

KRON TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.
HALKA ARZ DEĞERLEME RAPORU

1. Özet:

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri (Mn TL)	Hisse başına değerler (TL)
Çarpan Analizi	43,08	5,25
INA Analizi	46,96	5,73

Kron Telekomünikasyon A.Ş. için İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Benzer Şirket Çarpanları Yöntemleri kullanılarak yapılan değerlendirme neticesinde Şirket'in piyasa değeri 43,08 – 46,96 milyon TL olarak belirlenmiştir. Halka arz fiyat aralığı tespitinde ise gerçekleştirilen ön pazarlama faaliyetleri sonucunda bu değer aralığı üzerinden bir miktar halka arz iskontosu(%37) uygulanması gerektiği sonucuna ulaşılmış ve 1 lot pay için halka arz fiyat aralığı 3,30 – 3,60 TL olarak belirlenmiştir. Belirlenen fiyat aralığı dikkate alındığında Şirket piyasa değeri 29,52- 27,06 milyon TL aralığına tekabül etmektedir.

Fiyat Tespitinde Kullanılan Yöntemler:

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

2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemiyle, Kron 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.

a) Değerleme Varsayımları:

Bin TL	2010	2011T	2012T	2013T	2014T
Net Satışlar	12.751	16.074	20.456	24.872	30.661
Büyüme oranı	39%	26%	27%	22%	23%
FVAÖK	3.114	4.057	5.116	6.844	9.268
FVAÖK Marjı	24,4%	25,2%	25,0%	27,5%	30,2%
Net Kar	3.028	3.574	4.229	5.311	7.226
Net Kar Marjı	23,7%	22,2%	20,7%	21,4%	23,6%

Değerlemede kullanılan gelir tablosu projeksiyonu:

- ⇒ Değerlemede 2011-2020 yılları için Şirket tahminleri yararlanılmıştır.
- ⇒ INA analizinde sonsuz büyüme oranı %1 olarak alınmıştır.
- ⇒ Mevcut 6 milyon TL ödenmiş sermayeye 2,2 milyon TL halka arz sermaye artırım tutarı eklenerek bulunan 8,2 milyon TL halka arz sonrası ödenmiş sermaye olarak baz alınmıştır.
- ⇒ Halka arzdan elde edilen 7,6 milyon TL halka arz geliri nakit girişi olarak INA' da 2011 yılında gösterilmiştir.
- ⇒ Şirket'in Esas faaliyet kar marjı 2011 yılında %21, 2014-2020 yılları arasında %25 - %18 arasında değişmesi tahmin edilmiştir.
- ⇒ Değerlemede Şirket'in 2023 yılına kadar olan vergi muafılığı göz önünde bulunduruldu.

b) İndirgeme Katsayısı

İndirgeme katsayısı; 2011-2020 dönemi için ortalama %14,2 olarak hesaplanmıştır.

AOSM	14,2%
Piyasa Riski	5,5%
Firma Riski	6,0%
Risksiz Faiz Oranı	8,6%
Beta	1,00
Terminal Büyüme Oranı	1,00%

(*) AOSM:Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

c) Mevcut varsayımlar çerçevesinde INA yöntemine göre değerlendirme tablosu

Kron	TAHMİNİ NAKİT AKIMI(TL)										
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Satış Gelirleri Büyüme(%)		26%	27%	22%	23%	21%	7%	5%	3%	3%	3%
Gelirler	12.751.289	15.074.339	20.455.943	24.871.765	30.860.555	37.150.874	39.762.952	41.694.522	42.922.891	44.189.334	45.491.447
Vergi Sontası Esas Faaliyet Kan	2.880.019	3.732.396	4.230.578	5.461.540	7.588.468	8.797.299	8.260.374	8.019.781	8.019.781	8.019.781	8.019.781
+ Amortisman	234.197	324.685	865.621	1.362.779	1.679.227	2.013.339	2.254.100	2.161.118	2.290.607	2.469.583	2.665.280
- Yatırım Harcamaları	846.657	2.400.000	2.164.632	1.305.790	1.622.238	2.015.797	2.502.043	2.629.723	2.745.737	2.917.738	3.122.065
- Net İşletme Sermaye Değişimi	2.032.821	883.887	676.004	113.940	878.668	735.994	838.528	221.368	374.032	708.473	933.135
+ Diğer Faaliyetlerden Nakit Girişi		7.990.000									
=Firmanın Nakit Akımı	234.738	8.383.204	2.278.563	5.424.590	6.766.801	8.058.847	7.152.803	7.349.810	7.130.819	6.863.163	6.629.861
Uç Değer											80.786.193
	SERMAYE MALİYETİ										
Ortalama Sermaye Maliyeti(%)	14,19%	14,19%	14,19%	14,19%	14,19%	14,19%	14,19%	14,19%	14,19%	14,19%	14,19%
Şimdiki Değer	7.324.258	1.746.303	3.643.676	3.980.668	4.161.716	3.227.216	2.904.108	2.467.487	2.079.899	1.623.629	1.238.629
Firma Değeri											
(TL)											
Firma Değeri	46.762.768										
(-)Toplam Finansal Borçlar	2.989.780										
(+)Hazır Değerler	3.162.682										
Özsermaye Değeri	46.935.670										
Hisse Başına Fiyat	5,73										

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine göre Şirket'in değeri 46,96 milyon TL (Hisse başı 5,73 TL) olarak belirlenmiştir.

