

MCT DANIŞMANLIK A.Ş.
HALKA ARZ DEĞERLEME RAPORU

2 Nisan 2012



GEDİK Yatırım

www.gedik.com



Özet:

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Piyasa Değeri (Mn TL)	Hisse Başına Değerler (TL)
Çarpan Analizi	30%	18,00	3,50
INA Analizi	70%	25,48	4,96
Şirket Değeri		23,24	4,52
Halka Arz İskontosu(%)		20%	
Halka Arz İskontosu Sonrası Şirket Değeri		18,59	3,62
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye (Mn TL)		5,14	

MCT Danışmanlık A.Ş. için İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Benzer Şirket Çarpanları Yöntemleri eşit ağırlıklı olarak kullanılarak yapılan değerlemede halka arz iskontosu öncesi 23,24 milyon TL (4,52 TL/hisse) Şirket Değerine ulaşılmaktadır. Halka arz fiyat aralığı tespitinde ise gerçekleştirilen ön pazarlama faaliyetleri sonucunda bu değer aralığı üzerinden %20 halka arz iskontosu uygulanması gerektiği sonucuna ulaşılmış ve 1 lot pay için halka arz fiyatı 3,62 TL olarak belirlenmiştir. Belirlenen fiyat dikkate alındığında Şirket piyasa değeri 18,59 milyon TL'ye tekabül etmektedir.

Fiyat Tespitinde Kullanılan Yöntemler:

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

2. Halka Arz Varsayımları

MCT Halka Arz Özeti	
Çıkarılmış Sermaye	4.370.000 TL
Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Tutar	771.000 TL
<i>Sermaye Artırımı</i>	<i>771.000 TL</i>
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	5.141.000 TL
Halka Açılacak Oran	15,00%
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Tahmini Halka Arz Geliri	2.787.967 TL
Tahmini Halka Arz Masrafları	140.993 TL
Yönetim ücreti	69.699 TL
Satış komisyonu	55.759 TL
Diğer Giderler	15.000 TL
Net Tahmini Halka Arz Geliri	2.646.973 TL
Halka Arz İskontosu	20%
Halka Arz Satış Fiyatı(İskontolu)	3,62 TL
Halka Arz Satış Fiyatı(İskontosuz)	4,52 TL
Şirket Değeri(İskontolu)	18.590.059 TL
Şirket Değeri(İskontosuz)	23.237.574 TL

Mevcut 4,37 milyon TL ödenmiş sermayeye 771 bin TL sermaye artırımı ile halka arz sonrası 5,14 mn TL ödenmiş sermaye ve % 15 halka açıklık oranı varsayımı ile değerlendirilmiştir.

Halka Arz Sonrası Piyasa Çarpanları (2011 verileriyle)	Yüzde 20 İskontolu Fiyat	İskontosuz Fiyat	Sektör Çarpanları İMKB-Hiz. Endeksi
Fiyat - TL	3,62 TL	4,52 TL	
F/K	133,74	167,18	16,96
PD/DD	5,07	6,34	2,22
FD/FVAÖK	14,31	18,14	8,28
FD/SATIŞLAR	1,19	1,51	1,10

2012T	Yüzde 20 İskontolu Fiyat	İskontosuz Fiyat	Sektör Çarpanları İMKB-Hiz. Endeksi
Fiyat - TL	3,62 TL	4,52 TL	
F/K	24,19	30,24	13,00
PD/DD	2,57	2,93	1,50
FD/FVAÖK	10,46	13,26	7,70
FD/SATIŞLAR	1,17	1,48	1,00

3. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNAA)

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

⇒ Değerleme Varsayımları:

- Gelir Tablosu Projeksiyonu:

