Denizli'de Gültekin Okay SALGAR tarafından "Gültekin Okay SALGAR" unvanıyla kurulmuştur. Bu ticari işletmenin unvanı 1980 yılında "Gültekin Okay SALGAR Gürsa Plastik ve Kimya Sanayi" olarak, akabinde 1981 yılında "Gültekin SALGAR Mercan Kimya Sanayi ve Ticaret" olarak, 1996 yılında "Gültekin Okay SALGAR Mercan Kimya Sanayi ve Ticaret" olarak değiştirilmiştir. Gültekin Okay SALGAR Mercan Kimya Sanayi ve Ticaret ticari işletmesi 2004 yılında tüm aktif ve pasifiyle, 10.03.2004 tarihinde kurulan Mercan Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye aynı sermaye olarak konulmasını takiben aynı yıl içinde ticaret sicifinden terkin edilmiştir. "Gültekin Okay SALGAR Mercan Kimya Sanayi ve Ticaret" unvanlı şahıs ticari işletmesi tüm aktif ve pasifleriyle bir bütün olarak yeni kurulmuş olan Mercan Kimya'ya devredilmesiyle, tüm faaliyetleri 2004 yılından itibaren Mercan Kimya bünyesinde yürütülmeye devam edilmiştir.

Mevcut durumda Mercan Kimya, kendi çatısı altında bulunan üç grup şirketi ile çeşitli sektörlere kimyasal ürün tedariki sağlamaktadır.

Küresel pazarlardaki etkinliğini arttırmak amacıyla 2015 yılında Romanya'da Rowax Global SRL firması faaliyete geçmiş ve yıllık 40 bin ton kapasitesi ile parafin ve parafin emülsiyonu üretimine başlamıştır. Buna ek olarak bağlı ortaklık Dermokim Kimya'nın faaliyetleri kapsamında da Mercan Kimya ihracat faaliyetleri gerçekleştirmektedir.

Şirket'in kuruluşundan itibaren yaşanan önemli gelişmeler kronolojik sıraya göre aşağıda sıralanmıştır:

- 1977 yılında Gültekin Okay SALGAR unvanlı parafin üretimi yapan bir şahıs ticari işletmesi kurulmuştur.
- Mercan Kimya, 2004 yılında 1.400.000 TL kuruluş sermayesi ve Mercan Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanı ile anonim şirket statüsünde kurulmuş ve "Gültekin Okay SALGAR Mercan Kimya Sanayi ve Ticaret" unvanlı şahıs ticari işletmesi tüm aktif ve pasifiyle Mercan Kimya'ya devrolunmuştur.
- 2017 yılında Dermokim Kimya San. ve Tic. Ltd. Şti. Mercan Kimya'nın bağlı ortaklığı haline gelmiştir.
- 2010 yılında Mercan Kimya'nın sermayesi 3.000.000 TL'ye çıkarılmıştır.
- 2013 yılında Cosmer Kimya San. ve Tic. A.Ş, Mercan Kimya, Gültekin Okay SALGAR ve Berkin SALGAR ortaklığında kurulmuştur.
- 2015 yılında Mercan Kimya'nın sermayesi 10.000.000 TL'ye çıkarılmıştır.
- 2015 yılında Rowax Global SRL şirketi Sinan SALGAR tarafından Romanya'da kurulmuştur. Rowax Global SRL Romanya'nın yasal mevzuatı gereği gerçek kişiler tarafından şirket kuruluşu işlemlerinin operasyonel olarak daha kolay olması nedeniyle Sinan SALGAR tarafından kurulmuş ve ilerleyen yıllarda Mercan Kimya'ya devredilmesi planlanmıştır.
- 2017 yılında Mercan Kimya'nın sermayesi 15.000.000 TL'ye çıkarılmıştır.
- 2017 yılında yapılan satın almalar ile Mercan Kimya, Gos Deri Kimya A.Ş., Teknoder



Kimya A.Ş., Dermokim Kimya San. ve Tic. Ltd.Şti. ve Cosmer Kimya San. ve Tic. A.Ş. sermayesindeki payların tamamına sahip olmuştur.

- 2017 yılında Gos Deri Kimya A.Ş. ve Teknoder Kimya A.Ş.'nin Gos Deri Kimya A.Ş. bünyesinde birleşme işlemi gerçekleştirilmiştir.
- 2018 yılında ise Gos Deri Kimya A.Ş. ile Dermokim Kimya San. Ve Tic. Ltd Şti Dermokim bünyesinde birleşmiştir.
- 2018 yılında Mercan Kimya'nın sermayesi 30.000.000 TL'ye çıkarılmış ve mevcut yönetim kurulu üyeleri Gültekin Okay SALGAR ve Berkin SALGAR'a ilaveten Sinan SALGAR yönetim kurulu üyesi olarak seçilmiştir.
- 2018 yılında Mercan Kimya AR-GE Merkezi olmaya hak kazanmıştır.
- 2019 yılında Mercan Kimya'nın sermayesi 45.000.000 TL'ye çıkarılmıştır.
- 2019 yılında Mercan Kimya Turquality Marka Teşviğinden yararlanmaya başlamıştır.
- 2019 yılında Mercan Kimya, Rowax Global SRL hisselerini Sinan SALGAR'dan satın almıştır.
- 2020 yılında Mercan Kimya esas sözleşmesine Biyosidal ürünlerinin üretilmesi ile ilgili faaliyet konusu eklenmiştir. Biyosidal ürünler, gözle görülemeyecek nitelikte olan virüs, bakteri, mantar, alg, maya gibi mikroorganizmaların olumsuz etkilerini ortadan kaldırmak, yok etmek amacıyla kullanılan biyolojik etkileri olan kimyasallardır.
- 2020 yılında Biyosidal ürünler için Mercan Kimya'ya ait fabrika alanında ayrı bir tesis kurulmuş olup, Yatırım Teşvik Belgesi almaya hak kazanılmıştır. Fiili üretime geçebilmek için Sağlık Bakanlığı'na gerekli başvurular yapılmış olup, ruhsat izni onay aşamasındadır.

6.1.3 Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in halka arz öncesinde 45.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesi her biri 1 TL nominal değerde 45.000.000 adet (A) grubu nama ve 33.000.000 adet (B) grubu hamiline paylara ayrılmıştır. Şirket sermayesindeki (A) ve (B) grubu payların ortaklar arasında dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Ortaklar	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 Tutarı		-	-	20.000.000	30,77
Toplam		45.000.000	100,00	65.000.000	100,00

Kaynak: İzahname

Şirket esas sözleşmesinin 7'nci maddesi uyarınca Yönetim Kurulu'nun beş üyeden oluşması durumunda iki üye, altı veya yedi üyeden oluşması durumunda üç üye, sekiz veya dokuz üyeden oluşması durumunda ise dört üye, (A) Grubu pay sahipleri tarafından belirlenecek adaylar arasından Genel Kurul tarafından seçilir. (A) Grubu pay sahipleri tarafından aday gösterilecek üyelerin tamamı bağımsız üyeler dışındaki üyelerden oluşur.

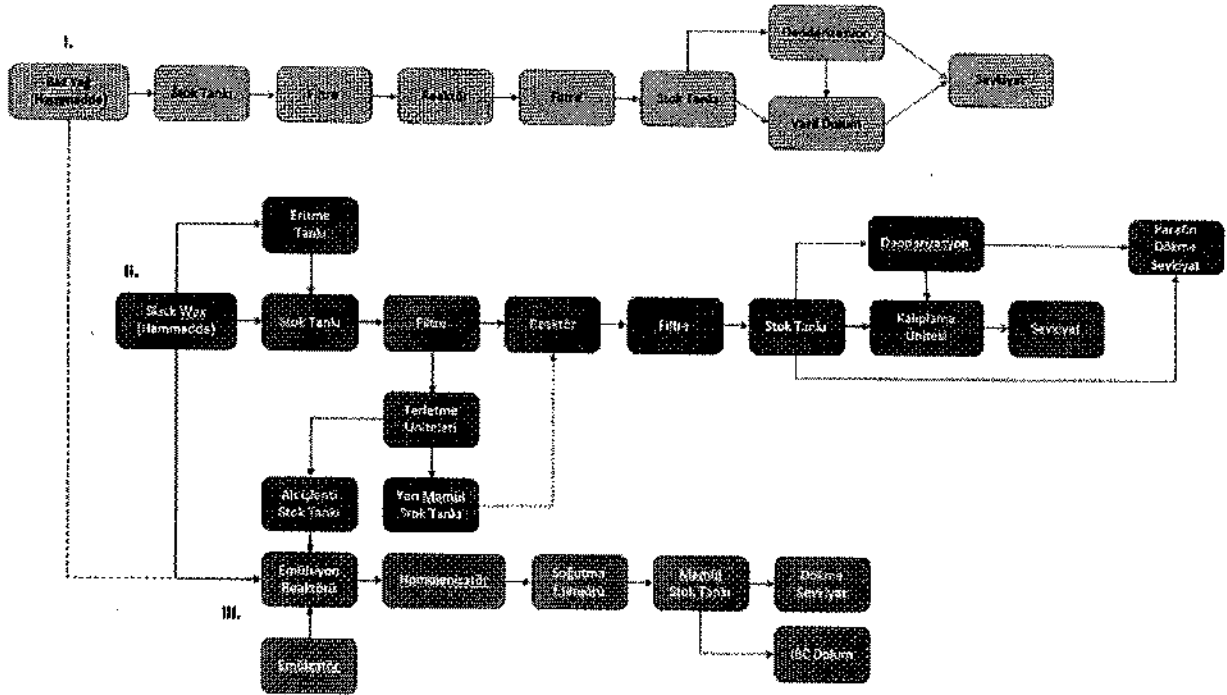
Bunun yanı sıra, Şirket esas sözleşmesinin 11'inci maddesi uyarınca, Şirket'in olağan ve olağanüstü genel kurul toplantılarında (A) Grubu her bir payın beş oy hakkı, (B) Grubu her bir payın ise bir oy hakkı vardır. Şirket esas sözleşmesinde (B) grubu paylara tanınmış herhangi bir imtiyaz bulunmamaktadır.

6.2 FAALİYET KONUSU

6.2.1 Üretim Sürecine ve Şirket'in Faaliyet Modeline İlişkin Bilgi:

Parafin, petrolün bir alt tabaka (yan) ürünüdür. Petrol rafinelerinden işlenmemiş sıvı bir şekilde alınan Parafin wax, ince madeni yağı damıtma işlemi sırasında yan ürün olarak elde edilen organik bir maddedir. Parafin Wax üretimi rafine petrol üretiminin alt ürünlerinden olan Grup I Baz Yağlarından sağlanmaktadır.

Şirket'in üretim sürecine ilişkin şema aşağıdaki gibidir:



İş akış şemasında I. numara olarak belirtilen üretim hattı, Likit Parafin ürünlerine aittir. Likit parafin üretim hattında, hammadde olarak yurtiçi ve yurtdışı temin edilen baz yağlar kullanılmaktadır. Baz yağlar hammadde stok tanklarının özelliklerine göre depolanır. Sonra özel filtrelerden geçirilerek reaktöre alınır. Reaktörde içeriğinde bulunması gereken bir takım katkı malzemeleri ilave edilir ve ağartma prosesine tabi tutulur. Reaktör çıkışında

tekrar filtre edilerek stok tankına alınır. Bu tanktan müşteri talebine göre veya kullanım yerine göre direkt doluma gönderilir veya içeriğindeki aromatik safsızlıkları uzaklaştırmak için açık buhar distilasyonu uygulanmak üzere deoderizasyon sistemine alınır. Bu proses tamamlandıktan sonra likit parafin varil dolum ünitesine veya dökme dolum ünitesine gönderilerek sevkiyata hazır hale getirilir.

İş akış şemasında II. numaralı olarak belirtilen üretim hattı parafin ve vazelin üretim iş akışını göstermektedir. Parafin üretim hattında hammadde olarak yurtiçi ve yurtdışından temin edilen Slack Wax'lar kullanılır. Slack Wax'lar katı olarak geldiyse eritildikten sonra, sıvı ve sıcak olarak geldiyse direkt stok tankına alınır. Üretilen parafinin özelliğine göre hammadde Terletme Ünitesine veya direkt reaktöre alınarak işleme tabi tutulur. Terletme prosesinde, hammadde terletme sistemine girer ve tamamen dondurulur. Sonrasında kademeli olarak ısıtılarak hammadde termal olarak fraksiyonlarına ayrılır. Her bir fraksiyon, alt işlenmiş Üretimde Terletme prosesinden ortaya çıkan ve tekrar üretime dahil edilen yan ürün) stok tanklarında emülsiyon üretiminde kullanılmak üzere yarı mamul olarak depolanır. Terletme sistemindeki fraksiyon ise parafin üretiminde yarı mamul olarak kullanılmak üzere yarı mamul stok tankında depolanır. Hammadde ve/veya terletmeden çıkan son fraksiyon yarı mamül, reaktöre alınır ve parafin üretiminde kullanılan çeşitli katkıları ilave edilir. Reaktördeki karışıma ağartma prosesi uygulanır. Reaktör sonrasında, bu karışım filtre edilerek stok tankına alınır. Burada müşterinin talebi doğrultusunda direkt kalıplama ünitesine gönderilir ve kalıplanarak müşteriye sevke hazır hale getirilir veya içeriğindeki aromatik safsızlıkları uzaklaştırmak için açık buhar distilasyonu uygulanmak üzere deoderizasyon sistemine alınır. Bu proses sonrasında kalıplama tesisine gönderilir veya dökme sevk olmak üzere pompa ile araca sıvı sıcak olarak basılır. Parafin üretimi tamamlanır.

İş Akış şemasında III. numaralı olarak belirtilen üretim hattı Emülsiyon üretim iş akışını göstermektedir. Emülsiyon reaktörü içerisinde, üretilen emülsiyon türüne göre Baz Yağ veya Slack Wax/Yarı Mamul Wax hammaddeleri alınır. Sıcaklık altında içerisine emülgatör ve su ilave edilerek reaksiyon gerçekleşir. Reaksiyondan sonra ürün homojenizatör'e gönderilerek yüksek basınç altında homojenize edilir ve soğutma eşanjöründen geçirilerek mamül stok tanklarına alınır. Müşteri talebine göre pompa vasıtasıyla tankere veya IBC ye basılarak müşteriye sevk edilir.

Parafin wax, ortalama zincir uzunluğu 20-30 karbon atomundan oluşan hidrokarbonların kompleks bir karışımıdır. Bileşiminde %80-%90 oranında düz zincirli hidrokarbonlar olan normal parafinler bulunur. Geri kalan kısmı ise dallanmış ve halka yapılı parafinler oluşturur. Parafin wax renksizdir, su geçirmeyen bir yapıda olup tepkime vermez ve toksik etki taşımaz. Parafin Wax lar üstün su ve nem iticilik özelliği nedeniyle çeşitli sanayi dallarında yoğun şekilde kullanılmaktadır. Özellikle kağıt, mukavva, MDF, sunta, gıda ambalajı, mum, ayakkabı cilası, kozmetik, pastel boya gibi birçok sanayi dalında kullanılır. Bu sektörlerde gelişmeler arttıkça Türkiye'de parafin wax ve türevlerinin tüketiminin de artması beklenmektedir.

6.2.2 Üretim Kapasitesi / Ana Ürün Hizmet Alanları

Şirket, mum, kibrit, kağıt, tekstil, pil, laminasyon, barut, kalem, boya kalemi, polisaj, emaye, kablo, kromaj, hassas döküm, deri, trikotaj, elektronik devre lehimciliği, sunta, yumurta viyolu, beton kalıpcılık, beton katkı malzemeleri bunların dışında muhtelif birçok sanayide kullanılan teknik özelliklerine göre iç ve dış pazarlara yönelik parafin, parafin emülsiyonu, parafinik yağlar ve vazelin üretmektedir. Şirket, hasılatının %39'unu 51 ülkeye ihraç etmektedir.



Şirketin ana ürün grupları parafin, parafin emülsiyonları ve vazelininden oluşmaktadır. Parafinler, 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.

Şirketin mevcut üretim tesisinin 2018, 2019 ve 2020 yıllarındaki üretim kapasitesi ve kapasite kullanım oranları (KKO) aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Şirket'in üretim kapasitesi 2018, 2019 ve 2020 yıllarında sırasıyla 83.535 ton/yıl, 83.535 ton/yıl ve 88.127 ton/yıl'dır. Kapasite kullanım oranları ise sırasıyla %34, %33, %38'dir.

Şirket, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı ile Ticaret Bakanlığının istediği koşullarda üretim yapmakta olup Kapasite Raporu koşullarında üretim yaptığı Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği tarafından belgelendirilmektedir. Şirket üretim faaliyetlerini Türk Standartlarına Uygunluk Belgesi ve EPDK Madeni Yağ Lisansı çerçevesinde yürütmektedir. Şirket, ISO 9001:2008 ve ISO 9001:2015 şartlarına uygun Kalite Yönetim Sistemi Belgesi'ne sahiptir.

Tablo 5

Gerçekleşen Üretim Sonuçları

Ürünler	Kapasite (ton)	2018			2019			2020		
		Fiili Üretim (ton)	KKO (%)	Kapasite (ton)	Fiili Üretim (ton)	KKO (%)	Kapasite (ton)	Fiili Üretim (ton)	KKO (%)	
Parfinler	32.940	14.803	45	32.940	13.459	41	32.940	16.268	49	
Parfin Kimyasalları	5.050	0	0	5.050	0	0	5.050	0	0	
Emülsiyonlar	30.739	12.642	41	30.739	13.047	42	30.739	16.213	53	
Yağ Emülsiyonları	5.337	684	13	5.337	775	15	5.337	614	12	
Vazelinler	2.134	0	0	2.134	6	0	2.134	4	0	
Deri Kimyasalları	894	0	0	894	0	0	894	0	0	
Yağlama	1.941	0	0	1.941	0	0	1.941	0	0	
Müstehzarları	1.941	0	0	1.941	0	0	1.941	0	0	
Endüstriyel Yağlar	4.500	68	2	4.500	90	2	4.500	95	2	
Biyodisel Ürünler	0	0	0	-	0	0	4.592	0	0	
TOPLAM	83.535	28.198	34	83.535	27.376	33	88.127	33.194	38	

Kaynak: İzahname

Şirket'in satışlarının yaklaşık %60'ını oluşturan Parafinler ve Emülsiyon ürün gruplarının 2020 yılında kapasite kullanım oranı sırasıyla %49 ve %53 olarak gerçekleşmiştir. Diğer ürün gruplarıyla ilgili detaylar yukarıdaki tabloda gösterilmiştir. Yukarıdaki tabloda yıllar itibarıyla Şirket'in üretim kapasitesi ve satış tonajlarındaki/adetlerindeki gelişim görülebilir. Şirket'in söz konusu üretim ve ticaretini gerçekleştirebilmek için sahip olması gereken ve hali hazırda sahip olduğu izin, onay ve ruhsat bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Beşiktaş Sk. Beşiktaş Plaza
No:1 Kat: D. 5-6 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL
Maslak T.C. 386 004 3521 / Tic. Sic. No:270189
www.a1capital.com.tr
Meris No: 03860045210015

Tablo 6 Ruhsat Bilgileri

No	İzin, belge adı	İlgili kamu kuruluşu	Belge no	Belge tarihi
1	İşyeri Açma ve Çalışma Ruhsatı	T.C. Denizli Belediye Başkanlığı	27	06/11/2020
2	Kapasite Raporu	Denizli Sanayi Odası	030439	02/09/2020
3	Madeni Yağ Lisansı	Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu	MYG/2792-2/28344	30/09/2010

Kaynak : İzahname

6.2.3 Büyüme Stratejisi

Mercan Kimya, büyüme hedeflerini yeni ürün portföyü oluşturmak, özellikle orman endüstrisinde kullanılan emülsiyonların Nanoemülsiyon'a dönüşümünü sağlamak ve yeni Ar-Ge ürünleri ortaya çıkartarak sahip olduğu satış ağında satışlarını gerçekleştirmek üzere 3 temel başlık üzerine oturtmayı hedeflemektedir.

Mercan Kimya'nın ana ürün gruplarından parafinlerin fiziksel ve kimyasal olarak gerekli performansı sağlayamadığı alanlarda, söz konusu ürünlerin yerine kullanabilecek malzemeler de şirketin tedarik zincirinde yer almaktadır. Bu malzemeler polimer olarak adlandırılır. Polimerler, endüstride çok geniş kullanım alanlarına sahip olan, kimyasal olarak mineral wax'lara benzeyen kimyasal yapılarıdır. Şirket, polimerlerle ilgili olarak başlangıçta bayilik ve distribütörlük alarak yeni bir ürün portföyü oluşturmayı hedeflemektedir. Mevcut ve yeni pazarlara bu ürünlerin satışını gerçekleştirerek, polimer pazarı ile ilgili bilgi ve tecrübeyi artırmak, uzun vadede ise halihazırda ticari satışı yapılan ürünlerin üretimini gerçekleştirmeyi planlamaktadır. Mercan Kimya, polimer pazarının yanı sıra bitkisel wax ve sentetik wax'ların satışlarını da geliştirmeyi planlamaktadır.