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

3. Piyasa Çarpanları Yöntemi:

ÖZET ÇARPANLAR (2011T)	FD/FVAÖK	F/K	PD/DD	Ortalama	Hisse Başına Değer(TL)
Yurtiçi Sektör ortalaması	6,3	17,8	2,0		
Yurtdışı Sektör ortalaması	8,1	15,4	2,2		
İMKB Ortalaması	8,9	10,8	1,8		
Hedef Piyasa Değeri					
Yurtdışı sektör ortalamasına göre hedef değer (mn TL)	40,6	55,0	37,6	45,5	5,54
Yurtiçi sektör ortalamasına göre hedef değer (mn TL)	33,2	63,8	35,0	46,0	5,61
İMKB Ortalamasına göre hedef değer (mn TL)	44,0	38,7	30,6	37,8	4,61
Ağırlıklandırılmış Hedef değer(mn TL)				43,08	5,25

Çarpan Analizine göre Şirket'in değeri 43,08 milyon TL (5,25 TL/hisse başına) olarak belirlenmiştir. İMKB ortalama piyasa çarpanları ile Kron Telekomünikasyon için sermaye değeri analizinde, İMKB-100 Endeksi, İMKB Benzer Şirketler ve Yurtdışı Benzer Şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (Vergi, Amortisman, Faiz Öncesi Kar), Fiyat/Kazanç ve Piyasa Değeri/Defter Değeri oranları kullanılmıştır.

Piyasa Çarpanları yönteminde üç farklı yol kullanılmış olup bunların sonuçları ağırlıklandırılarak hedef piyasa değerine ulaşılmıştır. Çarpan analizinde ise paylar; İMKB benzer şirketler (%33), Yurtdışı benzer şirketler (%33) , İMKB-100 ortalaması (%33) olarak belirlenmiştir.

2011 tahmini rakamlara göre hesaplanan oranlar şu şekildedir:

Yurtdışı Benzer Şirketler	FD/FVAÖK	F/K	PD/DD	Ortalama
AMDOCS LTD	6,7	12,7	1,7	
CONVERGYS CORP	6,3	12,9	1,4	
CONVERSE TECHNOLOGY INC			0,8	
CSG SYSTEMS INTL INC	5,1	9,0	2,9	
TIBCO SOFTWARE INC	18,8	33,2	5,7	
COMPEL OYJ	4,3	10,0	1,4	
COMARCH SA	7,4	14,6	1,3	
Ortalama	8,1	15,4	2,2	
Yurtdışı sektör ortalamasına göre hedef değer (mn TL)	40,6	55,0	37,6	45,5

Yurtiçi Benzer Şirketler	FD/FVAÖK	F/K	PD/DD	Ortalama
AŞEL SAN ELEKTRONİK SANAYİ	5,3	7,9	2,4	
NORTEL NETWORKS NETAS TELEKO		35,3	3,0	
KAREL ELEKTRONİK SANAYİ VE	6,8	10,0	1,3	
ANEL TELEKOMÜNİKASYON		27,4	1,5	
LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCAR			2,0	
ALCATEL			2,44	
İNDEKS BİLGİSAYAR	6,7	8,6	1,8	
ESCORT COMPUTER ELEKTRONİK			4,5	
DESPEC BİLGİSAYAR PAZARLAMA			0,0	
ARMADA BİLGİSAYAR SİSTEMLERİ			1,4	
Ortalama	6,3	17,8	2,0	
Yurtiçi sektör ortalamasına göre hedef değer (mn TL)	33,2	63,8	35,0	46,0

Kaynak: Bloomberg

- Veriler 15.04.2011 itibariyledir.

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

4. SONUÇ:

Kron Telekomünikasyon A.Ş. için İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Benzer Şirket Çarpanları Yöntemleri kullanılarak yapılan değerlendirme neticesinde Şirket'in piyasa değeri 43,08 – 46,98 milyon TL olarak belirlenmiştir. Halka arz fiyat aralığı tespitinde ise gerçekleştirilen ön pazarlama faaliyetleri sonucunda bu değer aralığı üzerinden bir miktar halka arz iskontosu(%37) uygulanması gerektiği sonucuna ulaşılmış ve 1 lot pay için halka arz fiyat aralığı 3,30 – 3,60 TL olarak belirlenmiştir. Belirlenen fiyat aralığı dikkate alındığında Şirket piyasa değeri 29,52- 27,06 milyon TL aralığına tekabül etmektedir.