Gelir Tablosu Projeksiyonu-TL	2009	2010	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Net Satışlar	7.106.837	9.239.855	14.565.136	14.833.000	16.715.000	18.868.999	19.672.000	21.291.000	22.781.370	23.920.439	25.116.460	26.372.283	27.690.898
Satışlardaki Büyüme(%)	-	30,0%	57,6%	1,8%	12,7%	12,9%	4,3%	8,2%	7,0%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%
SMM(-)	4.092.939	5.140.146	8.774.368	8.956.000	9.342.000	10.545.868	10.994.665	11.899.523	12.732.489	13.369.114	14.037.569	14.739.448	15.476.420
% Satışlara Oranı	57,6%	55,6%	60,2%	60,4%	55,9%	55,9%	55,9%	55,9%	55,9%	55,9%	55,9%	55,9%	55,9%
Brüt Kar	3.013.898	4.099.709	5.790.768	5.877.000	7.373.000	8.323.131	8.677.335	9.391.477	10.048.881	10.551.325	11.078.891	11.632.836	12.214.477
Brüt Kar Marjı	42,4%	44,4%	39,8%	39,6%	44,1%	44,1%	44,1%	44,1%	44,1%	44,1%	44,1%	44,1%	44,1%
Faaliyet Giderleri(-)	3.215.582	3.330.949	4.953.644	4.595.000	4.976.090	5.641.450	5.895.315	6.160.604	6.437.832	6.727.534	7.030.273	7.346.635	7.677.234
% Satışlara Oranı	45,2%	36,0%	34,0%	31,0%	29,8%	29,9%	30,0%	28,9%	28,3%	28,1%	28,0%	27,9%	27,9%
Esas Faaliyet Karı	(201.684)	768.760	837.124	1.282.000	2.396.910	2.681.681	2.782.020	3.230.873	3.611.049	3.823.791	4.048.618	4.286.200	4.537.243
Esas Faaliyet Kar Marjı	-2,8%	8,3%	5,7%	8,6%	14,3%	14,2%	14,1%	15,2%	15,9%	16,0%	16,1%	16,3%	16,4%
Vergi Öncesi Kar/Zarar	(346.895)	936.589	229.435	960.468	2.299.030	2.603.215	2.731.656	3.200.535	3.579.163	3.783.589	4.014.944	4.250.955	4.501.998
Vergi(-)	197.508	161.166	(33.905)	192.094	459.806	520.643	546.331	640.107	715.833	756.718	802.989	850.191	900.400
Dönem Net Karı	-321.555	775.424	138.999	768.374	1.839.224	2.082.572	2.185.325	2.560.428	2.863.330	3.026.871	3.211.955	3.400.764	3.601.599
Net Kar Marjı	-4,5%	8,4%	1,0%	5,2%	11,0%	11,0%	11,1%	12,0%	12,6%	12,7%	12,8%	12,9%	13,0%
Ana Ortaklık Karı	(321.555,00)	775.424,00											
+ Amortisman Gideri	83.547	93.022	373.579	374.344	385.090	395.450	380.980	256.800	256.800	256.800	256.800	256.800	256.800
FVAÖK	-118.137	861.782	1.210.703	1.656.344	2.782.000	3.077.131	3.163.000	3.487.673	3.867.849	4.080.591	4.305.418	4.543.000	4.794.043
FVAÖK Marjı		9,3%	8,3%	11,17%	16,64%	16,31%	16,08%	16,38%	16,98%	17,06%	17,14%	17,23%	17,31%

- ⇒ İNA analizinde sonsuz büyüme oranı %5 olarak alınmıştır.
- ⇒ Halka arzdan elde edilen 2.646.973 TL net tahmini halka arz geliri nakit girişi olarak İNA' da 2012 yılında gösterilmiştir.
- ⇒ Şirket'in fiili %5,7 olan esas faaliyet kar marjınının 2011-2020 yılları arasında %8,6 - % 16,4 arasında değişmesi tahmin edilmiştir.

Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Bilanço TL	2009 - Fırlı	2010 - Fırlı	2011 - Fırlı	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
NET İŞLETME SERMAYESİ	103.813	34.354	125.320	(269.290)	120.066	135.539	141.307	152.936	163.642	171.824	180.415	189.436	198.908
Değişim		(69.459)	90.966	(303.644)	389.356	15.472	5.768	11.630	10.706	8.182	8.591	9.021	9.472
Ortalama Tahsilat Süresi/Gün	69,7	89,9	85,3	88,2	92,4	92,3	95,9	94,2	94,7	95,6	95,6	95,6	95,6
Ortalama Stokta Kalma Süresi/Gün	3,4	2,9	2,0	2,0	2,6	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Ortalama Borç Ödeme Süresi/Gün	50,8	45,8	22,6	40,1	49,9	48,0	49,9	49,0	49,3	49,7	49,7	49,7	49,7
Nakit Dönüşüm Süresi/Gün	22,3	47,0	64,7	50,1	45,1	46,8	48,6	47,7	48,0	48,4	48,4	48,4	48,4

⇒ İndirgeme Katsayısı

İndirgeme katsayısı; 2012-2021 dönemi için ortalama %15,42 olarak tahmin edilmiştir. Özsermaye maliyeti belirlenirken risksiz faiz oranı olarak Merkez Bankası tarafından gösterge olarak ilan edilen tahvilinin son 1 yıllık ortalama bileşik faiz oranı kullanılmıştır. Sermaye piyasası risk primi olarak da %6,72 (Son 1 yıllık ortalama) oranı kullanılmış toplam özsermaye maliyeti %15,42 olarak belirlenmiştir.

AOSM	15,42%
Piyasa Riski	6,72%
Risksiz Faiz Oranı	9,18%
Beta	1,00
Terminal Büyüme Oranı	5,00%

⇒ Mevcut varsayımlar çerçevesinde INA yöntemine göre değerlendirme tablosu

MCT	Tahmini Nakit Akım Tablosu(Bin TL)										
	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021T
Satış Gelirleri Büyüme(%)	30%	2%	13%	13%	4%	8%	7%	5%	5%	5%	5%
Gelirler	9.240	14.833	16.715	18.869	19.672	21.291	22.781	23.920	25.116	26.372	27.691
Esas Faaliyet Kan	769	1.282	2.397	2.682	2.782	3.231	3.611	3.824	4.049	4.286	4.537
Vergi Oranı	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Vergi Sonrası Esas Faaliyet Kan	670	1.026	1.918	2.145	2.226	2.585	2.889	3.059	3.239	3.429	3.630
+ Amortisman	374	374	385	395	381	257	257	257	257	257	257
- Yatırım Harcamaları	367	29	32	36	39	231	44	44	44	44	44
- Net İşletme Sermaye Değişimi	91	-304	389	15	6	12	11	8	9	9	9
+ Diğer Nakit Girişleri	0	2.647	0	0	0	0	0	0	0	0	0
=Finansın Nakit Akımı	588	4.322	1.881	2.489	2.662	2.699	3.091	3.264	3.443	3.633	3.833
Uç Değer											38.637
SERMAYE MALİYETİ											
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti(%)		15,42%	15,42%	15,42%	15,42%	15,42%	15,42%	15,42%	15,42%	15,42%	15,42%
Şimdiki Değer		3.744	1.412	1.619	1.444	1.269	1.308	1.196	1.093	1.000	10.126

Şirket Değeri	
(Bin TL)	
Şirket Değeri	24.210
(-)Toplam Finansal Borçlar	0
(+)Hazır Değerler(*)	1.271
Özsermaye Değeri	25.480
Hisse Başına Fiyat(TL)	4,96

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine göre Şirket'in değeri 25,48 milyon TL (Hisse başı 4,96 TL) olarak belirlenmiştir.