Mercan Kimya, mevcut ürün portföyündeki bir takım ürünlerle, orman endüstrisinin ihtiyacı olan su itici ajanları üretmektedir. Şirketin devam eden AR-GE çalışmaları neticesinde ortaya çıkan nanoemülsiyon ürünü, yapılan deneme testlerine göre orman endüstrisindeki müşterilere daha üst performans ve kalite avantajı sağlayabilecektir. Şirket, söz konusu süreçte nanoemülsiyon ürününü seri olarak üretmek için orta-uzun vadede üretim hattını yenilemeyi planlamaktadır. Böylece Şirket, satış tonajlarını artırmak suretiyle, katma değeri yüksek ürünleri hem yurtiçi hem de yurtdışı pazarlardaki müşterilere sunmayı ve bu alanda büyüme hedeflemektedir.

Mercan Kimya, bünyesinde kurulu olan AR-GE merkezinde elde ettiği bilgi ve tecrübe sayesinde katma değeri yüksek ürünler geliştirmeyi hedeflemektedir. Bu şekilde, Şirket, müşterilerinin ihtiyacı olan daha iyi performans, kalite ve maliyet avantajı sağlayabilen ürünler ile pazardaki konumunu güçlendirmeyi ve ayrıca sektör dışında geliştirilecek AR-GE ürünleriyle sürdürülebilir büyüme performansına ulaşmayı amaçlamaktadır.

6.2.4 Satışlar

6.2.4.1 Satışların Ürün Kategorisi Bazında Alt Kırılımları

Şirket tarafından üretimi ve ticareti yapılan ana ürün gruplarına ilişkin satış bilgileri aşağıda yer almaktadır:



Tablo 7: Şirket'in Satış Hasılatı İçerisinde Ürün Kalemlerinin Payları -

NET SATIŞLAR (TL)	Şirket'in Satış Hasılatı İçerisinde Ürün Kalemlerinin Payları					
	2018		2019		2020	
ÜRÜNLER	TL	%	TL	%	TL	%
PARAFİNLER	74.614.725,57	42,04%	80.085.355,65	37,65%	140.482.228,49	43,08%
- HEAVY PARAFİN	48.451.780,94	27,30%	45.404.847,00	21,35%	62.968.323,41	19,31%
- BEYAZ PARAFİN	13.335.440,57	7,51%	15.125.533,56	7,11%	61.443.161,95	18,84%
- TİCARİ PARAFİN *	12.827.504,06	7,23%	19.554.975,09	9,19%	16.070.743,13	4,93%
EMÜLSİYON	43.730.925,75	24,64%	49.942.613,38	23,48%	59.574.317,95	18,27%
- EMÜLSİYON	43.730.925,75	24,64%	49.942.613,38	23,48%	59.574.317,95	18,27%
VAZELİN	2.837.551,78	1,60%	6.922.389,29	3,25%	7.046.639,51	2,16%
- VAZELİNLER	2.837.551,78	1,60%	6.922.389,29	3,25%	7.046.639,51	2,16%
LİKİT PARAFİN	610.828,05	0,34%	587.358,94	0,28%	455.331,32	0,14%
- LİKİT PARAFİN	610.828,05	0,34%	587.358,94	0,28%	455.331,32	0,14%
DiĞER**	55.702.483,71	0,31%	75.153.618,57	0,35%	118.566.228,05	0,36%
- GENEL KİMYASALLAR	27.135.334,62	15,29%	26.984.698,56	12,69%	40.916.074,89	12,55%
- YÜZEY AKTİFLER	6.334.834,25	3,57%	23.846.679,38	11,21%	31.219.027,87	9,57%
- TRİGER		0,00%	1.979.759,90	0,93%	11.070.521,32	3,39%
- ESANSLAR	3.279.333,47	1,85%	3.713.834,63	1,75%	6.908.804,80	2,12%
- AKTİFLER	4.927.100,60	2,78%	3.897.888,70	1,83%	5.578.415,77	1,71%
- SOLVENTLER	2.828.529,71	1,59%	3.330.179,70	1,57%	4.780.731,79	1,47%
- KORUYUCULAR	2.551.725,33	1,44%	2.903.413,02	1,37%	4.565.936,30	1,40%
- SEDEFLER&BOYALAR	833.236,46	0,47%	1.484.232,26	0,70%	2.275.692,01	0,70%
- UV FİLTRELER	1.256.145,30	0,71%	1.010.143,25	0,47%	1.989.273,83	0,61%
- LOSYON POMPASI		0,00%	43.641,48	0,02%	1.671.148,28	0,51%
- BİTKİSEL EKSTRAK VE YAĞLAR	610.034,00	0,34%	982.833,30	0,46%	1.377.087,28	0,42%
- KONDİSYONERLER	319.564,71	0,18%	1.004.305,94	0,47%	1.212.879,45	0,37%
- BİTÜMLER		0,00%	49.525,72	0,02%	854.211,08	0,26%
- SİLİKONLAR	1.710.669,12	0,96%	717.233,90	0,34%	464.641,81	0,14%
- DERİ KİMYASALLARI	31.949,80	0,02%	298.788,25	0,14%	405.882,76	0,12%
- KİMYASAL MADDELER	1.571.277,40	0,89%	656.430,62	0,31%	308.570,22	0,09%
- TEKSTİL		0,00%	26.744,44	0,01%	143.220,10	0,04%
- DiĞER KİMYASALLAR	627.739,57	0,35%		0,00%		0,00%
- HİZMET SATIŞI***	1.685.009,37	0,95%	2.223.286,42	1,05%	2.824.108,49	0,87%
GENEL TOPLAM	177.496.514,85	100,00%	212.691.335,83	100,00%	326.124.745,31	100,00%

*Ticari Parafin: Şirketin üretmediği direkt ticari mal niteliğinde alıp sattığı ürünlerdir. Başlıca Satış Yapılan

**Şirketin ana faaliyetinin dışındaki ürünlerin satışlarını ifade etmektedir.

***Hizmet Satışı: Şirket bünyesinde bulunan 2 adet GES'e ait (Güneş Enerjisi Santrali) elektrik satış gelirleridir.

Sektörler ve Müşteri Sayıları

Şirket ürünlerini farklı sektöre satmaktadır. Şirket'in en fazla satış yaptığı ilk dört sektör Orman, Mum, Kimya İmalat, Deterjan ve Kozmetik olup bu sektörlerin toplam satışlar içindeki payı %84,47'dir. Şirket'in satış yaptığı sektörler ve payları aşağıdaki tabloda paylaşılmıştır.

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Mecidiyeköy Sk. Beybiç Çiftliği
No: 2/2 Kat: 5 Maslak Sarıyer / İSTANBUL
Maslak Yö: 788 004 3521 / Sic. No: 270189
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 038800337100015

Sıra	Sektör	2020	2019	2018
1	ORMAN ENDÜSTRİSİ	38,85	36,81	39,21
2	MUM SEKTÖRÜ	23,69	22,45	24,74
3	KİMYA İMALAT SEKTÖRÜ	12,44	11,78	9,58
4	DETERJAN VE KOZMETİK SEKTÖRÜ	9,49	10,23	8,25

2018 yılında Şirket ve bağlı ortaklıklarının toplam müşteri sayısı 1360 iken 2020 sonu itibarıyla bu sayı 1696'ya ulaşmıştır. Şirket 2018 yılından bu yana müşteri sayısını istikrarlı bir şekilde artırmıştır. Yıllar İtibariyle Müşteri Sayıları aşağıdaki gibidir.

	Müşteri Sayısı		
	2018	2019	2020
Müşteri Sayıları	1.360	1.501	1.696

Kaynak : Şirket

6.2.4.2 Yurtiçi Satış ve İhracat

Küresel pazarlardaki etkinliğini arttırmak amacıyla 2015 yılında Romanya'da Rowax Global SRL firması faaliyete geçmiş ve yıllık 40 bin ton kapasitesi ile parafin ve parafin emülsiyonu üretimine başlamıştır. Buna ek olarak Dermokim Kimya San. ve Tic. Ltd. Şti firması ile de Mercan Kimya ihracat gerçekleştirmektedir. 2017 yılında Gos Deri Kimya A.Ş ve Teknoder Kimya A.Ş.'nin birleşme işlemi ve 2018 yılında Gos Deri Kimya A.Ş. ve Dermokim Kimya LTD. ŞTİ birleşme işlemi gerçekleştiren ve 2019 yılında Turquality Marka Teşviğinden yararlanmaya başlayan Şirket, 2020 yılında Biyosidal ürünlerin üretimi için mevcut fabrika alanında ayrı bir tesis kurmuş ve Yatırım Teşviğinden yararlanmaya başlamıştır. Fiili üretime geçebilmek için Sağlık Bakanlığı'na gerekli başvurular yapılmış olup, ruhsat izni onay aşamasındadır.

Şirket, mum, kibrit, kağıt, tekstil, pil, laminasyon, barut, kalem, boya kalemi, polisaj, emaye, kablo, kromaj, hassas döküm, deri, trikotaj, elektronik devre lehimciliği, sunta, yumurta viyolu, beton kalıpcılık, beton katkı malzemeleri bunların dışında muhtelif birçok sanayide kullanılan teknik özelliklerine göre iç ve dış pazarlara yönelik parafin, parafin emülsiyonu, parafinik yağlar ve vazelin üretmektedir. Şirket, 2020 yılı hasılatının %39'unu 51 ülkeye ihraç etmektedir.

6.2.4.3 Satışların faaliyet alanına göre dağılımı:

İhracatın 2018, 2019 ve 2020 yılları için konsolide cirodaki payı sırasıyla %15,74, %26,23 ve %39,28'dir. 2020 yılında İhracatın en fazla gerçekleştiği ilk üç ülke sırasıyla; %26,11 ile Kolombiya, %25,33 ile Brezilya ve %7,31 ile Romanya'dır. 31 Aralık 2020 itibarıyla ihracattaki ilk 10 ülkenin toplam ihracat içindeki payı %83,36 seviyesindedir.

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
Genel Toplam	41.413	48.039	66.899

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları

6.2.4.4 Satışların pazarın coğrafi yapısına göre dağılımı:

Tablo 11

İhracat mn TL	2018			2019			2020		
	Tutar	İhracat Payı (%)	Ciro Payı (%)	Tutar	İhracat Payı (%)	Ciro Payı (%)	Tutar	İhracat Payı (%)	Ciro Payı (%)
Cezayir	-	-	-	1.687.244	3,02%	0,79%	6.063.152	4,73%	1,86%
Bangladeş	5.026.207	17,98%	2,83%	6.242.478	11,19%	2,93%	5.801.106	4,53%	1,78%
Brezilya	1.054.059	3,77%	0,59%	1.972	0,00%	0,00%	32.451.340	25,33%	9,95%
Kolombiya	3.580.767	12,81%	2,02%	4.054.658	7,27%	1,91%	33.448.203	26,11%	10,26%
Yunanistan	1.011.585	3,62%	0,57%	2.304.290	4,13%	1,08%	3.633.992	2,84%	1,11%
Meksika	1.869.363	6,69%	1,05%	3.274.484	5,87%	1,54%	3.128.221	2,44%	0,96%
Romanya	6.025.159	21,55%	3,39%	11.033.502	19,78%	5,19%	9.362.551	7,31%	2,87%
Amerika	2.588.960	9,26%	1,46%	7.303.157	13,09%	3,43%	4.967.862	3,88%	1,52%
Özbekistan	46.898	0,17%	0,03%	1.263.573	2,27%	0,59%	4.711.494	3,68%	1,44%
Yemen	676.117	2,42%	0,38%	3.455.389	6,19%	1,62%	3.227.045	2,52%	0,99%
Diğer	6.074.769	21,73%	3,42%	15.164.314	27,18%	7,13%	21.322.366	16,64%	6,54%
İhracat	27.953.883	100%	15,75%	55.785.061	100%	26,23%	128.117.332	100%	39,28%
Yurtiçi	149.542.632		84,25%	156.906.274		73,77%	198.007.413		60,72%
Toplam Satış	177.496.515	100%	100%	212.691.335	100%	100%	326.124.745	100%	100%

6.2.4.5. Inovasyon/AR-GE Çalışmaları

Şirket'in AR-GE Merkezi Teşviklerinden yararlandığı 2020 yılı içinde tamamladığı ve aktifleştirmiş olduğu AR-GE Projelerinin detayları aşağıda yer almaktadır:

Proje Kodu	Proje Adı	Proje Tutarı (TL)
PRJ 19-001	Döküm Parafini Geliştirmesi	677.601,26
PRJ 19-002	Yüksek Konsantrasyonlu Su İtici Emülsiyonun Raf Ömrünün Uzatılması	334.555,48

PRJ 19-003	Nano Emülsiyonun Geliştirilmesi	374.539,20
PRJ 20-003	Dokuma Parafini Geliştirilmesi	104.629,84
PRJ 20-006	Biyosidal Ürün Geliştirilmesi	144.589,71
PRJ 20-007	Deri Yüzeyinde Karartma Efektini Veren Wax Geliştirilmesi	66.576,58
PRJ 20-002	Parafin Emülgatörü Üretimi	412.633,32
PRJ 20-004	Tuvalet Contası Parafini Geliştirilmesi	321.202,16
Toplam		3.057.711,44

Kaynak : İzahname

Şirket'in araştırma ve geliştirme süreci devam eden projelerine ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 13		Devam Eden Projeler		
Ürün Kodu	Ürün Tanımı	Proje Durumu		
PRJ20-008	Eldiven sektörü için Emülsiyon Geliştirilmesi			%33
PRJ20-009	Deri yüzey parlatma malzemesi Geliştirilmesi			%67
PRJ20-010	Deri sektörü için parafin emülsiyonu Geliştirilmesi			%67

Kaynak : İzahname

6.2.4.5 Hammadde Tedariği

Şirket'in hammadde kırılımındaki ilk üç girdi Heavy Slack Wax, Light Slack Wax ve Emülgatör olup bunların hammadde içindeki payları sırasıyla %69,30, %12,2 ve %11,90'dir. Heavy Slack Wax, Light Slack Wax ve Emülgatör gibi hammaddelerin maliyetlerinin önemli kısmının döviz cinsinden olmasının da etkisiyle, hammadde maliyetlerinin neredeyse tamamı yabancı para bazındadır. Şirket üretimde kullandığı hammaddeyi döviz bazında Tüpraş ve yurtdışından tedarik etmektedir. Şirket hammadde tedarikini ve ürün teslimatını taşımacılık şirketleri üzerinden yapmaktadır.

Şirket, hammadde tedarikini yurtiçi alımlarda günlük olarak, ithalat alımlarında 10 – 30 gün arasında gerçekleştirmektedir. Yurt dışı alımların büyük kısmı Asya – Pasifik bölgesinde yapılmakta olup bu bölge ülkelerinden yapılan alımlar vesaik mukabili/ 7-14 gün vadelerdedir.

Tablo 14: Tedarikçi Bazında Toplam Hammadde Tedariğinden (tonaj olarak) Alınan Paylar (%)			
Tedarikçi	2018	2019	2020
Tedarikçi-1	%0	%11	%23
Tedarikçi-2	%0	%0	%7



Tedarikçi-3	%36	%22	%7
Tedarikçi-4	%0	%0	%6
Tedarikçi-5	%16	%6	%4
Tedarikçi-Diğer (*)	%48	%61	%53
Toplam	%100	%100	%100

Kaynak: İzahname

6.2.4.6 Covid 19 Etkisi

Küresel ölçekli yaşanabilecek olası salgın hastalıklar, deprem, sel gibi doğal afetler ticari ve üretim faaliyetlerinin aksamasına neden olabilir. Covid-19 salgını nedeniyle başlayan küresel ekonomik daralmanın etkilerinin ne kadar devam edeceği, yerel ve global ölçekte alınan önlemlere rağmen, belirsizliğini korumaktadır. Türkiye gelişmekte olan bir ekonomi olarak salgından ve salgının tetiklediği küresel ekonomik krizden etkilenmiştir. Eğer benzer küresel ekonomik zorluklar devam ederse Türkiye ekonomisi ve dolayısıyla sektör olumsuz olarak etkilenebilir. İşbu Rapor tarihi itibarıyla Covid-19 salgını devam etmekte olup, salgına karşı aşuların ne oranda etkili olacağı belirsizdir.

7. SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ

Şirketin faaliyet gösterdiği parafin, emülsiyon, vazelin, likit parafin imalatı genel itibarıyla ham petrolün rafinerasyonundan yan ürün olarak elde edildiğinden, dünyadaki rafine petrol ürünleri arz koşulları Şirket'in faaliyetleri açısından önem arz etmektedir. Dünyadaki rafine petrol ürünlerinin arzının yarısından fazlası Asya Pasifik, Ortadoğu ve Kuzey Amerika bölgelerinden sağlanmaktadır.² İşbu Raporun "Üretim Sürecine ve Şirket'in Faaliyet Modeline İlişkin Bilgi" bölümünde anlatıldığı üzere kompleks prosesler sonrasında ham petrolün rafinerasyonundan elde edilen Grup 1 Baz Yağları parafin wax üretiminin ana hammaddesini oluşturmaktadır. Halihazırda uygulanmakta olan uluslararası çevre politikalarından dolayı, Grup 1 baz yağlarına olan küresel talepte düşüş gözlenmektedir. 2015 yılında küresel ölçekte (Parafinik) Grup 1 baz yağ talebi toplam baz talebinin %54'ünü oluştururken, Exxon Mobile Basestock 2018 Industry Pulse raporuna göre 2020 yılında toplam içindeki payının %44 seviyesine düşmesi beklenmektedir.³ Aynı rapora göre, 2030 yılında ise bu oranın %39'a gerileyeceği tahmin edilmektedir. Raporda, Grup I baz yağ üretiminde azalma beklentisindeki gerekçeler arasında diğer baz yağların regülasyonlara daha uygun olması, temiz ve çevreci olması, daha fazla verimlilik sağlaması gösterilmektedir.

Ultraviyole (UV) direnci, topaklanma önleyici özellikler, mükemmel yalıtım ve mikroorganizmalara, neme ve kokuya karşı direnç gibi avantajları nedeniyle yüksek wax tüketiminin, tahmin dönemi boyunca pazar büyümesini artırması beklenmektedir. Polimer işleme, ilaç, gıda ve kişisel bakım endüstrilerinin büyümesi, aynı zamanda dünya çapında wax talebini de artırmaktadır⁴. Sentetik wax talebinin, pazar büyümesini desteklemesi muhtemeldir. Sentetik

² Kaynak: <https://enerji.mmo.org.tr/wp-content/uploads/2020/06/2019-TPAO-SEKT%C3%96R-RAPORU.pdf>

³ Kaynak: <https://www.exxonmobil.com/en/basestocks/news-insights-and-resources/industry-insights/2018-industry-pulse-report>

⁴ Kaynak: <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/wax-market>

numun iki ana alt bölümü, tamamen sentetik ve kısmen sentetiktir. Bu ürünler kozmetik ve kişisel bakım endüstrilerinde saç bakımı, cilt bakımı, makyaj ve diğer ilgili ürünlerin hazırlanmasında yaygın olarak kullanılmaktadır. Ayrıca sıcakta eriyen yapıştırıcılarda, baskı mürekkebi formülasyonlarında ve kaplama çözümlerinde vb. kullanılırlar⁵. Ayrıca, aynı kaynağa göre, yapıştırıcı, tarım ve tekstil uygulama sektörlerinden gelen ürün talebinin pazardaki gelişmelere yardımcı olması beklenmektedir. Bununla birlikte, hammaddeler, düşen fiyatlar ile birlikte sıkı bir tedarik durumuyla karşı karşıya kalabilir. Bu, önümüzdeki yıllarda toplu olarak kısıtlayıcı bir faktör olarak hareket edecektir.

7.1 KÜRESEL SEKTÖR GÖRÜNÜMÜ

Kimya sanayi; önümüzdeki yıllarda küresel üretim ve ticarete etkin olacak sektörlerden otomotiv, bilgi ve iletişim teknolojileri, makine, yatırım ve tüketim malları sektörlerinin tamamına girdi sağlamaktadır. Dünyada kimya sektöründe bilimsel gelişmeler nanoteknoloji, biyokimya, katalizör, genetik, organik kimya ve polimer kimyası alanlarında gözlenmektedir. Şirket'in ana üretim alanı olan parafin ve parafin emülsiyonları çok düşük molekül ağırlıklı polimer kimyasında yer almakta olup, günlük yaşamda oldukça yaygın kullanılan pek çok malzemenin imalatında yer almaktadır. Şirket'in ana ürünleri olan parafin, parafin emülsiyonu, parafinik yağlar ve vazelin GTİP Gümrük Tarife Cetveli'nde 2712 kodu yer almakta olup, 27 GTİP'li mineral yakıtlar/yağlar ürün kategorisinin alt segmentini oluşturmaktadır. T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'nın yayınladığı 2020 Kimya Sektörü Raporu'na göre, 2019 yılı itibarıyla küresel çapta kimya sektörü ihracatının en büyük payını %42,6 ile 27 GTİP'li mineral yakıtlar ve yağlar oluştururken, bu sektörü %14,5 ile ilaç sektörü ve %14,3 ile plastik sektörleri izlemektedir.

Tablo 15 **Dünyada Kimyasal Ürün İhracatı**

GTİP	Dünyada Kimyasal Ürün İhracatı (Ürün Bazında; Bin ABD Doları)	2018	2019	2018/2019 Değişim (%)	2019 Pay (%)
27	Mineral Yakıtlar/Yağlar	2.088.466.972	1.869.911.591	-10,5	42,6
2710	Beyaz Yağlar, Sıvı Parafin, Likit Parafin	781.504.271	707.229.553	-9,5	16,1
2712	Vazelin, Parafin, Emülsiyon,	3.209.112	2.901.580	-9,6	0,1
28	İnorganik Kimyasal	133.290.842	124.788.958	-6,4	2,8
29	Organik Kimyasallar	447.448.935	418.413.113	-6,5	9,5
30	Eczacılık Ürünleri	601.914.100	635.553.387	5,6	14,5
31	Gübreler	59.076.285	58.388.497	-1,2	1,3
32	Boya, Macun, Vernik	86.107.586	82.013.045	-4,8	1,9
33	Parfümeri, Kozmetik	146.995.301	148.037.905	0,7	3,4
34	Sabunlar	63.665.104	62.180.778	-2,3	1,4
35	Albüminoid Madde	30.299.831	30.736.636	1,4	0,7
36	Barut, Patlayıcı Madde	4.640.085	4.512.421	-2,8	0,1
37	Fotoğrafçılık, Sinemacılık Eşyası	15.585.209	15.313.081	-1,7	0,3
38	Muhtelif Kimyasallar	212.318.844	209.217.490	-1,5	4,8
39	Plastik Ve Plastikten Mamul Eşya	657.646.607	627.033.241	-4,7	14,3
40	Kauçuk Ve Kauçuktan Eşya	106.827.902	100.994.228	-5,5	2,3
	Toplam	4.654.283.603	4.387.094.371	-5,7	100,0

⁴ Kaynak: <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/wax-market>

Kaynak: International Trade Center (ITC)-Trademap

Tablo 16 **Dünyada Kimyasal Ürün İhracatı**

Sıra	Ülke Bazında; Bin ABD Doları	2018	2019	2018/19 Değişim (%)	2019 Pay (%)
1.	ABD	426.145.721	436.832.933	2,5	9,9
2.	Almanya	307.807.851	294.603.391	-4,3	6,7
3.	Çin	264.725.215	264.245.038	-0,2	6,0
4.	Rusya	243.023.895	226.785.926	-6,7	5,1
5.	Hollanda	210.627.018	213.020.011	1,1	4,8
6.	Belçika	194.775.021	181.129.762	-7,0	4,1
7.	Kanada	134.297.761	133.326.268	-0,7	3,0
8.	Fransa	132.562.320	129.383.334	-2,4	2,9
9.	Güney Kore	138.167.628	125.005.970	-9,5	2,8
10.	İsviçre	111.524.922	119.933.232	7,5	2,7
11.	BAE	106.504.704	117.089.636	9,9	2,7
12.	Birleşik Krallık	123.129.806	114.660.155	-6,9	2,6
13.	İrlanda	103.716.975	106.402.632	2,6	2,4
14.	Japonya	105.623.389	105.482.033	-0,1	2,4
15.	Singapur	115.544.552	104.891.188	-9,2	2,4
	Liste Toplamı	2.718.176.778	2.672.791.509	-1,7	60,9
41.	Türkiye	18.685.803	21.836.369	16,9	0,5

Kaynak: International Trade Center (ITC)-Trademap

Küresel ölçekte, 2712 GTİP'li Vazelin, Parafin, Parafin Emülsiyon, ve Wax ihracatı ana ürün segmenti olan 27 GTİP'li Mineral Yakıt ve Yağların 2019 sonu itibarıyla %0,16'sını oluştururken, toplam kimyasal ürün ihracatının %0,07'sine denk gelmektedir. Dünyada küresel ürün ihracatı aşağıdaki tabloda verilmiştir. Buna göre, ABD, Almanya, Çin, Rusya ve Hollanda'nın ilk beş sırada yer aldığı 15 ülke dünya kimyasal ürün ihracatının %60,9'unu gerçekleştirirken, Türkiye'nin toplam kimyasal ürün ihracatı 21.8 milyar ABD doları ile 2019 sonu itibarıyla dünya kimyasal ürün ihracatında 41. sırada yer alarak %0,5'lik bir pay alabilmiştir.

2712 GTİP'li Vazelin, Parafin, Parafin Emülsiyon, ve Wax ihracatına ilişkin ülke sıralaması aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Buna göre 2712 GTİP'li kimyasal ürün grubunda en büyük 10 üretici, bu ürün grubundaki küresel ihracatın %70'ini oluşturmaktadır. Yoğunlaşmanın yüksek olduğu bahse konu ürün grubunda Türkiye 2019 yılında 16,7 milyon ABD dolarlık ihracatla dünyada 26. Sırada yer bulurken, toplam küresel ihracat içinde %0,6'lık bir pay alabilmiştir. Özetle, toplam kimya sektörünün dünya içindeki pozisyonu ile kıyaslandığında (41. Sıra ve %0,5'lik pay), Vazelin, Parafin, Parafin Emülsiyon, ve Wax ihracatında Türkiye'nin nispeten daha iyi pozisyonda yer aldığı gözlenmektedir.

Tablo 17 **Dünya 2712 GTİP İhracatı**

Sıra	Vazelin, Parafin, Parafin Emülsiyon, Wax İhracatı (ABD Doları)	2018	2019	2018/19 Değişim (%)	2019 Pay (%)
1.	Çin	548.740.425	542.767.694	-1,1	18,7
2.	Almanya	370.255.797	330.919.683	-10,6	11,4

3.	ABD	339.627.342	306.400.422	-9,8	10,6
4.	Güney Afrika	203.899.834	175.275.710	-14,0	6,0
5.	Malezya	198.914.906	140.238.913	-29,5	4,8
6.	Hollanda	159.622.736	151.985.463	-4,8	5,2
7.	Rusya	114.430.108	114.824.813	0,3	4,0
8.	Kanada	113.979.042	113.468.096	-0,4	3,9
9.	İtalya	94.412.519	77.911.853	-17,5	2,7
10.	Hindistan	87.992.116	76.343.088	-13,2	2,6
Liste Toplamı		2.231.874.825	2.030.135.735	-9,0	70,0
26.	Türkiye	16.275.917	16.744.194	2,9	0,6

Kaynak: International Trade Center (ITC)-Trademap

Bahse konu ürün grubunun ithalatına ilişkin ülke sıralaması aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Buna göre 2712 GTİP’li kimyasal ürün grubunda en büyük 10 ithalatçı ülke, bu ürün grubundaki küresel ithalatın %70’ini oluşturmaktadır. Türkiye 2019 yılında 42,7 milyon ABD dolarlık ithalatla dünyada 17. sırada yer bulurken, 2712 GTİP’li Vazelin, Parafin, Parafin Emülsiyon, Wax ithalatı içinde %1,3 oranında bir pay alabilmiştir.

Tablo 18		Dünya 2712 GTİP İthalatı			
Sıra	Vazelin, Parafin, Parafin Emülsiyon, Wax İthalatı (ABD Doları)	2018	2019	2018/19 Değişim (%)	2019 Pay (%)
1.	Amerika	512.410.846	478.169.483	-6,7	14,8
2.	Almanya	362.077.385	325.818.784	-10,0	10,1
3.	Polonya	244.103.953	217.591.686	-10,9	6,7
4.	Meksika	208.873.303	204.081.847	-2,3	6,3
5.	Kanada	187.480.199	171.237.583	-8,7	5,3
6.	Çin	138.106.634	132.059.576	-4,4	4,1
7.	Hollanda	147.856.002	126.003.375	-14,8	3,9
8.	Hindistan	121.723.160	115.594.279	-5,0	3,6
9.	Japonya	98.509.558	97.145.401	-1,4	3,0
10.	Fransa	118.765.123	95.342.037	-19,7	2,9
Liste Toplamı		2.139.906.163	1.963.044.051	-8,3	60,6
17.	Türkiye	44.225.961	42.663.607	-3,5	1,3
Toplam		3.530.288.509	3.240.476.904	-8,2	100,0

Kaynak: International Trade Center (ITC)-Trademap

7.2 YURTİÇİ PAZAR GÖRÜNÜMÜ

2712 GTİP’li Vazelin, Parafin, Parafin Emülsiyon, ve Wax ihracatı ana ürün segmenti olan 27 GTİP’li Mineral Yakıt ve Yağların 2019 sonu itibarıyla %0,24’ünü oluştururken, toplam kimyasal ürün ihracatının %0,08’ine denk gelmektedir.

Tablo 19

Türkiye'nin Kimyasal Ürün İhracatı

GTİP	Ürün Bazında; Bin ABD Doları	2018	2019	2018/19 Değişim (%)	2019 Pay (%)
27	Mineral Yakıtlar/Yağlar	4.017.612	6.885.147	71,4	31,5
2712	<i>Vazelin, Parafin, Parafin Emülsiyon</i>	<i>16.276</i>	<i>16.744</i>	<i>2,9</i>	<i>0,1</i>
28	İnorganik Kimyasal	1.847.525	1.822.636	-1,3	8,3
29	Organik Kimyasallar	632.111	584.064	-7,6	2,7
30	Eczacılık Ürünleri	1.172.518	1.303.990	11,2	6,0
31	Gübreler	251.400	135.697	-46,0	0,6
32	Boya, Macun, Vernik	792.323	843.942	6,5	3,9
33	Parfümeri, Kozmetik	782.920	829.406	5,9	3,8
34	Sabunlar	803.846	829.595	3,2	3,8
35	Albüminoid Madde	191.862	217.120	13,2	1,0
36	Barut, Patlayıcı Madde	18.570	21.065	13,4	0,1
37	Fotoğrafçılık, Sinemacılık Eşyası	11.510	13.414	16,5	0,1
38	Muhtelif Kimyasallar	685.960	750.443	9,4	3,4
39	Plastik Ve Plastikten Mamul Eşya	6.042.982	6.287.017	4,0	28,8
40	Kauçuk Ve Kauçuktan Eşya	1.434.664	1.312.833	-8,5	6,0
	Toplam	18.685.803	21.836.369	16,9	100,0

Kaynak: T.C. Ticaret Bakanlığı

2712 GTİP'li Vazelin, Parafin, Parafin Emülsiyon ve Wax ithalatı ana ürün segmenti olan 27 GTİP'li Mineral Yakıt ve Yağların 2019 sonu itibarıyla %0.40'ını oluştururken, toplam kimyasal ürün ithalatının %0,10'una denk gelmektedir.

Tablo 20

Türkiye'nin Kimyasal Ürün İthalatı

GTİP	Ürün Bazında; Bin ABD Doları	2018	2019	2018/19 Değişim (%)	2019 Pay (%)
27	Mineral Yakıtlar/Yağlar	15.380.453	10.752.383	-30,1	25,2
2712	<i>Vazelin, Parafin, Parafin Emülsiyon</i>	<i>44.226</i>	<i>42.664</i>	<i>-3,5</i>	<i>0,1</i>
28	İnorganik Kimyasal	1.553.759	1.307.262	-15,9	3,1
29	Organik Kimyasallar	5.973.219	5.437.634	-9,0	12,8
30	Eczacılık Ürünleri	4.363.425	4.764.297	9,2	11,2
31	Gübreler	1.214.947	435.463	-64,2	1,0
32	Boya, Macun, Vernik	2.015.691	1.941.889	-3,7	4,6
33	Parfümeri, Kozmetik	1.141.906	1.024.344	-10,3	2,4
34	Sabunlar	901.224	848.931	-5,8	2,0
35	Albüminoid Madde	455.121	442.787	-2,7	1,0
36	Barut, Patlayıcı Madde	57.552	45.947	-20,2	0,1
37	Fotoğrafçılık, Sinemacılık Eşyası	128.083	131.724	2,8	0,3
38	Muhtelif Kimyasallar	2.281.790	2.093.670	-8,2	4,9
39	Plastik Ve Plastikten Mamul Eşya	12.937.362	11.645.432	-10,0	27,3
40	Kauçuk Ve Kauçuktan Eşya	1.897.408	1.743.758	-8,1	4,1
	Toplam	50.301.940	42.615.521	-15,3	100

Kaynak: T.C. Ticaret Bakanlığı

Özetle, Vazelin, Parafin, Parafin Emülsiyon ve Wax imalatı, dış ticaret kapsamında değerlendirildiğinde Türkiye ekonomisi içinde düşük bir paya sahiptir. Türkiye'nin dünyadaki en önemli ahşap panel üreticilerinden biri olması sebebiyle Türkiye'nin parafin ihtiyacında belirleyici sektör orman endüstrisidir. Türkiye'de sunta ve MDF sektöründe, son yıllarda artan yatırımlarla dünya standartlarında ileri teknolojiyle üretim yapan tesislerin kurulmuş ve dünyada söz sahibi bir kapasite ve üretim teknolojisine ulaşmış olması önemli bir rekabet avantajı sağlamaktadır. Öte yandan waxın en çok kullanıldığı segmentlerden olan mum, Türkiye'de küçük bir sektördür. Türkiye, mum sektörü için ithalatçı konumdadır.

7.2.1 Türkiye'de Parafin Wax İmalat Sektörünün Genel Değerlendirmesi :

Tablo 21

GZFT ANALİZİ

GÜÇLÜ YÖNLER

- Parafin yumuşatma özelliğine sahiptir. Cilde uygulandığında nemin korunmasını sağlar. Bu özelliği nedeniyle kozmetik terapi uygulamalarında kullanımı artış göstermektedir.
- Artan nüfus ile kozmetik ve cilt bakım ürünleri kullanımı da artmaktadır. Bu durum, parafin wax ihtiyacını ve pazar büyümesini desteklemektedir.
- Wax'ın gıda ürünlerinde kullanımına izin veren regülasyonların uygulanması destekleyicidir.
- Sentetik ve doğal wax'lara ihtiyaç duyulması sektörü beslemektedir.
- E-ticaret hacminin yükselmesi neticesinde ambalaj sektörünün büyümesi destekleyicidir.
- Plastik geri dönüşümünde wax kullanımı sektörün büyüme ivmesi sağlamaktadır.
- Parafin wax, işletmeler için maliyet açısından daha avantajlıdır ve alternatif wax çeşitleri parafin wax'la rekabet edebilecek şekilde konumlandırılmamıştır.
- Isıyı tutma bakımından efektif olan sıvı parafin ısı terapisi uygulamalarında kullanılmaktadır. Bebek bakım ürünleri, ruj, parfüm, göz ve yüz makyaj ürünlerinin içeriğinde varlık göstermektedir.
- ABD, Türkiye'den ithal edilen parafine vergi uygulamamaktadır.

ZAYIF YÖNLER

- Tüpraş, Türkiye'deki tek hammadde tedarikçisidir ve Tüpraş'ın slack wax ihaleleri, piyasa fiyatında belirleyici rol oynamaktadır.
- Katma değerli kozmetik sektörüne ürün tedarik edebilmek için alınması gereken belgeler için gerekli yatırım maliyeti yüksektir
- Orman endüstrisinde ağırlıklı olarak kullanılan emülsiyon ürün grubunun lojistik maliyetleri yüksektir.
- Birçok mum üreticisi tek tesiste 10 kişiden az çalışanla üretim gerçekleştirmekte ve büyük rafinerilerden doğrudan hammadde temin edememektedir.
- Soya bazlı mum daha sağlıklı olduğu için eskiye göre daha çok tercih edilmekte ve sürdürülebilirliğin öneminin artması beklenmektedir.
- Parafin waxa talep artarken grup 1 baz yağ arzının düşük kalması beklenmektedir. Bu sebeple rafineriler slack wax satışında müşteri nezdinde kuvvetli ve seçici pozisyondadır.
- ABD'ye yapılan sevkiyatlar uzun zaman almakta ve maliyetli olmaktadır

Tablo 22

FIRSATLAR

- Mum ve orman ürünleri sektöründe üretim yapan önemli firmalar bulunmaktadır
- Orman endüstrisinin büyüme göstermesi
- Mum artık aydınlatma aracı olmaktan ziyade, tasarım ürünü olarak görülmektedir. Bu yüzden gelir düzeyinin artması mum pazarında pozitif etkiye sahip olması beklenmektedir.
- E-ticaret ve gelişen diğer sektörlerin oluşturduğu talebi karşılamaya yönelik büyüyen ambalaj sektörü, oluklu karton ve mukavva üretiminin artmasını desteklemektedir.
- Almanya'da son dönemdeki ekonomik gelişmeler inşaat sektörüne de yansımıştır. İnşaat sektöründeki gelişimle birlikte artan talep nedeniyle ahşap bazlı panel endüstrisine yapılacak yatırımlar önümüzdeki yıllarda artmaya devam edecektir. En fazla büyümenin yumuşak levha, elyaf levha ve kontrplak ürünlerinde olacağı öngörülmektedir.
- Almanya'nın parke pazarı tahminlerine bakıldığında önümüzdeki yıllarda büyüme trendinde olduğu görülmektedir. Yapay ahşap parke, masif kategorisi ile karşılaştırıldığında hem pazar olarak daha büyük hem de büyüme oranı daha yüksektir
- Almanya'da ahşap panel ürün grubunda yerli hammaddenin fiyatının dünya fiyat ortalamasından yüksek olması, üreticilerin ithal ürün tercihini arttırmaktadır ve hammadde ithalatı artış göstermektedir.
- Ülkede artmakta olan kağıt ve karton üretiminin sektörü olumlu etkilemesi beklenmektedir.
- Nakliye sorunlarını aşmak için demir yolu ağı

GZFT ANALİZİ

TEHDİTLER

- Ham petrol fiyatlarındaki düzensizlikler
- Petrol bazlı parafin wax talebindeki düşüş
- Dünya kereste fiyatlarındaki oynaklık MDF ve sunta üreticilerinin karlılığını ve dolayısıyla parafin fiyatlarını etkileyebilmektedir.
- Petrol bazlı parafinden üretilen mumların sağlık üzerindeki olumsuz etkilerine yönelik yargılar parafin talebini azaltabilir.
- Kozmetik ve ev bakım sektörüne uygulanan regülasyonlarda artış beklentisi pazara ulaşımı zorlaştıracaktır
- Üreticiler doğal içerikli güzellik ve kişisel bakım ürünleri üretmeye yönelmiştir.
- Çevresel faktörler nedeni ile sentetik ve doğal wax tercihi.
- Sentetik ve doğal waxa olan talep parafin waxa göre daha yüksek artış göstermektedir.
- Yerel ve bölgesel ölçekte faaliyet gösteren birçok oyuncunun rekabetçi fiyat ve farklı ürünler sunması alıcıların pazarlık gücünü yüksek kılmaktadır. Tedarikçi değişiminin maliyeti düşüktür.

ve deniz yolu taşımacılığının geliştirilmesine ilişkin adımlar atılması

Kaynak : T.C. Ticaret Bakanlığı Sektör Raporları

7.2.2 Şirket'in ve Rakiplerin Sektördeki Konumu

Mercan Kimya, parafin, parafin emülsiyonu ve vazelin üreticilerden biri olup, Türkiye'de bu alanlarda yapılan üretimin ve pazar büyüklüğünün yer aldığı resmi verilerin bulunmaması sebebiyle Türkiye pazar payı ve sıralaması hakkında detaylı bir bilgiye ulaşılamamaktadır.