4. Piyasa Çarpanları Yöntemi:

Çarpan Analizi Özeti	Şirket Değeri (TL)	Ağırlık(%)	Ağırlıklandırılmış Değer(TL)	Ağırlıklandırılmış Fiyat(TL)
İMKB-Hizmet Endeksine Göre	14.008.126	50,00	7.004.063	1,36
Y. Dışı Benzer Şirketlere Göre	22.001.263	50,00	11.000.631	2,14
Eşit Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri			18.004.694	
Hisse Başına Değer(TL)			3,50	

Çarpan Analizine göre Şirket'in değeri 18,0 milyon TL (3,50 TL/hisse başına) olarak belirlenmiştir. İMKB-Hizmet endeksi ve Yurtdışı Benzer Şirketlerin ortalama (medyan) piyasa çarpanları ile MCT Danışmanlık A.Ş. için sermaye değeri analizinde, Firma Değeri/FAVÖK (Vergi, Amortisman, Faiz Öncesi Kar), Firma Değeri/Satışlar, Fiyat/Kazanç ve Piyasa Değeri/Defter Değeri oranları kullanılmıştır.

2012 tahmini rakamlara göre hesaplanan oranlar şu şekildedir:

Çarpan Analizi					
1- Yurtdışı Benzerleri Sektör Ortalaması					
2012T					
Şirket Adı	Ülke	F/K	PD/DD	FD/FVAÖK	FD/SATIŞLAR
Towers Watson	ABD	12,45	1,69	6,05	1,27
Talent2 Intl	Avustralya	23,33	0,74	7,78	0,30
Bts Group	İsveç	32,61	1,13	18,75	8,50
Advisory Board Co/The	ABD	37,82	7,20	19,97	3,41
Accenture Plc-CI A	İrlanda	14,87	7,29	7,93	1,35
Corporate Executive Board Co	ABD	22,64	12,48	9,98	2,35
Korn/Ferry International	ABD	12,73	1,06	3,81	0,50
Franklin Covey Co	ABD	16,36			1,02
Michael Page International	Britanya	23,37	6,35	11,94	1,31
Ortalama		22,64	4,02	8,96	1,31
Piyasa Değeri -TL		17.396.454	28.459.632	18.756.793	23.392.173
Eşit Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri - TL				22.001.263	
2- İMKB-Hizmet Endeksi Ortalaması					
2012T					
	F/K	PD/DD	FD/FVAÖK	FD/SATIŞLAR	
İMKB-Hizmet Endeksi	13,00	1,50	7,70	1,00	
Piyasa Değeri -TL	9.988.868	10.621.690	16.671.397	18.750.548	
Eşit Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri - TL				14.008.126	

Kaynak: Bloomberg

5. SONUÇ

MCT Danışmanlık A.Ş. için İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Benzer Şirket Çarpanları Yöntemleri eşit ağırlıklı olarak kullanılarak yapılan değerlemede halka arz iskontosu öncesi 23,24 milyon TL (4,52 TL/hisse) Şirket Değerine ulaşılmaktadır. Halka arz fiyat aralığı tespitinde ise gerçekleştirilen ön pazarlama faaliyetleri sonucunda bu değer aralığı üzerinden %20 halka arz iskontosu uygulanması gerektiği sonucuna ulaşılmış ve 1 lot pay için halka arz fiyatı 3,62 TL olarak belirlenmiştir. Belirlenen fiyat dikkate alındığında Şirket piyasa değeri 18,59 milyon TL'ye tekabül etmektedir.