Mercan Kimya'nın pazar payı ve sektördeki konumu bağımsız kaynak tarafından yayınlanmış ve yapılmış bir araştırma bulunmadığından konu ile ilgili genel değerlendirmeye yer verilmiştir. Bununla birlikte, T.C. Ticaret Bakanlığı tarafından açıklanan 2712 GTİP'li Vazelin, Parafin, Parafin Emülsiyon ve Wax ihracatı verileri baz alındığında, Mercan Kimya ve bağlı ortaklıklarının ciro bazında Türkiye'nin bu ürün grubunda gerçekleştirdiği ihracat içerisinde %58,8'ine ulaşmıştır.⁶

8. FİNANSAL BİLGİLER

8.1 GELİR TABLOSU

31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 yılları itibarıyla özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu aşağıda yer almaktadır:

Tablo 23 (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
Brüt Kar	37.325.426	41.979.305	73.820.213
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	-1.812.020	-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
Esas Faaliyet Karı	23.127.858	19.586.349	48.350.208
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.655.433	43.670.997	6.258.603
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-8.272.057	-
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değer Düşüklüğü	-	-	-
Kazançları (Zararları) ve Değer Düşüklüğü	-	-	-
Zararlarının İptalleri	1.278.468	-1.099.003	1.076.216
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	26.061.759	53.886.286	55.685.027
Net Finansman Geliri /Gideri	-28.621.314	-33.975.861	-18.110.680
Vergi Öncesi Kar	-2.559.555	19.910.425	37.574.347
Vergi Ödemesi	473.763	-9.335.076	-7.015.599
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	-	-
Ana Ortaklık Net Kar	-2.085.792	10.575.349	30.558.748

⁶ 31.12.2020 dönemi için hazırlanmış Özel Bağımsız Denetim raporuna göre Şirket'in 2019 yılı yurt dışı satışları 55.785.061 TL olup, TCMB yıllık ortalama ABD/TL kuru (5,67) baz alındığında 9,84 milyon ABD dolarına tekabül etmektedir. Bu rakam, Tablo 21'de belirtilen Türkiye'nin 2712 GTİP'li Vazelin, Parafin, Parafin Emülsiyon ve Wax ihracat tutarı olan 16,744 bin ABD doları ile oranlandığında, Mercan Kimya'nın bu GTİP grubunda Türkiye'nin ihracatının %58,8'ini gerçekleştirdiği sonucu ortaya çıkmaktadır.

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

8.1.1 Net Satışlar

İşbu Raporun 6.2.4.1 no'lu maddesinde belirtildiği üzere, 2020 yılı itibarıyla Şirket'in ve bağlı ortaklıklarının ana ürün gruplarını heavy parafin, beyaz parafin, emülsiyon, genel kimyasalları, yüzey aktifleri ve parafin wax'lar oluşturmaktadır. 31.12.2020 itibarıyla yukarıda bahsi geçen ürünlerin toplam hasılat içindeki payı %84 seviyesinde gerçekleşmiştir. Şirket'in cari dönemde üretimine ağırlık verdiği beyaz parafinin toplam hasılat içindeki payı 2018 yılında %6,9'dan 2020 yılında %22'ye yükselirken, heavy parafin ve emülsiyonların payında düşüş gözlenmiştir. 2018 yılında %27,2 olan heavy parafinin satış hasılatı içindeki payı 2019 yılında %21,5 düzeyine gerilerken, 2020 yılında %19,5 seviyesine inmiştir. Benzer şekilde, 2018 yılında %24,8 düzeyinde olan emülsiyonların satış hasılatı içindeki payı 2019 yılında %23,3 düzeyine gerilerken, 2020 yılında %16,84'e düşmüştür. Yüzey aktiflerinin satış hasılatı içindeki payı ise 2018 yılındaki %3,6 seviyesinden, 2019 yılında %11,1 seviyesine yükseldikten sonra 2020 yılında %8,9 düzeyine azalmıştır. Bu gelişmelerin ardından Şirket'in net satışları 2019 yılına göre %53,3 oranında artarak 326,1 milyon TL seviyesine ulaşmıştır.

Şirket'in brüt karı, 2018 yılında 37,3 milyon TL iken, 2019 yılında %12,5'lik artışla 41,9 milyon TL'ye, 2020 yılında ise %75,8'lik artışla 73,8 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket'in brüt kar marjı 2018 yılında %21,0 seviyesinde iken 2019 yılında %19,7'ye gerilemiş, 2020 yılında ise %22,6 seviyesine yükselmiştir. Brüt kar marjındaki artışta, satışların maliyetinin net satışlardaki büyümeye kıyasla görece düşük, %47,8 oranında, artarak 252,3 milyon seviyesinde gerçekleşmesi etkili olmuştur. Bu şekilde, satışların maliyetinin net satışlara oranı 31.12.2020 itibarıyla %77,4 seviyesinde gerçekleşmiş; bir diğer bakış açısıyla Şirket her 1 TL'lik satış karşılığı 77,4 kuruşluk maliyetle karşılaşmıştır.

İşletmenin iş hacmindeki artışa karşın genel yönetim giderlerinin satışlara oranı 2019 yılına kıyasla azalmıştır. Bu bağlamda önceki yıla kıyasla %146,9 oranında artış gösteren esas faaliyet karı 31.12.2020 itibarıyla 48,3 milyon TL seviyesine ulaşmıştır. Buna mukabil, Şirketin esas faaliyet kar marjı da %9,2'den %14,8 seviyesine yükselmiştir.

Tablo 24 (TL)	Net Satışlar, Satışların Maliyeti, Brüt Kar		
	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
Brüt Kar	37.325.426	41.979.305	73.820.213
Brüt Kar Marjı (%)	21,0%	19,7%	22,6%
Esas Faaliyet Karı	23.127.858	19.586.349	48.350.208
Esas Faaliyet Kar Marjı	13,0%	9,2%	14,8%
Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FAVÖK)	25.756.285	27.067.377	54.739.482
FAVÖK Marjı	14,5%	12,7%	16,8%

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in 2018 yılında 6,6 milyon TL olan genel yönetim giderleri 2019 yılında %59,60 oranında artarak 10,6 milyon TL olarak gerçekleşmiş, 2020 yılında ise %24,2 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 13,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Genel yönetim giderlerinin toplam hasılatı oranı 2018 yılında %3,7 seviyesinde iken 2019 yılında %5,0, 2020 yılında ise %4,0 seviyesinde gerçekleşmiştir. Genel Yönetim giderlerinin içerisindeki en yüksek pay personel

giderleridir. Personel giderlerinin genel yönetim giderlerinin içerisindeki payı 2018 yılında %64,3, 2019 yılında %33,0, 2020 yılında ise %52,3 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo 25 (TL)	Genel Yönetim Giderleri		
	2018	2019	2020
Personel Giderleri	4.253.915	3.488.081	6.867.442
Amortisman Gideri	349.267	1.378.555	1.921.340
Müşavirlik ve Danışmanlık Giderleri	550.431	1.329.406	928.255
Vergi Resim Harç Giderleri	96.701	1.161.866	241.942
Seyahat Giderleri	475.426	1.118.239	564.186
Bakım Onarım Giderleri	40.074	476.665	245.632
Araç Giderleri	114.814	287.386	357.194
Taşıt Kiralama Giderleri	253.929	240.863	61.172
Kira Giderleri	--	149.313	219.375
Yemek Giderleri	58.972	125.858	234.426
Sigorta Giderleri	66.723	108.562	197.644
Oda, Birlik, Diğer Kurum Giderleri	105.903	81.092	100.726
Haberleşme Giderleri	63.035	64.510	105.925
Temsil ve Ağırılama Giderleri	31.993	58.683	35.908
Nakliye Giderleri	26.470	54.125	103.407
Kurtasiye Giderleri	11.150	45.541	32.654
Dışarıdan Sağlanan Fayda ve Hizmetler	30.766	38.904	272.078
Diğer	87.958	354.157	633.125
Toplam	6.617.527	10.561.806	13.122.431

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in 2018 yılında 11,0 milyon TL olan pazarlama giderleri 2019 yılında %41,9 oranında artarak 15,6 milyon TL olarak gerçekleşmiş, 2020 yılında ise %36,2 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 21,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Pazarlama giderlerinin toplam hasılatı oranı 2018 yılında %6,2 seviyesinde iken 2019 yılında %7,4, 2020 yılında ise %6,5 seviyesinde gerçekleşmiştir. Pazarlama giderlerinin içerisindeki en büyük payı personel giderleri, nakliye giderleri ve navlun giderleri oluşturmaktadır. Bu giderler toplamının pazarlama giderleri içerisindeki payı izahnamede yer alması gereken finansal tablolar itibarıyla ortalama %60 ila %70 oranları arasında gerçekleşmiştir.

Tablo 26 (TL)	Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri		
	2018	2019	2020
Navlun Giderleri	767.074	3.677.464	3.904.415
Personel Giderleri	3.305.212	3.616.056	4.461.812
Nakliye Giderleri	2.583.546	3.671.520	5.372.455
Komisyon Giderleri	1.282.388	941.241	2.529.593
Seyahat Giderleri	402.935	689.088	530.515
Kira Giderleri	567.327	667.336	1.081.901
Amortisman Giderleri	570.152	330.957	224.686

Danışmanlık Giderleri	232.490	305.923	241.403
Bakım Onarım Giderleri	109.005	144.877	133.270
Yemek Giderleri	54.136	128.518	164.304
Ambalaj Malzemeleri Giderleri	212.855	121.231	627.939
Fuar Katılım Giderleri	41.623	118.743	57.862
Sigorta Giderleri	125.812	114.749	47.952
Temsil Ağırılama Giderleri	62.135	68.298	92.095
Vergi, Resim ve Harçlar	78.231	50.365	88.923
Elektrik, Su ve Doğalgaz Giderleri	31.547	30.109	55.890
Aidat Giderleri	15.071	21.386	63.014
Kargo Giderleri	46.433	15.570	33.773
Gümrükleme Giderleri	18.242	-	-
Diğer	523.831	935.513	1.602.226
Toplam	11.030.045	15.648.944	21.314.028

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporları

Şirket'in 2018 yılında 30,7 milyon TL olan esas faaliyetlerden diğer gelirleri 2019 yılında %20,9 oranında azalarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 24,3 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %85,0 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 44,9 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

(TL)	2018	2019	2020
Ticari Faaliyetlerden Kur Farkı Gelirleri	25.281.523	37.966.119	16.972.110
Ges Satış Gelirleri	1.685.008	2.824.182	2.249.975
Konusu Kalmayan Karşılıklar	275.960	1.453.162	680.712
Önceki Dönem Reeskont İptali	1.545.200	1.019.513	1.836.472
Geri Dönüşüm Gelirleri	21.732	175.260	206.098
Cari Dönem Reeskont Geliri	101.012	115.310	67.537
Kira Gelirleri	716.754	29.850	1.163.190
Sigorta Tazminat Gelirleri	-	28.434	151.200
Reklamasyon Gelirleri	416.163		
Diğer	657.751	1.312.310	956.280
Toplam	30.701.103	24.283.574	44.924.140

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 2018 yılında 27,1 milyon TL olan esas faaliyetlerden diğer giderleri 2019 yılında %31,2 oranında azalarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 18,6 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %88,9 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 35,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

(TL)	2018	2019	2020
Ticari Faaliyetlerden Kur Farkı Giderleri	17.279.661	10.767.401	22.580.261
Şüpheli Alacak Karşılık Giderleri	5.284.740	3.805.418	5.432.378
Diğer Karşılık Giderleri	507.307	208.260	2.226.031
Ges Maliyetleri	1.035.495	1.021.798	2.105.468

Cari Dönem Reeskont Gideri	1.836.471	1.035.495	1.783.668
Vergi Zıyatı Karşılık Gideri	-	1.020.764	510.190
Önceki Dönem Reeskont İptali	60.222	101.011	67.537
Diğer Giderler	405.626	693.613	539.089
Toplam Esas Faaliyet Diğer Giderler	27.094.141	18.653.760	35.244.622

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderlerini oluşturan en önemli unsurlar kur farkı gelirleri ile kur farkı giderleridir. Şirket'in 2020 yılında ticari faaliyetlerden kur farkı gelirleri, esas faaliyetlerden diğer gelirlerinin %84,5'ini; ticari faaliyetlerden kur farkı giderleri ise esas faaliyetlerden diğer giderlerinin %64,1'ini oluşturmaktadır.

Şirket'in 2018 yılında 1,6 milyon TL olan yatırım faaliyetlerinden gelirleri 2019 yılında 42 milyon TL tutarında artarak 43,7 milyon TL olarak gerçekleşmiş, 2020 yılında ise 37,4 milyon TL tutarında azalarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 6,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 2018 ve 2020 yıllarında yatırım faaliyetlerinden giderleri bulunmamakla birlikte, 2019 yılında 8,3 milyon TL tutarında yatırım faaliyetlerinden giderleri bulunmaktadır.

(TL)	2018	2019	2020
Maddi ve Maddi Olmayan Duran Varlık Satış Karı	1.034.046	23.633.777	1.479.094
Yatırım Amaçlı Gayrimenkul GUD Farkı	-	18.377.768	4.078.119
Faiz Gelirleri	621.387	1.659.452	701.390
Toplam	1.655.433	43.670.997	6.258.603

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 2018 yılında 15,7 milyon TL olan finansman gelirleri 2019 yılında %71,7 oranında azalarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 4,4 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında 23,6 milyon TL tutarında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 28,0 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

(TL)	2018	2019	2020
Menkul Kıymet Satış Karları	-	-	17.576.624
Finansman Faaliyetlerinden Kur Farkı Gelirleri	15.736.662	4.447.498	10.451.748
Toplam	15.736.662	4.447.498	28.028.372

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 2018 yılında 44,3 milyon TL olan finansman giderleri 2019 yılında %13,4 oranında azalarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 38,4 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %20,1 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 46,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

(TL)	2018	2019	2020
Finansman Faaliyetlerinden Faiz Gideri	26.937.621	29.158.672	20.233.365
Menkul Kıymet Satış Zararları	-	-	16.567.491
Finansman Faaliyetlerinden Kur Farkı Gideri	16.869.465	8.288.130	8.265.059

Banka Masraf Giderleri	550.890	976.557	1.064.476
Vade Farkı Giderleri		-	8.661
Toplam	44.357.976	38.423.359	46.139.052

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Yukarıda özetlenen faaliyet sonuçları kapsamında, Şirket'in 2018 yılında 2.085.792 TL net dönem zararı, 2019 yılında 10.575.349 TL, 2020 yılında ise 30.558.748 TL net dönem karı bulunmaktadır.

8.1.2 Karlılık Analizi

Karlılık Oranları: Şirketin kârlılığının (rantaabilitesinin) yeterli olup olmadığını gösteren oranlardır.

a-) Brüt Kar Marjı: Şirketin satış ve üretim performansını ölçen bir orandır.

b-) Faaliyet Kar Marjı: Şirketlerin verimliliğini gösteren bir oran olup, benzer firmalarla kıyaslama amacıyla tercih edilmektedir.

c-) Net Kar Marjı: Şirketin net karının net satışlar içindeki oranıdır. Bu oranın yüksek olması şirketin verimli olduğunu gösterir.

Tablo 32 (%)	Karlılık Oranları		
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Brüt Kar Marjı	21,03%	19,74%	22,64%
Faaliyet Kar Marjı	13,03%	9,21%	14,83%
FAVÖK Marjı	14,51%	12,73%	16,78%
Net Kar Marjı	-1,18%	4,97%	9,37%

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

8.2 BİLANÇO

Şirket'in 2018, 2019 ve 2020 yıllarına ilişkin konsolide finansal durum tabloları aşağıda yer almaktadır:

8.2.1 Bilanço Varlıklarındaki Gelişmeler

Konsolide Finansal Durum Tablosu	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş
VARLIKLAR			
DÖNEN VARLIKLAR			
Nakit ve Nakit Benzerleri	14.831.507	8.630.838	18.165.892
Finansal Yatırımlar	6.932.200	1.020.885	48.572



A1 Capital

Ticari Alacaklar	57.650.031	51.706.338	90.097.161
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	-	-	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	57.650.031	51.706.338	90.097.161
Diğer Alacaklar	20.127.393	2.198.459	4.938.940
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	19.598.605	1.231.626	399.326
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	528.788	966.833	4.539.614
Türev Araçlar	-	39.847	-
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	2.070.539	147.193	2.092.149
Stoklar	28.756.611	42.845.827	79.692.314
Peşin Ödenmiş Giderler	506.838	1.842.334	1.407.331
Diğer Dönen Varlıklar	286.240	3.776.708	3.407.455
ARA TOPLAM	131.161.359	112.208.429	199.849.814
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	23.068.592	-	-
TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	154.229.951	112.208.429	199.849.814
DURAN VARLIKLAR			
Ticari Alacaklar	2.110.106	13.670.864	181.558
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	-	-	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	2.110.106	13.670.864	181.558
Diğer Alacaklar	24.768	6.768	35.854
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	-	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	24.768	6.768	35.854
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	20.445.610	33.101.953	37.113.627
Maddi Duran Varlıklar	10.559.620	18.195.209	31.460.811
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	21.589.028	20.709.920	13.235.658
Peşin Ödenmiş Giderler	97.747	35.052	589.018
Ertelenmiş Vergi Varlığı	6.297.800	240.074	-
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	61.124.679	85.959.840	82.616.526
TOPLAM VARLIKLAR	215.354.630	198.168.269	282.466.340

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 31.12.2018 tarihi itibarıyla 154,2 milyon TL olan dönen varlıkları 2019 yılında %27,2 oranında azalarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 112,2 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %78,1 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 199,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2020 tarihi itibarıyla Şirket'in dönen varlıklarının büyük bölümünü ticari alacaklar ve stoklar oluşturmaktadır. Şirket'in 31.12.2018 tarihi itibarıyla 57,6 milyon TL olan kısa vadeli ticari alacakları 2019 yılında %10,3 oranında azalarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 51,7 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %74,2 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 90,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2020 tarihi itibarıyla Şirket'in ticari alacaklarının tamamı ilişkili olmayan taraflardan olup, ticari alacakların ortalama tahsilat süresi 80 gündür.

Şirket'in 31.12.2018 tarihi itibarıyla 28,7 milyon TL olan stokları 2019 yılında %49 oranında artarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 42,8 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %86,0 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 79,7 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 31.12.2020 tarihi itibarıyla stok değer düşüklüğü tutarı 3,2 milyon TL olup, Şirket'in stokları üzerinde herhangi bir teminat ve ipotek bulunmamaktadır. Şirket'in 31.12.2018 tarihi itibarıyla 61,1 milyon TL olan duran varlıkları 2019 yılında %40,6 oranında artarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 85,9 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %3,9 oranında azalarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 82,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2020 tarihi itibarıyla Şirket'in duran varlıklarının büyük bölümünü yatırım amaçlı gayrimenkuller ve maddi duran varlıklar oluşturmaktadır.

Şirket'in 31.12.2018 tarihi itibarıyla 20,4 milyon TL olan yatırım amaçlı gayrimenkulleri 2019 yılında %61,9 oranında artarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 33,1 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %12,1 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 37,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkulleri arazi ve arsalar ile binalardan oluşmakta olup, Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkullerine ilişkin olarak DGD Gayrimenkul Değerleme A.Ş. tarafından yapılan yeniden değerlendirme sonucunda 2020 yılı içinde yatırım amaçlı gayrimenkullerin gerçeğe uygun değerinde 4,1 milyon TL artış meydana gelmiştir.

Şirket'in 31.12.2018 tarihi itibarıyla 10,6 Milyon TL olan maddi duran varlıkları 2019 yılında %72,3 oranında artarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 18,2 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %72,9 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 31,5 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in maddi duran varlıklarının büyük bölümünü tesis ve makinalar ile binalar oluşturmaktadır.

Tablo 33 (TL)	Maddi Duran Varlıklar		
	2018	2019	2020
Dönem Başı Maddi Duran Varlıklar	22.691.466	10.559.620	18.195.209
Dönem Sonu Maddi Duran Varlıklar	10.559.620	18.195.209	31.460.811
Δ Net Maddi Duran Varlıklar	-12.131.846	7.635.589	13.265.602
Amortisman Gideri	387.640	5.318.198	5.916.672
Sabit Sermaye Yatırım Harcamaları	-11.744.206	12.953.787	19.182.274
Sabit Sermaye Yatırım Harcamaları / Net Satışlar	-6,6%	6,1%	5,9%

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 31.12.2018 tarihi itibarıyla 21,6 milyon TL olan maddi olmayan duran varlıkları 2019 yılında %4,1 oranında azalarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 20,7 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %36,1 oranında azalarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 13,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

8.2.2 Bilanço Kaynaklarındaki Gelişmeler

Tablo 34 Kaynaklar (TL)	Konsolide Finansal Durum Tablosu		
	Özel Bağımsız Denetimde n Geçmiş 31.12.2018	Özel Bağımsız Denetimde n Geçmiş 31.12.2019	Özel Bağımsız Denetimde n Geçmiş 31.12.2020
KAYNAKLAR			
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Kısa Vadeli Borçlanmalar	72.857.674	51.503.831	37.237.019
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	53.425.411	49.548.828	85.589.194
Diğer Finansal Yükümlülükler	7.411	34.378	12.624
Türev Araçlar	-	265.449	-
Ticari Borçlar	8.525.393	13.434.569	14.159.481
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	-	-
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	8.525.393	13.434.569	14.159.481
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.128.830	969.951	1.491.977
Diğer Borçlar	208.729	1.532.405	388.026

İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	-	-	68
İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	208.729	1.532.405	387.958
Ertelenmiş gelirler	3.237.506	2.428.949	10.339.798
Dönem kârı vergi yükümlülüğü	-	3.097.860	768.891
Kısa Vadeli Karşılıklar	457.508	1.518.989	4.826.330
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	220.299	169.982	192.926
Diğer kısa vadeli karşılıklar	237.209	1.349.007	4.633.404
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	-	-	281.915
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	139.848.462	124.335.209	155.095.255
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER			
Uzun Vadeli Borçlanmalar	50.343.018	26.041.215	50.355.855
Uzun Vadeli Karşılıklar	758.350	1.067.844	1.659.423
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	758.350	1.067.844	1.659.423
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	-	1.321.161
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	51.101.368	27.109.059	53.336.439
ÖZKAYNAKLAR			
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar			
Ödenmiş Sermaye	30.000.000	45.000.000	45.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	(554.240)	(636.793)	(928.960)
Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kayıpları	(554.240)	(636.793)	(928.960)
Kâr veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler	-	(251.965)	(3.237.908)
Yabancı Para Çevrim Farkları	-	(251.965)	(3.237.908)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.280.018	1.612.190	1.715.043
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	(4.235.186)	(9.574.780)	927.723
Net Dönem Karı veya Zararı	(2.085.792)	10.575.349	30.558.748
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	-	-
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	24.404.800	46.724.001	74.034.646
TOPLAM KAYNAKLAR	215.354.630	198.168.269	282.466.340

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in 31.12.2018 tarihi itibarıyla 139,8 milyon TL olan kısa vadeli yükümlülükleri 2019 yılında %11,1 oranında azalarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 124,3 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %24,7 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 155,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2020 tarihi itibarıyla Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerinin büyük bölümünü kısa vadeli borçlanmalar ve uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları oluşturmaktadır.

Şirket'in 31.12.2018 tarihi itibarıyla 72,8 milyon TL olan kısa vadeli borçlanmaları 2019 yılında %29,3 oranında azalarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 51,5 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %27,7 oranında azalarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 37,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 31.12.2018 tarihi itibarıyla 53,4 milyon TL olan uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları 2019 yılında %7,3 oranında azalarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 49,5 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %72,7 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 85,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in finansal borçları banka kredileri ile finansal kiralama işlemlerinden kaynaklanan borçları olup, 31.12.2020 tarihi itibarıyla 173,2 milyon TL olan finansal borçların 9,0 milyon TL tutarındaki kısmı Avro cinsi borçlardan, kalanı

İşe TL cinsi borçlardan oluşmaktadır.

Şirket'in 31.12.2018 tarihi itibarıyla 8,5 milyon TL olan kısa vadeli ticari borçları 2019 yılında %57,6 oranında artarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 13,4 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %5,4 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 14,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 31.12.2020 tarihi itibarıyla ticari borçlarının tamamı ilişkili olmayan taraflardır.

Şirket'in 31.12.2018 tarihi itibarıyla 3,2 milyon TL olan ertelenmiş gelirleri 2019 yılında %7,3 oranında azalarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 49,5 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %72,7 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 85,6 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in 31.12.2018 tarihi itibarıyla 51,1 TL olan uzun vadeli yükümlülükleri 2019 yılında %46,9 oranında azalarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 27,1 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %96,7 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 53,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2020 tarihi itibarıyla Şirket'in uzun vadeli yükümlülüklerinin %94,4'ünü uzun vadeli borçlanmalar oluşturmaktadır. Şirket'in 31.12.2018 tarihi itibarıyla 50,3 milyon TL olan uzun vadeli borçlanmaları 2019 yılında %48,3 oranında azalarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 26,0 milyon TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %93,4 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 50,3 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in 31.12.2018 tarihi itibarıyla 24,4 milyon TL olan özkaynakları 2019 yılında %91,5 oranında artarak 31.12.2019 tarihi itibarıyla 46,7 TL olarak gerçekleşirken, 2020 yılında %58,5 oranında artarak 31.12.2020 tarihi itibarıyla 74,0 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in 08.08.2018 tarihli Genel Kurul kararı çerçevesinde, Şirket'in 15,0 milyon TL olan sermayesi 3,3 milyon TL tutarındaki kısmı olağanüstü yedeklerden, 8,2 milyon TL tutarındaki kısmı geçmiş yıllar karlarından ve 3,5 milyon TL tutarındaki kısmı ise ortaklar tarafından nakden karşılanmak suretiyle 30,0 milyon TL'ye yükseltilmiştir.

Şirket'in 19.12.2019 tarihli Genel Kurul kararı çerçevesinde, Şirket'in 30,0 milyon TL olan sermayesi 12,1 milyon TL'si özel fonlar (gayrimenkul satış karı) hesabından, geri kalan 2,9 milyon TL tutarındaki kısmı ise geçmiş yıllar karlarından karşılanmak suretiyle 45,0 milyon TL'ye yükseltilmiştir.

8.2.3 Borçluluk Durumu

İşbu Rapor itibarıyla Şirket'in son finansal tablo tarihine göre (31.12.2020) finansman yapısı ve borçluluk durumu aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 35 (TL)	Finansal Borçlar		
	2018	2019	2020
Kısa Vadeli Banka Kredileri	69.034.792	48.545.465	34.571.732
Uzun Vadeli Kredilerin Kısa Vadeli Kısımları	53.425.411	49.548.828	85.589.194
Uzun Vadeli Banka Kredileri	42.220.370	19.661.718	43.886.479
Kısa Vadeli Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	3.822.882	2.958.366	2.665.287
Uzun Vadeli Finansal Kiralama İşlemlerinden Borçlar	8.122.648	6.379.497	6.469.376
Toplam	176.626.103	127.093.874	173.182.068

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Meydan No: 1, Beşiktaş Plaza
No:1 K:2 D:6 Maslak Sarıyer/İSTANBUL
Maslak Yür. 365 804 3521 M. Sic.No 270189
www.aicapital.com.tr
Mersis No: 038800152100015

Şirketin Banka Kredilerine ilişkin bilgi aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Şirket'in kısa vadeli kredilerinde yıllar itibarıyla düşüş gözlenirken, uzun vadeli kredilerde ve uzun vadeli kredilerin anapara taksitleri ve faizlerinde artış gerçekleşmiştir.

Tablo 36 (TL)	Banka Kredileri		
	2018	2019	2020
Kısa Vadeli Banka Kredileri	69.034.792	48.545.465	34.571.732
Uzun Vadeli Banka Kredileri	42.220.370	19.661.718	43.886.479
Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri	53.425.411	49.548.828	85.589.194
Toplam	164.680.572	117.756.011	164.047.405

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Borçluluk durum ile söz konusu borçların özkaynaklara ve FAVÖK'e oranı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 37 (TL)	Borçluluk Durumu		
	2018	2019	2020
Finansal Borçlar	176.626.103	127.093.874	173.182.068
Eksi : Hazır Değerler	14.831.507	8.630.838	18.165.892
Net Borç	161.794.596	118.463.036	155.016.176
Toplam Özkaynak	24.404.800	46.724.001	74.034.646
Net Borç / Özkaynaklar	6,63x	2,54x	2,09x
FAVÖK*	25.756.285	27.067.377	54.739.482
Net Borç / FAVÖK	6,28x	4,38x	2,83x

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

* : Esas Faaliyet Karına, Gelir Tablosu hesaplarına kaydedilen Amortisman giderleri ve itfa paylarının dahil edilmesiyle hesaplanmıştır.

Şirket'in Net Borç/FAVÖK oranı 31.12.2018 tarihinde 6,28 iken, 2019 yıl sonunda 4,38, 2020 yılsonunda ise 2,83 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Tablo 38 (TL)	Faiz Gideri Karşılama Oranı		
	2018	2019	2020
Finansman Faaliyetlerinden Faiz Gideri	26.937.621	29.158.672	20.233.365
FAVÖK	25.756.285	27.067.377	54.739.482
Kredi Faiz Gideri / FAVÖK	104,59%	107,73%	36,96%

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Kredi faiz giderleri/FAVÖK oranı 2018 yılında %104,59 iken bu oran 2019 yılında %107,73 seviyesine yükselmiş, 2020 yılında ise %37,96 seviyesine gerilemiştir.

8.2.4 Bilanço Oran Analizleri

Likidite Oranları: Ortaklıkların kısa vadeli borç ödeme gücünün ölçülmesi amacıyla hesaplanan oranlardır. Likidite oranları hesaplanırken aktiflerde yer alan dönen varlıklar ve pasiflerde yer alan kısa vadeli borçlar baz alınmaktadır.

- a) Cari Oran: Kısa vadeli borçların ödenmesinde bir zorluğun olup olmadığını gösterir.
- b) Asit-Test Oranı: Dönen varlıklardan stokların çıkarılması sonucu elde edilen değerlerin kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesi ile bulunur.
- c) Stoklar/Toplam Varlıklar: Stokların toplam varlıklara bölünmesi ile bulunur ve işletmenin stok seviyesi hakkında gösterge niteliğindedir.
- Şirket'in izahnamede yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla likidite oranlarına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 39 (%)	Likidite Oranları		
	2018	2019	2020
Cari Oran	1,10	0,90	1,29
Asit Test Oranı	0,90	0,56	0,77
Nakit Oran	0,11	0,07	0,12
Stoklar/Toplam Varlıklar	0,13	0,22	0,28

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

İşletmenin dönen varlıklardan stokların arındırılması sonucu kısa vadeli borçlarını karşılayabilme yeteneğini ifade eden asit test oranı ile cari oran birbirine yakın seyretmekte ve benzer seyir göstermektedir.

Mali Yapı Oranları: Şirket'in kaynak yapısını analiz etmek için kullanılır. Şirket bilançosundaki varlıkların kaynağının ne olduğu ve kaynak kırılımının anlaşılması için kullanılan oranlardır.

a-) Kaldıraç Oranı (Yabancı Kaynaklar / Toplam Varlıklar): Şirketin toplam yükümlülüklerinin yani borçlarının toplam varlıklarına bölünmesi ile bulunur. Şirketin varlıklarının ne kadarını borçla finanse ettiğini gösterir.

b-) Özkaynaklar / Toplam Varlıklar: Varlıkların yüzde kaçının özkaynaklarla fonlandığını gösterir.

c-) Toplam Finansal Borç / Özkaynaklar: Şirketin özkaynaklarına karşılık ne kadar finansal borç temin edildiğini gösterir.

d-) Toplam Finansal Borç / Özkaynaklar: Şirketin özkaynaklarına karşılık nakit ve nakit benzerleri düşüldükten sonra ne kadarlık net finansal borçlanmaya gidildiğini gösterir.

Şirket'in işbu Raporda yer alan finansal tablo dönemleri itibarıyla mali yapı oranlarına ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 40 (%)	Mali Yapı Oranları		
	2018	2019	2020
Kaldıraç Oranı (T. Yükümlülükler / T. Varlıklar)	7,84	5,81	3,98
Kısa Vadeli Yükümlülükler / T. Varlıklar	0,65	0,63	0,55
Uzun Vadeli Yükümlülükler / T. Varlıklar	0,24	0,14	0,19
T. Finansal Borç / Özkaynaklar	7,24x	2,72x	2,34x
Net Finansal Borç / Özkaynaklar	6,63x	2,54x	2,09x
Özkaynaklar / T. Varlıklar	0,11	0,24	0,26
Alacak Tahsil Süresi (Gün) ¹	117	94	79
Borç Ödeme Süresi ²	33	23	17
Stok Devir Gün Sayısı ³	73	77	89

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

(1) Ort. Ticari Alacaklar/Net Satışlar*365

(2) Ort. Stoklar/Satışların Maliyeti*365

(3) Ticari Borçlar/Satışların Maliyeti*365

Şirket faaliyet konusu itibariyle belirli miktarda stok bulundurma politikası izlemekte ve faaliyet hacmine (talebe dayalı) paralel olarak stok girişi yaratmaktadır. Bu nedenle hasılatın arttığı dönemlerde stok miktarı da artmaktadır. Şirket, talepteki değişikliklere bağlı olarak stok düzeyini ayarlamakta, 70 ila 90 gün arasında stoklarını yenilemektedir.

Finansal kaldıraç oranında da görüleceği üzere Şirket, cari durum itibariyle, varlıklarını yaklaşık %25 özkaynak %75'ini yabancı kaynak ile finanse etmektedir. Yabancı kaynakların kendi içindeki dağılımı yıllar itibari ile farklılık gösterse de Şirket'in devamlı sermayesi geçtiğimiz yıllar itibarıyla pasiflerin ortalama %35 ile %45'ini oluşturmaktadır.

8.3 NAKİT AKIM TABLOSU

Şirket'in 2018, 2019 ve 2020 yılları itibarıyla özet nakit akım tablosu aşağıda yer almaktadır.

Tablo 41 Özet Nakit Akış Tabloları (TL)	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
İşletme Faaliyetlerinden Nakit Akışları	(8.160.799)	26.593.152	11.306.438
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışları	(6.143.857)	40.807.251	(28.259.342)
Finansman Faaliyetlerinden Nakit Akışları	26.825.653	(73.349.107)	29.124.193
Nakit ve Nakit Benzerlerindeki Net Artış	9.535.054	(6.200.669)	12.171.289
Dönem Başı Nakit ve Nakit Benzerleri	8.630.838	14.831.507	2.660.218
Dönem Sonu Nakit ve Nakit Benzerleri	18.165.892	8.630.838	14.831.507

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Bahsi geçen dönemler itibarıyla şirket nakit yaratan bir operasyona sahiptir.

9. DEĞERLEME ÇALIŞMASI

9.1 DEĞERLEME ÇALIŞMASINA İLİŞKİN BEYAN

Şirket'in değerleme çalışmasının, SPK'nin Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı dikkate alınarak işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 7. Sayfasında yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

9.2 DEĞERLEME PROJE EKİBİ HAKKINDA BİLGİ

Değerleme çalışması AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman departmanı Direktörü Sertan Kargın tarafından yapılmıştır. Sertan Kargın, SPK mevzuatı uyarınca derlenen bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve çeşitli banka ve yatırım kuruluşlarında araştırma ve kurumsal finansman bölümlerinde 25 yılı aşkın tecrübeye sahiptir. İstanbul Üniversitesi İngilizce İktisat Bölümünden Lisans ve Boğaziçi Ekonomi ve Finans Programından Yüksek Lisans derecelerine sahiptir. Bilgi Üniversitesi'nde 2013-2019 yılları arasında Ekonomi ve Finansal Piyasalar dalında Yüksek Lisans dersleri vermiştir. Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge no: 202976), Türev Araçlar Lisansına (Belge no: 307458) sahiptir.

9.3 DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İşbu Değerleme çalışması, SPK'nun III-62.1 "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkındaki Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütülmüş olup tüm



yönleriyle ilgili kriterlere uygundur. Buna göre, Şirket değerlemelerinde üç temel yaklaşım uygulanır.

9.4 Defter Değeri (Maliyet) Yönetimi

Bir firmanın defter değeri bilançosundaki özsermayesinin değeri olup, aynı zamanda toplam varlıklar ile toplam borçlar arasındaki farktır.

Defter Değeri = Bilanço Aktif Toplamı - Borç Toplamı

Payların defter değeri, özsermaye toplamının pay sayısına bölünmesiyle elde edilmektedir

31.12.2020 dönemi itibariyle ana ortaklığa ait özkaynakları 74 milyon TL olup, 45 milyon TL'lik sermayesi dikkate alındığında pay başına defter değeri 1,65 TL'ye karşılık gelmektedir.

Ancak, maliyet yaklaşımı Uluslararası Değerleme Standartları 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2. veya 70.3. nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanmamaktadır. Bu nedenle değerlememizde gelir yaklaşımı ve Pazar yaklaşımı kullanılmıştır.

9.4.1 İndirgenmiş Nakit Akımları (Gelir) Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akımları (Gelir) yönetimi, değerlemeye konu olan firmanın gelecek yıllarda elde edeceği gelirleri dikkate almaktadır. Daha açık bir anlatımla, İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi, şirketin faaliyetleri sonucu oluşan ve gelecek yıllarda elde edilmesi beklenen nakit akımlarını iskonto faktörü ile bugüne indirgeyerek şirketin değerinin tespit edilmesinde uygulanan değerlendirme yöntemidir.

Şirketin projeksiyon dönemi boyunca tahmin edilen nakit akımları ile birlikte tahmin süresinin sonrasında şirket ömrünün sınırsız kabul edilmesi nedeniyle sonsuza kadar devam etmesi beklenen nakit akımları tahmin edilmekte, tahmin döneminde hesaplanan nakit akımlarının bugünkü değerleri ile devam eden değer bugünkü değerleri toplanmakta ve firma değerine ulaşılmaktadır. Son aşama firma değerinden net borç (Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar – Nakit ve Nakit Benzerleri) rakamı düşülerek Şirketin nihai Piyasa Değeri hesaplanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akım yönetiminin zayıf yanı geleceğe dönük bir takım varsayımlar içermesidir. Bu varsayımların gerçekleşmemesi ya da öngörülenden sapması durumunda şirket değeri de değişebilecektir.

9.4.1.1 Gelir Tablosu Projeksiyonları

Mercan Kimya'nın 2021-2025 yıllarına ilişkin tahmin edilen Kapasite Miktarı ile Kapasite Kullanım Oranları (KKO) aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Şirket'in mevcut kapasitesi ana ürün grupları açısından incelendiğinde parafin için 32.940 ton, parafin kimyasallar için 5.050 ton, emülsiyonlar için 30.739 ton, yağ emülsiyonları için 5.337 ton, vazelinler için 2.134 ton, deri kimyasalları için 894 ton, yağlama müstehzarları için 1.941 ton, endüstriyel yağlar için 4.500 ton ve biyosidal ürünler için de 4.592 ton'dur.

endüstriyle yağlar ve vazelinde sırasıyla %2,1 ve %0,2 seviyelerinde beklenen KKO'nun 2025 yılında aynı seviyelerde kalacağı öngörülmektedir.

Mercan Kimya'nın 2021-2025 yıllarına ilişkin ürün bazında satış miktarı projeksiyonları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Aşağıdaki tabloya göre 2021 yılında 26.568 ton parafin üretilmesi beklenirken 2025 yılında bu miktarın 42.763 ton düzeyine yükselmesi beklenmektedir. Emülsiyon üretiminin ise 2021 yıl sonu itibarıyla 19.884 ton seviyesinde gerçekleşmesi beklenirken 2025 yılına kadar emülsiyon üretiminin 31.863 ton düzeyine ulaşması beklenmektedir. Genel kimyasallar ürün grubunda ise 2021 yılının 5.930 ton satış ile tamamlanması öngörülmürken 2025 yılında bu miktarın 15.474 ton seviyesine yükselmesi beklenmektedir. Yüzey aktifleri ürün grubunda ise satış miktarının 2021 sonunda 3.916 kg seviyesine 2025 sonunda ise 10.307 kg düzeyine ulaşması öngörülmektedir. Bu ürün gruplarının dışında kalan diğer ürün gruplarında ise 2021 yılında toplamda 21.837 ton seviyesinden planlanan satış hacminin 2025 yılı sonunda 44.137 ton düzeyine ulaşması beklenmektedir. Bu şekilde Mercan Kimya'nın 2021 yılında 78.135 ton seviyesinde beklenen toplam satışlarının 2025 yılında 144.544 ton düzeyine yükselmesi tahmin edilmektedir.