6. FİNANSAL TABLOLAR

Bilanço TL	2009	2010	2011
DÖNEN VARLIKLAR	2.063.015	5.529.033	5.189.611
Nakit ve Benzerleri	525.876	1.470.392	1.270.575
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1.357.197	3.192.952	3.613.763
Diğer Alacaklar	1.071	44.844	2.127
İlişkili Taraf ardan Alacaklar	116.168	741.199	57.081
Stoklar	38.682	44.304	51.000
<i>Diğer Dönen Varlıklar</i>	24.021	35.342	195.065
DURAN VARLIKLAR	267.390	3.385.732	3.400.984
Maddi Duran Varlıklar	113.415	149.530	409.389
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	42.551	2.847.326	2.602.851
Ertelenen Vergi Varlıkları	111.424		
Şerefiye	-	378.744	378.744
Diğer Duran Varlıklar		10.132	10.000
TOPLAM AKTİFLER	2.330.405	8.914.765	8.590.595
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	1.466.003	4.430.569	3.918.057
Finansal Borçlar	24.229	-	
Ticari Borçlar	569.877	719.385	367.173
İlişkili Tarafalara Borçlar	-	994.658	1.513.190
Dönem karı vergi yükümlülüğü	-	406.282	124.341
Diğer borçlar	8.448	-	
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	863.449	2.310.244	1.913.353
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	93.583	2.917.924	1.006.759
İlişkili Tarafalara Borçlar	-	2.538.332	641.537
Finansal Borçlar			
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	93.583	130.232	149.766
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	249.360	215.456
ÖZ SERMAYE	770.820	1.566.272	3.665.779
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar		1.546.242	3.641.760
Ödenmiş Sermaye	427.477	389.597	4.370.000
Sermaye Düzlt. Olumlu Fark	-	37.880	
Emisyon Primi			
Kar Yedekleri	46.374	46.374	218.593
Net Dönem Karı	(321.555)	775.424	135.009
Geçmiş Yıl Karları	618.524	296.967	(1.081.842)
Kontrol gücü olmayan paylar	-	20.030	24.019
TOPLAM PASİFLER	2.330.406	8.914.765	8.590.595

Kaynak: Şirket



Gelir Tablosu	2009	2010	2011
Net Satışlar	7.106.837	9.239.855	14.565.136
Satışların Maliyeti (-)	4.092.939	5.140.146	8.774.368
Brüt Kar/Zarar	3.013.898	4.099.709	5.790.768
Faaliyet Giderleri (-)	3.215.582	3.330.949	4.953.644
Esas Faaliyet Karı/ Zararı	(201.684)	768.760	837.124
Diğer Faaliyetlerden Gelirler	52.331	100.204	245.690
Diğer Faaliyetlerden Giderler(-)	74.161	79.930	189.687
Faaliyet Karı/ Zararı	(223.514)	789.034	893.127
Özkaynak Yön. Değ. Yat. Kar/Zararı Paylar	-	185.562	-
Finansal Gelir	103.825	23.648	195.710
Finansal Gider(-)	227.206	61.654	859.402
Vergi Öncesi Kar/Zarar	(346.895)	936.590	229.435
Ödenecek Vergiler (-)	86.084	355.070	124.341
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	111.424	193.904	33.905
Net Dönem Karı/Zararı	(321.555)	775.424	138.999

Kaynak: Şirket

Özet Rasyolar	2009	2010	2011
LİKİDİTE ORANLARI			
Cari Oran	1,41	1,25	1,32
Asit-Test Oranı	1,38	1,24	1,31
BORÇLULUK ORANLARI			
Özsermaye/Aktif toplamı	33%	18%	43%
Toplam Borç/Özsermaye	202%	469%	134%
Finansal Borç/Toplam Borç	2%	0%	0%
Net Finansal Borçlar/Özsermaye	65%	94%	35%
Finansman Giderleri/Net Satışlar (%)	-3%	-1%	-6%
K.V. Finansal Borçlar/Özsermaye	3%	0%	0%
FAALİYET ORANLARI			
Stok Tutma Süresi (gün)	3,4	2,9	2,0
Alacak Tahsil Süresi (gün)	69,7	89,9	85,3
Ticari Borç Ödeme Süresi (gün)	50,8	45,8	22,6
KARLILIK ORANLARI			
Brüt Kar Marjı	42,4%	44,4%	39,8%
Esas Faaliyet Kar Marjı	-2,8%	8,3%	5,7%
FVAÖK Marjı	-1,7%	9,3%	8,3%
Net Kar Marjı	-4,5%	8,4%	1,0%
Özsermaye Karlılığı	-41,7%	66,4%	5,3%
Aktif Karlılığı	-13,8%	13,8%	1,6%

 **GEDİK Yatırım**
Menkul Değerler A.Ş.