Tablo 44 (tonaj)	Ürün Bazlı Satışlar					
	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Parafin (ton)	23.552	26.568	29.984	33.856	38.246	42.763
<i>Üretimden Satışlar</i>	16.268	17.895	19.684	21.653	23.818	26.200
<i>Ticari Satışlar</i>	7.284	8.673	10.300	12.203	14.428	16.563
Emülsiyonlar (ton)	17.252	19.884	22.732	26.205	28.902	31.863
<i>Üretimden Satışlar</i>	16.827	19.351	22.060	25.369	27.906	30.697
<i>Ticari Satışlar</i>	425	533	672	836	996	1.166
Genel Kimyasallar (ton)	4.780	5.930	7.398	9.368	11.976	15.474
<i>Üretimden Satışlar</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Ticari Satışlar</i>	4.780	5.930	7.398	9.368	11.976	15.474
Yüzey Aktifleri (ton)	3.118	3.916	4.920	6.246	7.986	10.307
<i>Üretimden Satışlar</i>	0	0	0	0	0	0
<i>Ticari Satışlar</i>	3.118	3.916	4.920	6.246	7.986	10.307
Diğer (ton)	18.197	21.837	26.203	30.650	36.781	44.137
<i>Üretimden Satışlar</i>	99	734	805	927	1.114	1.392
<i>Ticari Satışlar</i>	18.098	21.103	25.398	29.723	35.667	42.745
Toplam Satışlar (ton)	66.899	78.135	91.237	106.325	123.891	144.544
<i>Üretimden Satışlar</i>	33.194	37.980	42.549	47.949	52.838	58.289
<i>Ticari Satışlar</i>	33.705	40.155	48.687	58.376	71.053	86.256

Kaynak : Şirket Projeksiyonları

2021-2025 dönemi için tahmin edilen satış geliri, Şirket Yönetimi'nin kapasite kullanım ve satış miktarı projeksiyonları ile A1 Capital'in bahsi geçen tahmin dönemine ilişkin varsayımlarına dayandırılmıştır. Buna göre, Şirket'in ve bağlı ortaklıklarının en önemli dört satış gelir grubu olan parafin, emülsiyonlar, genel kimyasallar ve yüzey aktifleri tarafı için hacim ve fiyat tahminleri yapılarak bu gruplar için ciro beklentilerine ulaşılmıştır.. Şirket tarafından tahmin edilen ürün bazlı satış geliri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Merdivan Çi. Beybi Çi. Plaza
No:1 K:2 D:16 Maslak Sarıyer/İSTANBUL
Maslak Y.D. 348 004 3521 Tic.Sic.No:270189
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 038800152100015

Tablo 45
(000 TL)

	Ürün Bazlı Satış Geliri					
	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Parafin	140.483	159.455	180.847	205.966	235.966	268.612
Emülsiyonlar	59.574	68.981	79.127	91.866	102.599	115.051
Genel Kimyasallar	40.916	59.258	83.238	112.488	148.071	188.260
Yüzey Aktifleri	31.219	45.306	63.639	86.185	107.170	136.257
Diğer	56.607	69.529	84.359	99.684	123.537	147.715
Toplam Brüt Satışlar	328.799	402.529	491.210	596.189	717.342	855.896

Kaynak : Şirket Projeksiyonları

2020 yılında brüt satışlarda %53,8'lik büyümeye ulaşan Şirket'in 2018-2020 dönemi toplam brüt satış YBBO'su TL bazında %31,9 düzeyindedir. Şirketin satışlarının büyük çoğunluğunu parafin ve emülsiyon gelirleri oluştururken, diğer bir önemli gelir kalemi de genel kimyasallar satışlarıdır. Şirket 2020 sonu itibarıyla 328,8 milyon TL brüt satış gelirin'e ulaşmıştır. 2020 yılında net satış büyümesi %53,3 oranında gerçekleşirken, 2021 yılında büyümenin 2020 yılına göre, güçlü geçen 2020 yılının son çeyreğinin yarattığı yüksek baz etkisi sebebiyle %22,6 seviyesinde gerçekleşmesinibekliyoruz. Şirketin net satış büyümesi 2018-2020 arasında YBBO %32,0 seviyesindeyken 2021-2025 yılları arası için bu oran %21,1, 2021-2030 yıllarını kapsayan 10 yıllık tahmin periyodu için ise %18,3 seviyesinde projekte edilmiştir. Yurtiçi – yurtdışı kırılımları olarak bakıldığında, yurtiçi satışlarının yukarıda bahsi geçen tahmin döneminde benzer şekilde YBBO %21,1 oranında artarak 2025 yılında 522,4 milyon TL'ye ulaşması beklenirken, 2018-2020 yılları arasında YBBO %107,9 gibi güçlü bir oranda artış gösteren yurtdışı satışların ise 2021-2025 tahmin döneminde yine YBBO %21,1 oranında artışla 333,5 milyon TL seviyesinde gerçekleşmesi tahmin edilmektedir.

Tablo 46
(000 TL)

	Yurtiçi ve Yurtdışı Satış Projeksiyonları							
	2018	2019	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Yurtiçi Satışlar	150.375	158.008	200.676	245.682	299.809	363.882	437.828	522.393
Yıllık Büyüme	16,5%	5,1%	27,0%	22,4%	22,0%	21,4%	20,3%	19,3%
Yurtdışı Satışlar	27.954	55.785	128.117	156.847	191.401	232.307	279.515	333.502
Yıllık Büyüme	96,1%	99,6%	129,7%	22,4%	22,0%	21,4%	20,3%	19,3%
Toplam Brüt Satışlar	178.326	213.793	328.799	402.529	491.210	596.189	717.342	855.896
Yıllık Büyüme	24,4%	19,9%	53,8%	22,4%	22,0%	21,4%	20,3%	19,3%
Satıştan İade İskontolar	-837	-1.101	-2.674	-2.824	-3.269	-4.267	-4.980	-5.921
Toplam Net Satışlar	177.491	212.691	326.125	399.705	487.941	591.923	712.362	849.974
Yıllık Büyüme	25,1	19,8	53,3%	22,6%	22,1%	21,3%	20,3%	19,3%

Kaynak : Şirket Projeksiyonları

Faaliyet Giderleri

Faaliyet giderlerinin projeksiyonu geçmiş yıllara ait gerçekleştirmeler ve ileriye dönük beklentilere paralel olacak şekilde hesaplamalara dahil edilmiştir. Faaliyet giderlerinde tahmin periyodu için her yıl azalan oranda artış öngörülmüşken, satışlardaki büyümeye paralel faaliyet giderlerinin satışlara oranında 2020 yılındaki %10,8 seviyesinden 2025 yılında %10,0 seviyesine bir iyileşme yaşanacağı öngörülmektedir.

Tablo 47
(000 TL)

	Faaliyet Giderleri					
	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Genel Yönetim	13.122	16.043	19.036	22.652	26.730	31.736
<i>Net Satışlara Oranı</i>	4,0%	4,0%	3,9%	3,8%	3,8%	3,7%
Pazarlama ve Satış Dağıtım	21.314	26.057	30.920	36.792	43.417	51.547
<i>Net Satışlara Oranı</i>	6,5%	6,5%	6,3%	6,2%	6,1%	6,1%
AR-GE	713	872	1.034	1.231	1.453	1.725
<i>Net Satışlara Oranı</i>	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Toplam Faaliyet Giderleri	35.150	42.971	50.991	60.674	71.600	85.008
<i>Net Satışlara Oranı</i>	10,8%	10,8%	10,5%	10,3%	10,1%	10,0%
<i>Yıllık Değişim</i>	25,4%	22,3%	18,7%	19,0%	18,0%	18,7%

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler Projeksiyonları

Aşağıdaki tabloda tahmin dönemindeki faaliyet karlılık oranları görülebilir

Tablo 48
(000 TL)

	Faaliyet Karlılık Analizi ⁸					
	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	326.125	399.705	487.941	591.923	712.362	849.974
<i>Büyüme</i>	53,3%	22,6%	22,1%	21,3%	20,3%	19,3%
Satışların Maliyeti	252.305	309.230	375.715	454.597	546.382	650.230
<i>Satışlara Oranı</i>	77,4%	77,4%	77,0%	76,8%	76,7%	76,5%
Brüt Kar	73.820	90.476	112.226	137.326	165.980	199.744
<i>Brüt Kar Marjı</i>	22,6%	22,6%	23,0%	23,2%	23,3%	23,5%
Faaliyet Gideri	35.150	42.971	50.991	60.674	71.600	85.008
<i>Satışlara Oranı</i>	10,8%	10,8%	10,5%	10,3%	10,1%	10,0%
Net Diğer Faaliyet Geliri	9.680	6.517	7.955	11.977	12.547	14.971
<i>Satışlara Oranı</i>	3,0%	1,6%	1,6%	2,0%	1,8%	1,8%
Faaliyet Karı	48.350	54.021	69.191	88.629	106.928	129.707
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	14,8%	13,5%	14,2%	15,0%	15,0%	15,3%
VFÖK	38.671	47.504	61.236	76.652	94.381	114.736
<i>VFÖK Marjı</i>	11,9%	11,9%	12,5%	12,9%	13,2%	13,5%
Amortisman Gideri	6.389	6.953	7.300	7.665	8.049	8.451
<i>Satışlara Oranı</i>	2,0%	1,7%	1,5%	1,3%	1,1%	1,0%
FAVÖK	45.060	54.457	68.536	84.317	102.429	123.187
<i>FAVÖK Marjı</i>	13,8%	13,6%	14,0%	14,2%	14,4%	14,5%

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler Projeksiyonları

FAVÖK Gelişimi

Mercan Kimya'nın 2018 yılında brüt kar ve FAVÖK marjları sırasıyla %21,0 ve %14,5 seviyesindeyken, 2019'da sırasıyla %19,7 ve %12,7 seviyelerine inmiştir. 2020 yılı için ise net satışlardaki kuvvetli yükseliş ile birlikte Şirket'in ticari faaliyetlerinden kur farkı gelirlerinin etkisiyle kar marjları yeniden toparlanma dönemine girmiş ve bu dönemde %22,6 brüt kar ve %16,8 FAVÖK marjına ulaşılmıştır.

2018-2020 döneminde Şirket'in operasyonel karlılığına pozitif katkı sağlayan "esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider" kalemleri, projeksiyonların yapılması aşamasında ihtiyatlılık

⁸ Faaliyet karlılık analizinde düzeltilmiş FAVÖK kullanılmıştır.

prensibi gereği dışarıda tutulmuştur. Bunun sebebi, her ne kadar Şirket'in özellikle ticari mal alım-satım işlemlerinde kur farkı gelir-giderleri Şirket karına pozitif yansımakta olsa da ihtiyatlılık prensibi çerçevesinde FAVÖK hesaplamalarının dışında tutulmuş olmasıdır.

Bu durumda, bahsi geçen dönemde, Şirket'in FAVÖK marjı %12,5, %10,1 ve %13,8 seviyesinde hesaplanmaktadır. Bu rakamları baz alarak yaptığımız projeksiyonlarda, düzeltilmiş FAVÖK marjının 2020 yılındaki %13,8 seviyesinden 2025 yılına kadar sınırlı olarak %14,5'e iyileşmesini bekliyoruz. Böylelikle 2020 yılında 45,1 milyon TL olarak hesapladığımız düzeltilmiş FAVÖK rakamının da 2025 yılında %22,3 YBBO büyüme ile 123,2 milyon TL seviyesine ulaşacağını tahmin ediyoruz.

9.4.1.2 Yatırım Harcamaları

Şirket'in öngörülere kapsamında ve kapasitenin halihazırda yeterli olması dolayısıyla projeksiyon dönemi boyunca ciddi bir yeni yatırım harcaması yapılmayacağı öngörülmüştür. Buna göre Şirket'in yatırım harcamalarının projeksiyon dönemi boyunca satışlara oranının azalacağı varsayılmış ve nihai dönemde reel büyüme olmayacağı öngörüsü ile birlikte son yılda amortisman tutarına eşitlenmiştir. Şirket'in Yatırım ve tahminlerine ilişkin detaylar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 49 (000 TL)	Yatırım Giderleri					
	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Yatırım Harcamaları*	17.074	7.941	8.338	8.755	9.192	9.652
Satışlara Oranı	5,2%	2,0%	1,7%	1,5%	1,3%	1,1%

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler Projeksiyonları

*: Net MDV Değişimi + MDV Amortisman Gideri (Arsa ve araziler hariç tutulmuştur)

9.4.1.3 İşletme Sermayesi İhtiyacı Projeksiyonu

Ticari İşletme Sermayesi, beş yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket'in özel bağımsız denetim raporunun bilanço ve gelir tablosu tutarlarına göre son 3 yıl ortalama tahsilat, ortalama stokta kalma ve ortalama borç ödeme süreleri incelenmiştir. Ticari İşletme Sermayesinde görülen değişiklikler ve projeksiyon dönemine ilişkin beklentiler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 50 (000 TL)	Ticari İşletme Sermayesi					
	2020	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Ticari Alacaklar	90.097	87.137	106.372	129.041	155.297	185.297
Stoklar	79.692	67.466	81.972	99.182	119.207	141.864
Ticari Borçlar	14.159	20.261	24.617	29.786	35.799	42.604
Ticari İşletme Sermayesi	155.630	134.342	163.727	198.437	238.705	284.557
Fark	74.512	-21.288	29.385	34.710	40.268	45.853
Ortalama Tahsilat Süresi (gün)	80	80	80	80	80	80
Ortalama Stok Tutma Süresi (gün)	89	80	80	80	80	80
Ortalama Borç Ödeme Süresi (gün)	17	24	24	24	24	24
Nakit Dönüşüm Süresi (gün)	151	135	135	135	135	135

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler Projeksiyonları

9.4.1.4 Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

2021-2030 projeksiyon dönemini kapsayan INA yönetiminde kullandığımız risksiz getiri oranı için Türkiye'deki 10 yıllık TL tahvil oranındaki değişimler takip edilmiştir. Buna göre, piyasada

halihazırda 10 yıllık vadede aktif tahvil olarak kabul edilen TRT131130T14 ISIN kodlu 13.11.2030 itfa tarihli hazine iç borçlanma tahvilin bileşik faizi 25.03.2021 tarihi itibarıyla kapanışı %18,22 seviyesindedir.

Hisse Senedi Risk Primi: Piyasa beklenen ortalama getiri oranı ile piyasa risk primi arasındaki farkı ifade eder. BIST-100 endeksi, Borsa İstanbul orta ve uzun vadeli trendini gösteren referans niteliğinde bir endekstir. 10 yıllık projeksiyon dönemine referans olabilmesi açısından BIST-100 endeksinin 2011-2020 yılları arasında hesaplanan ortalama yıllık getiri oranı %8,39 seviyesindedir. Bu durumda 10 yıllık tahvil getirisi %18,22 seviyesinde de alınsa hisse senedi risk priminde;

$$R_f^9 - R_m^{10} = \%18,22 - \%8,39 = \%9,83 \text{ rakamına ulaşılmaktadır.}$$

Uygulamada ise; BIST'te son 5 yılda gerçekleşen halka arzlarda hisse senedi risk primi %5,0 - 6,5 bandı aralığında hesaplara dahil edilmiştir. Sermaye girişlerinin yüksek olduğu dönemlerde hisse senedi risk primi %5 seviyesine doğru yaklaşırken, sermaye girişlerinin düştüğü ve volatilitenin arttığı dönemlerde ise hisse senedi risk priminin halka arz fiyat tespit raporlarında %6,0-6,5 seviyelerinde hesaplamalara dahil edilmiştir.

Gerek yurtiçi ve gerekse yurtdışı piyasalardaki yüksek volatilité ve geleceğe dönük belirsizliklerden dolayı hisse senedi risk priminin ihtiyatlılık ilkesi gereği 2021 yılında %6,5, tahmin döneminin kalan yıllarında (2022-2030) %6,0 oranında kullanılması uygun görülmüştür.

Beta Katsayısı B: Beta katsayısı, pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki oynaklığa olan oranıdır. Bir hisse senedinin beklenen getirisi, bu hisse senedinin Beta katsayısı ile doğrudan ilişkilidir.

- Beta = 0 ise; beklenen getiri risksiz faiz oranına eşittir
- Beta > 1 ise; beklenen getiri daha çok riskli
- Beta < 1 ise; beklenen getiri daha az risklidir

Borsa İstanbul'da yapılan ilk halka arzlarda halka arz edilen şirket için Beta değeri genel olarak 1 alınmaktadır. Mercan Kimya halka arzı için de Beta katsayısı "1" olarak hesaplamalara dahil edilmiştir, bu şekilde Beta katsayısının hisse fiyatı üzerinde etkisi nötralize edilmiştir.

Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti: 2018-2019 ve 2020 yıllarında kurumlar vergisi oranı %22, 2021-2025 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde de aynı seviyede varsayılmıştır. AOSM hesaplamasında vergi oranı %20 olarak kullanıldığında daha yüksek bir AOSM oranı elde edilmekte ve bu durum değerlemeyi aşağı çekecek bir etki yapmaktadır. Değerleme çalışmasında ihtiyatlı bakış açısını korumak için sadece AOSM hesaplamasında tüm dönemlerde vergi oranının %20 seviyesinde kullanılması uygun görülmüştür. Öte yandan, gelir tablosu ve nakit akımı projeksiyonlarında vergi oranı, yukarıda da belirtildiği üzere, %20 varsayılmıştır. Bu şekilde, vergi oranının Şirketin değerini görece düşük seviyede kalması sağlanarak değerlendirilmesindeki

⁹ Risksiz Faiz Oranı, TRT131130T14 ISIN kodlu tahvilin 25.03.2021 tarihindeki bileşik faiz oranı

¹⁰ BIST 100 Endeksinin Ortalama Getirisi

temkinli yaklaşım korunmuştur.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti şu şekilde hesaplanmaktadır:

İlk etapta borçlanma maliyeti hesaplanmıştır. 25.03.2021 tarihi itibarıyla kapanışı %18,22 olan 10 yıllık referans faiz oranı üzerine ihtiyatlı yaklaşımla 6 puan Şirket risk primi ilave edilmiştir. Bu durumda TL borçlanma maliyeti (18,22% + 6,00%) %24,22 olarak tespit edilmiştir. Bu durumda;

$$\begin{aligned}\text{Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti} &= \text{Borçlanma Maliyeti} \times (1 - \text{Vergi Oranı}) \\ &= \%24,22 \times (1 - 0,20\%) \\ &= \%19,38\end{aligned}$$

Sermaye Maliyeti: Piyasa risk priminin beta katsayısı ile çarpılması sonucu elde edilen rakamın risksiz faiz oranına eklenmesi ile belirlenmektedir.

$$R_e^{11} = R_f + B \times R_p^{12} = \%18,22 + 1 \times \%6,00 = \%24,72$$

olarak hesaplanmıştır.

Borçluluk Oranı: Mercan Kimya'nın kısa ve uzun vadeli finansal borçlarının toplam aktiflere bölünmesi ile belirlenmektedir. 31.12.2020 bilançosuna göre

Tablo 51	Borçluluk Oranı Hesaplaması	31.12.2020
(TL)		
+ Kısa Vadeli Finansal Borçlanmalar		34.571.732
+ Kısa Vadeli Kiralama Yükümlülükleri		2.665.287
+ Uzun Vadeli Finansal Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları		85.589.194
+ Uzun Vadeli Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler		6.469.376
+ Uzun Vadeli Finansal Borçlanmalar		43.886.479
= Toplam Finansal Borçlar		173.182.068
Toplam Aktifler		282.466.340
Borçluluk Oranı (%)		61,31

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Sonuç olarak, AOSM = Sermaye Maliyeti * (1 - borçluluk oranı) + Vergi sonrası borçlanma maliyeti * Borçluluk oranı

$$\text{AOSM} = \%24,72 * (1 - 0,6131) + \%19,38 * 0,6131 = \%21,44$$

Tablo 52	AOSM Hesabı	2021
Risksiz Faiz Oranı (%)		18,22

¹¹ Sermaye Maliyeti

¹² Şirket Risk Primi

Piyasa Risk Primi (%)	6,50
Beta	1,00
Kurumlar Vergisi (%)	20,00
Şirket Risk Primi (%)	6,00
Borçlanma Maliyeti (%)	24,22
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti (%)	19,38
Sermaye Maliyeti (%)	24,72
Borçluluk Oranı (%) ¹³	61,31
AOSM	21,44

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler

Mart ayı ortalarında döviz piyasasında yaşanan yüksek volatilité tahvil-bono piyasalarına da yansımış ve neticede Mart ayı başlarında %15,1 civarında olan 2 yıllık referans tahvil faizi Mart ayının üçüncü haftasında %20'yi aşarken 10 yıllık tahvil faizleri de %19'un üzerine yükselmiş, piyasa verilerini raporumuza yansıttığımız 25.03.2021 tarihinde %18,22 seviyesinde kapanmıştır. Özetle, Mart ayının üçüncü haftasında piyasa faizlerinde 5 puanlık artış yaşanmıştır. İhtiyatlılık ilkesi gereği 25.03.2021 tarihinde %18,22 seviyesinde kapanan 10 yıllık tahvil faizinin piyasalardaki belirsizlikten dolayı yıl boyunca bu seviyede kalacağı varsayılmıştır. Bu nedenle, piyasa verilerinin rapora yansıtıldığı 25.03.2021 tarihi itibarıyla %21,44 olarak hesapladığımız AOSM oranı 2021 yılı boyunca bu seviyede sabit tutulmuştur. Takip eden yıllarda ise tahvil faizlerinin kademeli düşüşle 2025 yılında %13,8'e 2030 yılında ise %12,0'ye gerileyeceğini varsayılmıştır. Buna bağlı olarak, 2021 yılında %5,6 seviyesinde hesaplanan reel faiz kademeli düşüşle 2030 yılında %1,8'e kadar gerilerken 2021-2030 yılları arasında ortalama reel faiz %3,1 seviyesinde oluşmuştur. 2010-2020 yılları arasında 10 yıllık tahvillerin üzerindeki reel faizin ortalamasının %0,8 seviyesinde gerçekleşmiş olması, faiz beklentilerimizin ihtiyatlı olduğunu teyit etmektedir.

Hisse senetleri üzerindeki risk primini 2021 yılında %6,50 seviyesinde varsayıldıktan sonra faizlerdeki kademeli düşüş görüşümüze rağmen 2022 yılı için %6,00 seviyesine çekip tahmin periyodu boyunca 2030 sonuna kadar bu seviyede sabit tutulmuştur. Benzer şekilde, borçlanma maliyetini hesaplarken kullanılan Şirket risk primi 2021 yılının tümünde %6,00 seviyesinde belirlendikten sonra, 2022 yılında %5,50 seviyesine çekilip 2030 yılı sonuna kadar aynı seviyede bırakılmıştır.

Tüm bu öngörülerimizin ışığında 2021'de %21,44 seviyesinde tahmin ettiğimiz AOSM kademeli düşüşle 2025 yılında %17,13'e 2030 yılında ise %15,55'e inmektedir. 2021-2025 döneminde AOSM ortalamasını %18,52, 2026-2030 yılları arasında ise %16,02 seviyesinde öngörmekteyiz. 2021-2030 yılları arasında ortalama AOSM tahminimiz %17,27 oluşmuştur.

Tablo 53	AOSM (%)				
	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Risksiz Faiz Oranı	18,22%	15,50%	14,70%	14,20%	13,80%
Türkiye Risk Primi	6,50%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%

¹³ Toplam Finansal Krediler / Toplam Varlıklar

Türkiye ekonomisinin YBBO %17,2¹⁴ oranında nominal büyüme sergilediği 2018-2020 yıllarını kapsayan 3 yıllık dönemde Şirket'in net satışlarındaki büyüme YBBO %32,0 düzeyinde gerçekleşmiştir. 2021-2030 projeksiyon döneminde Şirket yönetimi ve tarafımızdan yapılan KKO varsayımları altında ve ilave kapasite artırımının olmayacağı öngörüsüyle ciro artış hızının, ihtiyatlılık ilkesi gereği, Türkiye ekonomisindeki büyüme projeksiyonlarına yakınsayacağı varsayılmıştır.

Şirket'in üretimini gerçekleştirdiği ürünlerin üretiminde kullandığı hammadde fiyatları ile satış fiyatları uluslararası emtia piyasalarındaki fiyat değişimlerinden etkilenmektedir. Şirket'in ürün gamı ile alakalı hammadde satış fiyatlarını tahmin edebilmesi için uluslararası emtia piyasalarında ilgili fiyatları da tahmin etmesi gerekmektedir. Şirketin bu tür fiyat tahminlerini yapabilecek ekibi istihdam etmediğinden 2021-2030 projeksiyon dönemi için hammadde ve ürün satış fiyatı tahmini yapmamıştır.

Şirketin Bağımsız Denetimden geçmiş konsolide finansal verilerinden hesaplanan Brüt Kar Marjı, 2018-2020 yılına kapsayan üç yıllık dönemde ortalama %21,1 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2020 yılı itibarıyla orta vadeli yatırımlarını ve operasyonel planlamasını tamamlayan şirket, 2020 yılında %22,6 olan Brüt Kar marjının kademeli artışla 2025 yılında %23,5 seviyesine yükselip, takip eden dönemde bu seviyede sabit kalacağını öngörmüştür. Bu öngörü ile uyumlu olarak SMM/Net Satış oranının 2020 yılındaki %77,4 seviyesinden kademeli azalarak 2025 yılında %76,5'e gerileyip, takip eden dönemde bu seviyede sabit kalacağı projeksiyonu değerlendirilmiş ve tarafımızca makul bulunmuştur.

Şirketin bu öngörüsü, ihtiyatlılık ilkesi ile örtüştüğünden, tarafımızca makul bulunmuştur. Benzer yaklaşımla, 2020 yılında %10,8 seviyesinde gerçekleşen Esas Faaliyet Giderlerinin Net Satışlara oranının net satışlarda öngörülen büyüme ivmesiyle kademeli gerileyerek 2025 yılında %10,0 seviyesine, 2030 yılında da %9,5 seviyesine gerileyeceği tahmin edilmiş olup yaptığımız değerlendirmeler neticesinde makul bulunmuştur. Bu gelişmelerin FAVÖK'e olan etkisine geçmeden önce, döviz kuru etkisinin yer aldığı Esas Faaliyetlerden Gelir ve Gider kalemleri FAVÖK değerinden düşülerek "düzeltilmiş" FAVÖK değerlerine ulaşılmıştır. Yukarıdaki varsayımlar altında Şirket'in 2020 yılında %13,8 olan düzeltilmiş FAVÖK marjı kademeli artışla 2025 yılında %14,5 2030 yılında ise %15,0 seviyesinde öngörülmüştür.

İşbu raporun 9.4.1.3 numaralı maddesinde incelenen İşletme Sermayesi Projeksiyonunda ticari alacakların ortalama tahsil süresi tahmin ufku boyunca 80 gün olarak varsayılırken, 2020 yılında 17 gün olan ticari borç ödeme süresinin şirketin güçlü finansal yönetim kabiliyeti ile bir hafta uzatılarak tahmin ufku boyunca 24 güne çıkabileceği değerlendirilmiştir. Şirketin stratejik tercihleri nedeniyle 2020 yılında artan hammadde stoklarına paralel 89 güne yükselen stok tutma süresinin 2021 yılından itibaren normalize olacağı ve 80 güne gerileyeceği varsayılmıştır. Söz konusu varsayımın ihtiyatlılık ilkesimize uygun olduğu değerlendirilmiştir.

Kapasite ve KKO varsayımlarında değinildiği üzere, yatırım sürecini tamamlayan Şirket'in 2021-2025 yılları arasında kapasite artırımına yönelik yatırım planı bulunmamaktadır. Bu nedenle, Şirket'in yatırım harcamalarının zaman için kademeli azalıp 2025 yılından sonra amortisman giderlerine yakınsaması öngörülmektedir.

AOSM hesaplamalarında, %20 seviyesinde varsayılan ve bu kanalda AOSM oranını yükselten Kurumlar Vergisi oranı İNA projeksiyonlarında %22 seviyesinde varsayılarak, tahminlerdeki

¹⁴ <https://data.tuik.gov.tr/Bulten/Index?p=D%C3%B6nemsel-Gayrisafi-Yurt-%C4%B0%C3%A7i-Has%C4%B1la-IV.-%C3%87eyrek-Ekim--Aral%C4%B1k,-2020-37180&dil=1>

İhtiyatlı yaklaşımımız kuvvetlendirilmiştir.

9.4.1.6 İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yönetimi

9.4.2 İNA Projeksiyonu

Tüm bu varsayımların altında Tablo 57/1'de yer alan serbest nakit akışı projeksiyonları, %5 uç büyüme değeri ve %17,27 AOSM ile indirgenen verilerden çıkan sonuca Şirket'in 31 Aralık 2020 tarihindeki 155 milyon TL'lik net borç tutarı eklendiğinde, 435,4 milyon TL tutarında Piyasa Değerine ulaşılmaktadır. Şirket'in 45 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 9,68 TL'dir.

9.4.3 İndirgenmiş Nakit Akım Projeksiyonları

Tablo 55
(000 TL)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Net Satışlar	399.705	487.941	591.923	712.362	849.974	1.005.347	1.177.841	1.367.785	1.569.659	1.757.589
<i>Yıllık Büyüme</i>	22,6%	22,1%	21,3%	20,3%	19,3%	18,3%	17,2%	16,1%	14,8%	12,0%
SMM	309.230	375.715	454.597	546.382	650.230	769.091	901.048	1.046.356	1.200.789	1.344.556
<i>SMM/Ciro</i>	77,4%	77,0%	76,8%	76,7%	76,5%	76,5%	76,5%	76,5%	76,5%	76,5%
Brüt Kar	90.476	112.226	137.326	165.980	199.744	236.257	276.793	321.429	368.870	413.034
<i>Yıllık Büyüme</i>	22,6%	24,0%	22,4%	20,9%	20,3%	18,3%	17,2%	16,1%	14,8%	12,0%
<i>Brüt Kar Marjı</i>	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
<i>Faaliyet Giderleri/Ciro</i>	10,8%	10,5%	10,3%	10,1%	10,0%	9,8%	9,7%	9,7%	9,5%	9,5%
Faaliyet Karı	47.504	61.236	76.652	94.381	114.736	138.227	163.123	189.341	220.536	246.925
<i>Yıllık Büyüme</i>	22,8%	28,9%	25,2%	23,1%	21,6%	20,5%	18,0%	16,1%	16,5%	12,0%
<i>Faaliyet Kar Marjı</i>	11,9%	12,5%	12,9%	13,2%	13,5%	13,7%	13,8%	13,8%	14,0%	14,0%
FAVÖK	54.457	68.536	84.317	102.429	123.187	148.223	174.833	202.941	236.142	264.400
<i>Yıllık Büyüme</i>	20,9%	25,9%	23,0%	21,5%	20,3%	20,3%	18,0%	16,1%	16,4%	12,0%
<i>FAVÖK Marjı</i>	13,6%	14,0%	14,2%	14,4%	14,5%	14,7%	14,8%	14,8%	15,0%	15,0%
Amortisman	6.953	7.300	7.665	8.049	8.451	9.996	11.711	13.599	15.606	17.475
<i>Amortisman/Ciro</i>	1,74%	1,50%	1,29%	1,13%	0,99%	0,99%	0,99%	0,99%	0,99%	0,99%
Ticari İşletme Sermayesi	134.342	163.727	198.437	238.705	284.557	336.574	394.321	457.912	525.496	588.412
Ticari Alacaklar	87.137	106.372	129.041	155.297	185.297	219.168	256.772	298.181	342.190	383.159
<i>Tahsilat Süresi (Gün)</i>	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
<i>Ödeme Süresi (Gün)</i>	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
<i>Stok Çevirme (Gün)</i>	80	80	80	80	80	79,63	79,63	79,63	79,63	79,63
İşletme Sermayesi İhtiyacı	-21.288	29.385	34.710	40.268	45.853	52.016	57.748	63.590	67.584	62.916
<i>İşletme Sermayesi/Ciro</i>	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
<i>Yatırımlar / Ciro</i>	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
Faaliyet Karı	10.451	13.472	16.863	20.764	25.242	30.410	35.887	41.655	48.518	54.323
Serbest Nakit Akımları	57.353	17.342	23.989	32.206	42.440	54.326	69.488	84.096	104.434	129.685
AOSM	21,4%	18,6%	17,9%	17,5%	17,1%	16,5%	16,2%	16,0%	15,8%	15,5%

İndirgeme Faktörü	1,00	0,84	0,71	0,61	0,52	0,45	0,38	0,33	0,29	0,25
İndirgenmiş Nakit Akışı	57.353	14.620	17.151	19.600	22.051	24.227	26.657	27.814	29.825	32.053

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler

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

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler

9.4.4 Piyasa Çarpanları (Pazar) Yönetimi

Piyasa çarpanları metodu, değerlendirilmesi yapılacak şirketlere benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu metod etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır. Şirket değerlemelerinde en yaygın çarpan analizi yöntemleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Çarpan Yönetimi	Sembol	Şirket Değeri
Piyat / Kazanç Oranı ¹⁵ = (Pay Fiyatı * Ödenmiş Sermaye) / Net Kar	F/K	F/K Çarpanı * Net Kar
Piyasa Değeri / Defter Değeri ¹⁶ = (Pay Fiyatı * Ödenmiş Sermaye) / Özsermaye	PD/DD	PD/DD Çarpanı * Özkaynaklar
Firma Değeri / Esas Faaliyet Karı ¹⁷ = [(Pay Fiyatı * Hisse Adedi)+Net Borç]/FVÖK	FD/FVÖK	FD/FVÖK Çarpanı * FVÖK – Net Borç
Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar ¹⁸ = [(Pay Fiyatı * Hisse Adedi)+Net Borç]/FAVÖK	FD/FAVÖK	FD/FAVÖK Çarpanı * FAVÖK – Net Borç
Firma Değeri /Net Satışlar ¹⁹ = [(Pay Fiyatı * Hisse Adedi)+Net Borç] / Satışlar	FD/S	FD/S Çarpanı * Net Satışlar – Net Borç

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler

Piyasa Çarpanları için kullanılan Şirket verileri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Rakamlar TL

¹⁵ F/K: şirketin hisse senedi fiyatının hisse başı karına bölünmesiyle hesaplanan bir göstergedir.

¹⁶ PD/DD: Piyasa değerinin defter değerine oranını ifade eder. Bir hissenin piyasa değerinin muhasebe değerine oranını yansıtır.

¹⁷ FD/FVÖK: Şirket'in firma değerinin faiz ve vergi öncesi kara bölünmesiyle elde edilir

¹⁸ FD/FAVÖK: Şirket'in firma değerinin faiz-amortisman-vergi öncesi kara bölünmesiyle elde edilir. Şirket'in gelecekte kar yaratma kapasitesini en iyi gösteren çarpan yaklaşımıdır.

¹⁹ FD/S: Şirket'in firma değerinin net satış gelirlerine bölünmesiyle elde edilir.

olarak ifade edilmektedir. Şirketin 2018-2020 dönemine ilişkin yıllık net kar, satış, FVÖK, ve FAVÖK verileri ile 31.12.2020 tarihi itibarıyla sona eren mali dönemine ilişkin özkaynak ve net borç verileri aşağıda gösterilmiştir.

Tablo 58	Mercan Kimya Konsolide Finansal Veriler		
Finansal Veriler (TL)	2018	2019	2020
FVÖK	23.127.858	19.586.349	48.350.208
FAVOK	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
Net Borç /FAVÖK	6,28	4,38	2,83
Net Borç / Özkaynaklar	6,63	2,54	2,09

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

9.4.4.1 Yurtiçi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Yurtiçi çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanına mümkün olduğu kadar yakın şirketler seçilmeye çalışılmıştır. BİST kapsamında Şirket'e birebir benzer faaliyetleri bulunan herhangi şirket tespit edilememiştir. Bununla birlikte XKMYA endeksi kapsamına giren, kimya, petrol ve plastik sektöründe faaliyet gösteren şirketler incelenmiştir. Buna göre, 25 Mart 2021 tarihi kapanışı itibarıyla Borsa İstanbul'da işlem gören, kriterlerimize (Şirket ile benzer faaliyet alanında ürünlerin üretilmesi ve/veya Şirket tarafından üretilen ürünler ile benzer girdiler kullanan şirketler) uyan kimya, petrol ve plastik sektörü şirketlerinin piyasa çarpanları takip eden tabloda sunulmuştur.

Şirketin faaliyetleri dikkate alındığında birebir olarak Mercan Kimya'ya benzer yurt içi şirket bulunmamaktadır. Bununla birlikte, işbu Fiyat Tespit Raporunda da ifade ettiğimiz gibi Şirket'in ana üretim alanı olan parafin ve parafin emülsiyonları polimer kimyasında yer aldığından bu alanda faaliyet gösteren şirketleri belirledik. Mercan Kimya yönetimi ile birlikte ortak yürüttüğümüz çalışmada, birebir olmamakla beraber Acıoayam Selüloz, Alkim Kimya, Seyitler Kimya, ve Sodaş Sodyum ile birlikte Şirket'in hammadde temini sağladığı MDF imalatı yapan Orma Orman Mamülleri A.Ş. faaliyetleri açısından en yakın benzer şirketler olarak değerlendirilmiştir.

Covid-19 Pandemisi sonrası hızla gelişen E- ticaret ile büyüyen ambalaj sektöründe ciddi ölçüde oluklu karton ve mukavva talebi oluşmaya başlamıştır. Mercan Kimya'nın ürettiği parafin wax ürünleri de kağıt ve karton bazlı üretim yapan şirketler açısından önemli bir hammadde niteliğindedir. Bu açıdan bakıldığında Mercan Kimya'nın ürünlerinin Gediz Ambalaj'ın üretimi ile alakalı olduğu gözlenmiştir.

Mega Politetilen Mercan Kimya'nın da yer aldığı, geniş polimer kimya üretimi alanında faaliyet göstermektedir. Sekuro Plastik ise su ve neme dayanıklı mobilya malzemeleri, kaplamalar, gıda ve içecek ambalaj ürünleri imalatı konusunda Mercan Kimya'nın üretim faaliyetleri açısından benzerlik göstermektedir.

Aksa Akrilik ve Temapol Polimer Plastik sırasıyla elyaf levha ve akrilik yumuşak levha imalatıyla bu ürünlere hammadde sağlayan Mercan Kimya'ya benzerlik göstermektedir.

DYO Boya ürün portföyünde yer alan selülozik ve akrilik sistemler, ile su bazlı Sistemler, ayrıca yüzey kaplamacılığında kullanılan ahşap renklendiriciler ve mobilya sektöründe kullanılan yardımcı kimyasal malzemeler üretim açısından Mercan Kimya'nın ana faaliyetleri açısından

benzerlik göstermektedir.

Hedef fiyat hesaplamasında 2020 yıl sonu FD/FVÖK, FD/FAVÖK ve FD/S çarpanları ile yapılan hesaplamada 31.12.2020 sonu net borç tutarı olan 155 milyon TL kullanılmıştır. Şirketin nakit yaratma kapasitesini temsil ettiği düşünülen FD/FVÖK, FD/FAVÖK ile FD/S oranları ile hesaplanan değerlerin değerlendirilmesinde kullanılması uygun görülürken, F/K ve PD/DD oranları da değerlendirilmesinde yer almıştır.

Mercan Kimya içinde bulunduğu sektör dikkate alınarak Finnet veri programı vasıtasıyla benzer şirket seçiminde bulunulmuştur. Benzer şirketler olarak aşağıdaki tabloda yer alan şirketler kullanılmıştır. Değerleme çalışmasına konu olan F/K, PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/S çarpan değeri, benzer şirketlerinin Finnet veri programından temin edilen 25.03.2021 tarihli Borsa İstanbul kapanış fiyatları üzerinden hesaplanan piyasa değerleri ile ağırlıklandırılmış yukarıda bahsi geçen çarpanlarının medyanı olarak hesaplanmıştır.

Şirketin piyasa değeri hesaplanırken, PD/DD çarpanı ile Özkaynaklar ve F/K çarpanı ile 31.12.2020 tarihli Net Kar çarpılarak şirket değerine ulaşılmıştır. FD/FAVÖK çarpanı ile 31.12.2021 tarihli gelir tablosunda “esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider kalemleri” düşülerek hesaplanan “düzeltilmiş” FAVÖK değeri, FD/FVÖK çarpanı ile aynı şekilde “esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider” kalemlerinden arındırılmış 31.12.2021 tarihli “düzeltilmiş” FVÖK değeri, FD/S çarpanı ile aynı tarih itibarıyla Net Satış rakamlarının çarpımından elde edilen değerlerden en nihayetinde Net Borç rakamları düşülerek “hedef piyasa” değerlerine ulaşılmıştır. Söz konusu değerlerin aşağıdaki tabloda yer aldığı şekliyle ağırlıklandırılması neticesinde Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine bölünmesiyle “Pay Başına Değer” hesaplanmıştır. Mercan Kimya için BIST Benzer Şirketler’in işbu 25.03.2021 tarihindeki rasyoları ile hesaplanan piyasa değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Çarpan değerleri için, ihtiyatlılık ilkesi gereği, son 12 aylık ortalamalar dikkate alınmak suretiyle piyasa dalgalanmalarının çarpanlar üzerinde etkisi en aza indirilmeye çalışılmıştır. Bir diğer ifadeyle, piyasa çarpanları normalize edilmiştir. Son 12 aylık ortalama çarpanlar arasında, gerekçesi açıklanamayacak oranda aşırı ölçüde düşük ve aşırı ölçüde yüksek çarpanlar ise medyan hesaplamalarına dahil edilmemiştir.

Tablo 59

Yurtiçi Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları

Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (TL)	FAVÖK Marjı (%)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S
Aksa Akriklik	5.018.125.000	22,4%	10,61	1,80	6,11	1,13
Acıpayam Selüloz	221.724.756	19,3%	16,23	3,04	17,39	3,00
Alkim Kimya	2.554.500.000	29,7%	12,03	4,65	9,61	2,65
Gediz Ambalaj	414.305.280	30,8%	10,87	2,52	8,06	2,15
DYO Boya	1.375.000.000	21,1%	17,76	3,53	5,22	0,99
Mega Polietilen	299.440.000	4,2%	13,15	4,49	13,94	0,75
Sekuro Plastik	492.639.800	14,3%	14,83	2,15	9,44	1,36
Seyitler Kimya	770.000.000	21,4%	24,06	8,05	31,92	6,65
Sodaş Sodyum Sanayii	592.800.000	25,4%	22,51	22,51	22,51	22,51
Temapol Polimer Plastik	258.693.750	22,4%	15,56	3,67	10,59	2,11
Orma Orman Mamülleri	563.040.000	20,3%	0,00	1,08	7,55	1,36
Medyan		21,89%	15,19	3,53	15,67	2,11

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

AI CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Medyan Sok. Beyoğlu Çarşı
No: 2 K: 2/3-5 Maslak-Sarıyer İSTANBUL
Mersis No: 390 004 352 0000000270189
www.aicapital.com.tr
Mersis No: 0389004902100015

Tablo 60 Çarpan Analizinde Kullanılan Finansal Veriler

(TL)	31.12.2020
Net Satışlar	326.124.745
Düzeltilmiş FAVÖK*	45.059.964
Amortisman ve İtfa Payı Gideri	6.389.274
Düzeltilmiş VAFÖK*	38.670.690
Net Kar	30.558.748
Özkaynak	74.034.646
Ödenmiş Sermaye	45.000.000

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu, AI Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

* : Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Gider kalemleri FAVÖK ve FVÖK hesabında dikkate alınmamıştır

Şirketin 31.12.2020 itibarı ile net borcu aşağıdaki tabloda hesaplanmıştır:

Tablo 61 Net Borç Durumu	31.12.2020
(TL)	
+Kısa Vadeli Finansal Borçlanmalar	34.571.732
+Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	85.589.194
+Kiralamalar	9.134.663
+Uzun Vadeli Borçlanmalar	43.886.479
-Nakit ve Nakit Benzerleri	18.165.892
= Net Borç	155.016.176

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Benzer Şirket Çarpanları Analizi yönteminde, Mercan Kimya'nın piyasa değeri hesaplanırken, PD/DD çarpanının medyanıyla 31.12.2020 tarihli Özkaynaklar; F/K çarpanının medyanıyla da 31.12.2020 tarihli Net Kar çarpılarak şirket değerine ulaşılmıştır. FD/FAVÖK çarpanının medyanı ile 31.12.2020 tarihli "düzeltilmiş" FAVÖK, FD/S çarpanının medyanı ile de aynı tarih itibarıyla gerçekleşen Net Satış rakamlarının çarpımından elde edilen değerlerden Net Borç rakamları düşülerek "hedef piyasa" değerlerine ulaşılmıştır. İçinde bulunduğumuz volatil piyasa koşullarından dolayı benzer firma çarpan değerlerinin son 12 aylık dönemdeki ortalamaları hesaplara dahil edilirken, Firma Değeri (FD/FAVÖK ve FD/S) yaklaşımı altında elde edilen özsermaye değerine %50 oranında ağırlık uyguladık. Benzer şekilde Piyasa Değeri (F/K, PD/DD) yaklaşımı altında elde edilen özsermaye değerine de %50 ağırlık verilmiştir. Söz konusu ağırlıklar uygulandıktan sonra hesaplanan ağırlıklı ortalama özsermaye değerinin Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine bölünmesiyle pay başına değer tespit edilmiştir.

Tablo 62 Yurtiçi Benzer Firma Çarpanları Yaklaşımı Altında Hedef Piyasa Değeri Hesabı

+ FD Çarpanlarıyla	Hesaplanan	Ağırlık (%)	Sonuç (TL)
	Özsermaye Değeri (TL)		
FD/FAVÖK Medyanı - Net Borç	550.861.168	50,0%	275.430.584

FD/S Medyanı - Net Borç	534.094.903	50,0%	267.047.451
Ağırlıklı Ortalama FD Çarpanı		100,0%	542.478.035
Hesaplanan			
+ Piyasa Değeri Çarpanlarıyla	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Sonuç (TL)
	(TL)	(%)	
F/K Medyanı	464.238.188	50,0%	232.119.094
PD/DD Medyanı	261.057.999	50,0%	130.528.999
Ağırlıklı Ortalama Piyasa Çarpanı		100,0%	362.648.093
Hesaplanan			
= Ağırlıklı Ort. Hedef Piyasa Değeri	Özsermaye Değeri	Ağırlık	Sonuç (TL)
	(TL)	(%)	
FD Çarpanı	542.478.035	50,0%	271.239.018
Piyasa Çarpanı	362.648.093	50,0%	181.324.047
Ağırlıklı Ortalama Piyasa Çarpanı		100,0%	452.563.064
İskontosuz Pay Değeri (TL)			10,06

Kaynak : A1 Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

Firma Değeri hesaplanırken, benzer firmaların 12 aylık ortalama FD/FAVÖK ve FD/S çarpanlarının medyanıyla (sırasıyla 15,67 ve 2,11) Şirketin 31.12.2020 itibarıyla hesaplanan düzeltilmiş FAVÖK değeri (45,06 milyon TL) ve Net Satışları (326,12 milyon TL) çarpılmaktadır. Bu şekilde, benzer firmalarının 12 aylık ortalama FD/FAVÖK çarpanıyla Firma Değeri 705,9 milyon TL, 12 aylık ortalama FD/S çarpanıyla 689,1 milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Bu rakamlardan 155,0 milyon TL olan net borç rakamı düşüldüğünde özsermaye değerine ulaşılır. Bu şekilde, FD/FAVÖK çarpanıyla hesaplanan özsermaye değeri 550,9 milyon TL, FD/S ile hesaplanan özsermaye değeri ise 534,1 milyon TL olarak hesaplanmaktadır. Bu rakamlara %50'ser ağırlık verildiğinde, Firma Değeri çarpanlarıyla hesaplanan ortalama özsermaye değeri 542,5 milyon TL olarak belirlenmektedir.

Piyasa (F/K ve PD/DD) çarpanlarıyla özsermaye hesabı ise şu şekilde yapılmaktadır: Benzer şirketlerin 12 aylık ortalama F/K çarpanlarının medyanı (15,19) ile Şirket'in 31.12.2020 tarihindeki Net Karının (30,56 milyon TL) çarpılması neticesinde hesaplanan özsermaye değeriyle (464,2 milyon TL), 12 aylık ortalama PD/DD çarpanlarının medyanı (3,53) ile Şirket'in 31.12.2020 tarihindeki Özkaynaklarının (74,0 milyon TL) çarpılması neticesinde hesaplanan özsermaye değerinin (261,1 milyon TL) ortalaması ile piyasa çarpanları altında hedef özsermaye değeri 362,6 milyon TL olarak belirlenir.

Firma Değeri çarpanlarıyla hesaplanan öz sermaye 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.

Piyasada volatilitenin yüksek olduğu dönemlerde çarpanlar da hızla değiştiğinden, Şirket değerlemesi de değişkenlik gösterebilmektedir.



Çarpan analizinde yurt dışı benzer şirket yaklaşımı kullanılmamıştır. Zira faaliyet alanı, ürün gamı, girdi temini gibi operasyonel kriterler altında benzer şirketler olarak tespit ettiğimiz Nippon Seiro (Japonya), Calumet Specialty Products Partners (ABD), Polwax S.A (Polonya), Sasol Limited (Güney Afrika), Indian Oil Corporation (Hindistan), Evonik Industries (Almanya), Indian Oil Corporation Limited (Hindistan), HollyFrontier Corporation (ABD), Baker Hughes Company (ABD), BASF SE (Almanya), Repsol, S.A (İspanya) ve PetroChina (Çin) arasında 2020 yılında pozitif FAVÖK ve/veya operasyonel nakit akımı üreten tek şirketin Evonik Industries olduğu tespit edildi. Yurt dışı benzer şirket çalışmasının tek bir şirketin çarpanlarına dayandırılmasının doğru olmayacağı değerlendirilmiştir.

Çarpan analizinde baz alınan BIST [Sektör] Endeksleri işbu 25.03.2020 tarihindeki değerleri aşağıda toplu olarak gösterilmiştir.

Tablo 63	Sektör Çarpanları				
	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/FVÖK	FD/S
BIST 100	17,71	4,51	14,00	18,13	1,81
BIST Sınai	25,93	3,85	26,75	24,06	2,18
BIST Kimya, Petrol, Plastik	26,27	5,13	27,24	44,76	2,48

Kaynak: Finnet

BIST Sektör çalışması için işbu rapor tarihinde (25.03.2020) F/K, PD/DD, FD/FAVÖK, FD/FVÖK ve FD/S çarpan değerleri Finnet veri programından temin edilmiştir. Analizde seçilen Sektörler eşit oranda ağırlıklandırılarak çarpanların Sektörel ortalamaları hesaplanmıştır.

Sektör çarpanlarını değerlendirme çalışmasına yansıtmanın en temel nedeni, bezer firma çarpan çalışmasında kriterlerimize uygun olarak seçtiğimiz. Şirket'lerin büyüklük olarak sektör eğilimlerini yansıtmayacak kalibrede olmayışdır. Şöyle ki analizimize dahil ettiğimiz 11 yurt içi şirketin 10'u XKMYA sektöründe faaliyet göstermektedir. Tablo 60'da yer alan bu şirketlerin (Orma Orman Mamülleri hariç) değerlendirme çalışmamızın tarihi olan 25 Mart 2021 itibarıyla piyasa değeri aynı tarihte XKMYA endeksi kapsamına giren 31 şirketin piyasa değerinin %7,6'sına tekabül etmektedir. Bu nedenle, değerlendirme çalışmasında dikkate aldığımız benzer şirketlerin BIST Kimya, Petrol Ürünleri ve Plastik sektöründe ana eğilimleri düşük oranda yansıttığı kanaatindeyiz. Bu nedenle, XKMYA sektörünün de çarpan analizine dahil edilmesi gerektiği değerlendirilmesinde bulunduk.

XKMYA endeksine ilişkin çarpan değerleri tespiti yapılırken, piyasadaki yüksek volatilitayı normalize etmek adına son 12 aylık ortalamaların medyanı değerlerini analize dahil ettik. Ne var ki, XKMYA sektörünün çarpanları Tablo 60'da izlendiği üzere benzer firma çarpanlarının medyan değerlerinin oldukça üzerinde gerçekleşmiştir. XKMYA çarpanlarının Mercan Kimya'nın değerlemesinde şişkinliğe yol açmasını engel olmak için sektör çarpanları analizine BIST 100 ve BIST Sınai Endekslerinin çarpanları da eklenerek eşit ağırlıklandırma yapıp Şirket değerine ulaşılmıştır.

Sektör Çarpan Analizi yönteminde, Şirketin piyasa değeri hesaplanırken, PD/DD çarpanının medyanı ile 31.12.2020 tarihli Özkaynaklar ve F/K çarpanının medyanıyla 31.12.2020 tarihli Net

Kar çarpılarak şirket değerine ulaşılmıştır. FD/FAVÖK çarpanının medyanı ile 31.12.2020 tarihli “düzeltilmiş” FAVÖK, FD/FVÖK çarpanının medyanı ile 31.12.2020 tarihli düzeltilmiş FVÖK ve son olarak da FD/S çarpanının medyanı ile de aynı tarih itibarıyla gerçekleşen Net Satış rakamlarının çarpımından elde edilen değerlerden Net Borç rakamları düşülerek “hedef piyasa” değerlerine ulaşılmıştır. Firma Değeri (FD/FAVÖK, FD/FVÖK ve FD/S) yaklaşımı altında elde edilen özsermaye değerine %50, Piyasa Değeri (F/K, PD/DD) yaklaşımı altında elde edilen özsermaye değerine de %50 ağırlık verildikten sonra hesaplanan ağırlıklı ortalama özsermaye değerinin, Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine bölünmesiyle pay başına değer tespit edilmiştir.

Tablo 64 Sektör Çarpanları Yaklaşımı Altında Hedef Piyasa Değerinin Hesaplanması

+ FD Çarpanlarıyla	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)			Ağırlık (%)	Sonuç (TL)
	XU100	XUSIN	XKMYA		
	33,3%	33,3%	33,3%	100,0%	
FD/FAVÖK Medyanı - Net Borç	475.856.918	1.050.453.783	1.072.588.020	33,3%	866.298.707
FD/FVÖK Medyanı - Net Borç	546.246.633	775.257.216	1.575.725.211	33,3%	965.742.055
FD/S Medyanı - Net Borç	434.471.667	555.618.230	654.087.607	33,3%	548.058.620
	Ağırlıklı Ortalama FD Çarpanı			100,0%	793.365.667
+ Piyasa Değeri Çarpanlarıyla	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)			Ağırlık (%)	Sonuç (TL)
	XU100	XUSIN	XKMYA		
	33,3%	33,3%	33,3%	100,0%	
F/K Medyanı	541.344.610	792.478.974	802.904.730	50,0%	712.242.059
PD/DD Medyanı	334.030.072	284.795.740	379.705.903	50,0%	332.843.572
	Ağırlıklı Ortalama PD Çarpanı			100,0%	522.542.816

Kaynak :A1 Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

BIST 100, BIST Sınai ve BIST Kimya, Petrol, Plastik sektörleri için FD/FAVÖK, FD/FVÖK, FD/S, F/K, PD/DD çarpanları kullanarak ulaşılan hedef piyasa değeri 657,9 milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 14,62 TL olarak hesaplanmaktadır. Piyasada volatilitenin yüksek olduğu dönemlerde çarpanlar da hızla değiştiğinden, Şirket değerlemesi de değişkenlik gösterebilmektedir.

Tablo 65 Sektör Çarpanları Yaklaşımı Altında Hedef Piyasa Değerinin Hesaplanması

= Ağırlıklı Ort. Hedef Piyasa Değeri	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık (%)	Sonuç (TL)
FD Çarpanı	793.365.667	50,0%	396.682.834
Piyasa Çarpanı	522.542.816	50,0%	261.271.408
	Ağırlıklı Ortalama Özsermaye Değeri	100,0%	657.954.241
	İskontosuz Pay Değeri (TL)		14,62

Kaynak :A1 Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Meydanlık, Eryiği Gezi Pk. No:1
No:1 K:2 D:6 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL
Maslak V.D. 388 074 3521 T.C. No:270186
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 0388004100100015



10. SONUÇ

Değerleme çalışmamızda hem indirgenmiş nakit akımı hem de piyasa çarpanları yöntemlerini incelemiş bulunuyoruz. İndirgenmiş Nakit Akımları yaklaşımı altında tahmin ettiğimiz özsermaye değerine %50, kendi içinde eşit ağırlıklandığımız yurt içi benzer şirket ve sektör çarpanları altında hesapladığımız çarpan analizine de aynı oranda %50 ağırlık vererek 495,3 milyon TL tutarında halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşmaktayız. Söz konusu hedef piyasa değerini, halka arz öncesi sermayeye bölerek pay başına hedef piyasa değerini de 11,01 TL olarak hesaplamaktayız. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %5 halka arz iskontosu uyguladığımızda pay başına 10,46 TL'lik halka arz fiyat aralığı üst sınırına ve %20 halka arz iskonto oranını uyguladığımızda, pay başına 8,81 TL'lik halka arz fiyat aralığı alt sınırına ulaşmaktayız.

Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin; güvenilir, adil, uygun ve makul olduğunu beyan ederiz. Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile piyasa çarpanlarının kullanılması ve değerlendirme yöntemlerine verilen ağırlıklandırma oranlarının değiştirilmesi durumunda farklı değerlere ulaşılması mümkündür. Bununla birlikte, kullanılan varsayımların ve indirgeme oranlarının değişmesi / değiştirilmesi, farklı değerlendirme yöntemlerinin uygulanması durumunda işbu raporda elde edilen değerlerden daha farklı değerlere ulaşılması mümkün olabilir.

Tablo 66 (TL)	Değerleme Sonucu		
	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
1.İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)	435.420.960	50%	217.710.480
2.Piyasa Çarpan Analizi	555.258.653	50%	277.629.326
	<i>Benzer Firma</i>	452.563.064	50%
	<i>Sektör</i>	657.954.241	50%
Ağırlıklandırılmış Hedef Piyasa Değeri	495.339.806	100%	
Çıkarılmış Sermaye	45.000.000		
	Pay Başına Değer		11,01

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

Tablo 67 Halka Arz Öncesi İskontolu Pay Fiyatı Hesabı

(TL)	Hedef Özsermaye Değeri	
Çıkarılmış Sermaye	45.000.000	
Ağırlıklandırılmış Hedef Piyasa Değeri	495.339.806	
İskonto Sonrası Hedef Piyasa Değeri / Pay Fiyatı	Üst Sınır	Alt Sınır
İskonto Oranı	%5	%20
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri	470.572.816	396.271.845
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)	10,46	8,81

Kaynak : AI Capital Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları 25.03.2021 piyasa kapanış verileriyle

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Meydan Sok. Beyoğlu Plaza
No:1 K:2 E:5 B Maslak Sarıyer/İSTANBUL
Maslak M.D. No:33 004 3921 T.C. No:270189
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 0388004352100015



A1 Capital

Ek 1: Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞINA

Eskişehir Yolu 8.Km No: 156
06530 Ankara



A1 Capital

Beybi Giz Plaza Meydan Sok.
No:1 Kat:2 D: 5-6 34398 Maslak/İstanbul
Tel: (212) 371 18 00, Faks: (212) 371 18 01

İstanbul, 29.03.2021

Konu : Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Meydan Sok. Beybi Giz Plaza
No:1 K:2 D: 5-6 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL
Maslak Y.D. : 34398 004 3521 Tic.Sic.No: 271889
www.a1capital.com.tr
Mersis No: 038800435210001

Ayşe TERZİ
Yönetim Kurulu Başkanı

Atilla ESEN
Genel Müdür



A1 Capital

Ek 2: Yetkinlik Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞINA

Eskişehir Yolu 8.Km No: 156
06530 Ankara



Beybi Giz Plaza Meydan Sok.
No:1 Kat:2 D: 5-6 34398 Maslak/İstanbul
Tel: (212) 371 18 00, Faks: (212) 371 18 01

İstanbul, 29.03.2021

Konu : Yetkinlik Beyanı

Şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 29.03.2021 tarihli değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca, gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Geniş Yetkili Aracı Kurum olarak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı veya Türev Araçlar Lisansı'na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen çalışana,
- Ayrı kurumsal finansman bölümüne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edildiği ve bu bilgilerin elde edilmesi için ilgili araştırma altyapısına

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisinin bulunmadığı ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu (III-62.1) sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Meydan Sq. Beybi Giz Plaza
No:1 K:2 D:5-6 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL
Maslak Yolu: 38800 / 3521 Tic.Sic.No: 270189
www.a1capital.com.tr
Tic Sic No: 3388004352000

Ayşe TERZİ

Yönetim Kurulu Başkanı

Atilla ESEN

Genel Müdür

Ek 3: Lisans Belgeleri



SERMAVE PİYASASI FAALİYETLERİ DÜZEY 3 LİSANSI

Belge Numarası: 282976
Aldığı Son Eğitimin Tarihi: 4.10.2020
Lisans Hakediş Tarihi: 22.01.2006
Lisans Başım Tarihi: 1.06.2016
Askıya Alınma Tarihi: 4.10.2023
Lisans Durum: **AKTİF LİSANS**



TÜREV ARAÇLAR LİSANSI

Belge Numarası: 307456
Aldığı Son Eğitimin Tarihi: 8.12.2018
Lisans Hakediş Tarihi: 20.12.2015
Lisans Başım Tarihi: 20.04.2016
Askıya Alınma Tarihi: 8.12.2021
Lisans Durum: **AKTİF LİSANS**

**A1 CAPITAL YATIRIM
MENKUL DEĞERLER A.Ş.**
Meydanlık, Beyoğlu, İstanbul
No:1 K:2 D:5 Maslak-Sarıyer/İSTANBUL
Maslak V.P. 336 20 / 3521 T.C. Sic. No: 270189
www.a1capital.com.tr
Tic. Sic. No: 3388004352100016

Sertan Kargın
Kurumsal Finansman Direktörü